

Misleidende beursberichten

Kwesties van causaal
verband en schade

Mr. drs. A.C.W. Pijls

MISLEIDENDE BEURSBERICHTEN

Kwesties van causaal verband en schade

 Wolters Kluwer

Deventer – 2022

Verkorte citeerwijze: Pijls, *Misleidende beursberichten* (IVO nr. 124) 2022/[paragraafnummer]

Volledige citeerwijze: Mr. drs. A.C.W. Pijls, *Misleidende beursberichten* (Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 124), Deventer: Wolters Kluwer 2022.

Het complete productaanbod vindt u in de online webshop: www.wolterskluwer.nl/shop.

Ontwerp omslag: Hans Roenhorst, www.h2rplus.nl

Ontwerp illustratie: Liesbeth Mouthaan

ISBN 978 90 13 16759 7

NUR 827-714

© 2022, Wolters Kluwer Nederland BV; A.C.W. Pijls

Onze klantenservice kunt u bereiken via: www.wolterskluwer.nl/klantenservice.

Auteur(s) en uitgever houden zich aanbevolen voor inhoudelijke opmerkingen en suggesties. Deze kunt u sturen naar: boeken-NL@wolterskluwer.com.

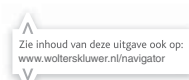
Alle rechten in deze uitgave zijn voorbehouden aan Wolters Kluwer Nederland B.V. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Wolters Kluwer Nederland B.V.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht (www.reprorecht.nl).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) Wolters Kluwer Nederland B.V. geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle aanbiedingen en overeenkomsten van Wolters Kluwer Nederland B.V. zijn van toepassing de Algemene Voorwaarden van Wolters Kluwer Nederland B.V. U kunt deze raadplegen via: wolterskluwer.com/nl-nl/solutions/nederland/algemene-voorwaarden.

Indien Wolters Kluwer Nederland B.V. persoonsgegevens verkrijgt, is daarop het privacybeleid van Wolters Kluwer Nederland B.V. van toepassing. Dit is raadpleegbaar via wolterskluwer.com/nl-nl/privacy-cookies.



NAVIGATOR



Misleidende beursberichten

Kwesties van causaal verband en schade

Misleading Reports on Stock Markets

Issues of Causation and Damages

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor aan de
Erasmus Universiteit Rotterdam
op gezag van de rector magnificus

Prof. dr. R.C.M.E. Engels

en volgens besluit van het College voor Promoties.

De openbare verdediging zal plaatsvinden op
7 december 2018 om 11.30 uur

door

Arnoud Cornelis Willem Pijs
geboren te Rotterdam

Promotiecommissie

Promotoren: Prof. mr. M.J. Kroeze
Prof. mr. S.D. Lindenbergh
Prof. mr. H.M. Vletter-van Dort

Overige leden: Prof. mr. L. Timmerman
Prof. mr. M.H. Wissink
Prof. mr. O.A. Haazen

Woord vooraf

In dit boek is het onderzoek opgenomen dat Arnoud Pijls heeft verricht naar de leerstukken causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Deze studie is op 7 december 2018 als proefschrift verdedigd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Als promotoren traden op prof. mr. M.J. Kroeze, prof. mr. S.D. Lindenbergh en prof. mr. H.M. Vletter-van Dort.

Beleggers in Europese beursvennootschappen proberen steeds vaker schade te verhalen die zij hebben geleden doordat zij direct of indirect zijn afgegaan op (beweerdelijk) misleidende informatie. Een bekend en recent voorbeeld zijn de aansprakelijkheidsclaims die aandeelhouders in Wirecard AG hebben ingesteld tegen onder meer de bestuurders en commissarissen van Wirecard en de accountant van Wirecard, EY, voor hun vermeende betrokkenheid bij de omvangrijke boekhoudfraude die in juni 2020 naar buiten kwam. Een bekend voorbeeld van Nederlandse bodem zijn de verschillende aansprakelijkheidsprocedures die aandeelhouders in Fortis hebben ingesteld tegen onder meer de vennootschap en haar voormalige bestuurders, omdat Fortis in de periode september 2007 tot oktober 2008 (beweerdelijk) misleidende mededelingen heeft gedaan over onder meer haar blootstelling aan bepaalde *subprime*-risico's en de solvabiliteits- en liquiditeitspositie ten tijde van de integratie van ABN AMRO in 2008. Informatie waarmee de werkelijkheid mooier wordt voorgesteld dan zij is, leidt tot kunstmatig hoge koersen van effecten. Als de werkelijkheid naar buiten komt, leidt dit tot scherpe koersdalingen. De beleggers die beleggingsbeslissingen hebben genomen op basis van de misleidende informatie lijden daardoor schade. Aangezien beursvennootschappen honderdduizenden tot wel miljoenen aandeelhouders en houders van andere effecten die door de desbetreffende beursvennootschappen zijn uitgegeven hebben, kan misleidende informatie schade bij grote groepen beleggers veroorzaken. In dit verband wordt ook wel gesproken van 'massaschade'.

Een van de meeste complexe, maar daarmee zeker niet minst interessante, vragen die speelt in een door gedupeerde c.q. teleurgestelde beleggers ingestelde aansprakelijkheidsprocedure wegens misleiding van het beleggende publiek, is die van het rechtens vereiste causaal verband tussen de (beweerdelijk) misleidende informatie en de ingetreden koersschade. De eerste gedachte die opkomt, is waarschijnlijk dat het aan de eisende

WOORD VOORAF

beleggers is om aan te tonen dat zij tot aankoop van de effecten zijn overgegaan in vertrouwen op de mededelingen die – achteraf bezien – misleidend bleken te zijn. Voor individuele beleggers is dit bewijs moeilijk te leveren. Dit leidt tot een handhavingsleemte en draagt niet bij aan een wenselijke gedragsnormering van beursvennootschappen en hun functionarissen. Veel beleggers zijn bovendien niet rechtstreeks afgegaan op de misleidende mededelingen, maar op afgeleide informatie in analistenrapporten of de financiële media of op informatie van adviseurs. Is dat voldoende om het rechtens vereiste causaal verband aan te nemen? Tot slot zijn veel beleggers helemaal niet – hetzij direct, hetzij indirect – op de misleidende informatie afgegaan. Zij worden echter wel geconfronteerd met een koersdaling die niet zou zijn ingetreden als de misleiding niet zou hebben plaatsgevonden. Op welke wijze moet het causaal verband in deze gevallen worden geconstrueerd en aangetoond? Het afwijzen van aansprakelijkheid in deze gevallen maakt schade door misleidende mededelingen de facto onverhaalbaar en sanctionering van onwenselijk gedrag illusoir. In al deze gevallen speelt bovendien de vraag hoe praktisch moet worden omgegaan met het bewijs van causaal verband als grote groepen aandeelhouders massaschade proberen te verhalen. Het verlangen van individuele bewijsvoering in honderdduizenden zaken is een onbegaanbare weg. Deze dilemma's spelen op dit moment in lopende juridische procedures en zullen naar verwachting in toenemende mate spelen.

Het overkoepelende doel van het onderzoek van Pijls is het geven van een diepgravende analyse van de materieelrechtelijke en bewijsrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Pijls heeft hierbij zowel voor een rechtsvergelijkende als multidisciplinaire aanpak gekozen. In het kader van zijn rechtsvergelijking heeft hij uitgebreid onderzoek gedaan naar het Amerikaanse federale effectenrecht. Deze rechtsvergelijking heeft voor hem vervolgens als inspiratiebron gediend voor de oplossingen die hij voorstelt voor verschillende causaliteits- en schadevraagstukken die spelen bij aansprakelijkheid op grond van Nederlands recht. Wat het multidisciplinaire aspect van zijn studie betreft, heeft Pijls uitvoerig de relevante financieel-economische en econometrische literatuur bestudeerd (zie met name hoofdstuk 2 en hoofdstuk 8). De financieel-economische en econometrische concepten die hij in de hoofdstukken 2 en 8 bespreekt en analyseert en de inzichten die hij in deze hoofdstukken ontwikkelt, leveren belangrijke bouwstenen op voor zijn juridische analyse van het centrale onderzoeksthema.

Dit boek bestaat uit vijf delen en negen hoofdstukken. In Deel I (hoofdstuk 1) geeft Pijls eerst een algemene introductie tot de leerstukken causaal verband en schade(vergoeding) bij civielrechtelijke aansprake-

WOORD VOORAF

lijkheid naar Nederlands recht. Hierbij komen zowel materieelrechtelijke als bewijsrechtelijke aspecten aan bod. Deel II (hoofdstuk 2) bevat een financieel-economisch intermezzo en daarin gaat Pijls uitgebreid in op de rol van informatie op effectenmarkten. In het bijzonder bestudeert hij de invloed van informatie op de koers van beursgenoteerde effecten en de wijze waarop deze invloed tot stand komt. In Deel III (hoofdstuk 3) geeft Pijls een introductie tot het Amerikaanse federale effectenrecht, waarbij hij in het bijzonder ingaat op de civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek. Deel IV (hoofdstukken 4-7) bevat de materieelrechtelijke analyse van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Tot slot behandelt Pijls in Deel V (hoofdstukken 8-9) uitgebreid de bewijsrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Het boek wordt afgesloten met een slotbeschouwing waarin hij de belangrijkste bevindingen en conclusies bespreekt.

Met veel genoegen nemen wij dit proefschrift op in de reeks van Uitgaven vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht.

C.A. Schwarz
J.B. Wezeman

MISLEIDENDE BEUR\$BERICHTEN



Inhoudsopgave (beknopt)

Woord vooraf	V
Inleiding: verantwoording en afbakening	1
Deel I: Causaal verband en schade naar Nederlands recht	21
1. Een introductie tot de leerstukken causaal verband en schade(vergoeding)	23
Deel II: Financieel-economisch intermezzo	85
2. De invloed van informatie op de koers; de efficiënte versus de inefficiënte markt	87
Deel III: Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten naar Amerikaans recht	123
3. Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten onder het Amerikaanse federale effectenrecht	125
Deel IV: Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten; het materieelrechtelijk kader	205
4. Verschillende manieren waarop de inflatie uit de koers kan lopen	207
5. Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten naar Nederlands recht	221
6. Rechtsvergelijkende beschouwingen over <i>reliance</i> , <i>loss causation</i> en <i>damages</i> bij aansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale effectenrecht	387
7. Beantwoording van nog openstaande rechtsvragen vanwege eerder aangenomen vereenvoudigde feitencomplex	517
	IX

INHOUDSOPGAVE (BEKNOPT)

Deel V: Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten; het bewijsrechtelijk kader	605
8. Het bewijs van <i>reliance</i> , <i>loss causation</i> en <i>damages</i> naar Amerikaans recht en de financieel-economische en econometrische technieken die daarbij behulpzaam kunnen zijn	607
9. Het bewijs van causaal verband en koersschade naar Nederlands recht	757
Slot: bevindingen en conclusies	885

Inhoudsopgave (uitgebreid)

Woord vooraf	V
Inleiding: verantwoording en afbakening	1
1. Aanleiding en achtergrond van het onderzoek	1
1.1. Belang en actualiteit van het onderzoek	1
1.2. Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving	3
1.3. De Nederlandse rechtspraak over het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving	8
1.4. De Amerikaanse rechtspraak over het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving	9
1.5. Naar een Nederlandse causaliteitsleer bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving	10
2. Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen	12
3. Afbakening van het onderzoek	13
4. Onderzoeksmethode	17
5. Plan van behandeling	19
Deel I: Causaal verband en schade naar Nederlands recht	21
1. Een introductie tot de leerstukken causaal verband en schade(vergoeding)	23
1.1. Inleiding	23
1.2. Schade	24
1.2.1. Het schadebegrip	24
1.2.2. Schadevaststelling, schadebegroting en schatting	29
1.2.3. Uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade	36
1.3. Causaal verband	39
1.3.1. Het csqn-verband en het toerekeningsverband	39
1.3.2. Het csqn-verband (en de schade): de feitelijke grondslag bepaalt het perspectief	42
	XI

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

1.3.3. Het toerekeningsverband	45
1.3.3.1. Toerekeningsnorm wordt ingekleurd aan de hand van objectieve wegingsfactoren	45
1.3.3.2. Aard van de aansprakelijkheid	47
1.3.3.3. Aard van de schade	50
1.3.3.4. Voorzienbaarheid van de schade	51
1.3.3.5. Verwijderdheid van de schade	53
1.3.4. Verdere beperking van de schadevergoeding op grond van afdeling 6.1.10 BW	54
1.4. Het bewijs van causaal verband	55
1.4.1. Inleiding	55
1.4.2. Procesrechtelijke oplossingen om de bewijslast te verlichten	57
1.4.2.1. Bewijswaarderingsmaatstaf	57
1.4.2.2. Verzwaarde motiveringsplicht	58
1.4.2.3. Het vermoeden	59
1.4.3. Materieelrechtelijke oplossingen om de bewijslast te verlichten	65
1.4.3.1. Het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid	65
1.4.3.2. Het leerstuk van (de vergoeding van) het verlies van een kans	68
1.4.4. Drie arresten van de Hoge Raad over het bewijs van causaal verband bij beleggingsschade	71
1.4.4.1. De effectenlease-arresten	72
1.4.4.2. Het arrest Fortis/Bourgonje	76
1.4.4.3. Het World Online-arrest	83
Deel II: Financieel-economisch intermezzo	85
2. De invloed van informatie op de koers; de efficiënte versus de inefficiënte markt	87
2.1. Inleiding	87
2.2. De efficiënte markthypothese	88
2.2.1. Inleiding	88
2.2.2. Wat eraan vooraf ging	88
2.2.3. Drie vormen van marktefficiëntie	89
2.2.4. Drie (basis)veronderstellingen die aan de EMH ten grondslag liggen	92
2.2.5. De EMH empirisch getoetst	97
2.3. Kritiek op de EMH vanuit de <i>behavioral finance</i>	98
2.3.1. Inleiding	98
2.3.2. Beleggers lijden aan systematische cognitieve beperkingen	99

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

2.3.3. Beperkingen in het arbitragemechanisme	101
2.3.4. Irrationele beleggers worden niet van de markt gedreven	107
2.4. Het fenomeen van de zeepbel	108
2.4.1. Inleiding	108
2.4.2. De 'rational bubble'	110
2.5. Twee vormen van marktefficiëntie: fundamentele versus informationele efficiëntie	112
2.6. Marktefficiëntie is een relatief begrip	116
2.7. Uitleiding	121
Deel III: Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten naar Amerikaans recht	123
3. Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten onder het Amerikaanse federale effectenrecht	125
3.1. Inleiding	125
3.2. Een woord vooraf	127
3.3. Informatieverplichtingen onder het federale effectenrecht	129
3.3.1. De Securities Act 1933	129
3.3.2. De Securities Exchange Act 1934	131
3.3.3. Beursregelgeving	135
3.4. Prospectusaansprakelijkheid op grond van de Securities Act 1933	135
3.4.1. Inleiding	135
3.4.2. Aansprakelijkheid wegens het overtreden van Section 5 Securities Act op grond van Section 12(a)(1) Securities Act	136
3.4.3. Aansprakelijkheid voor een misleidend <i>registration statement</i> op grond van Section 11 Securities Act	138
3.4.3.1. Inleiding	138
3.4.3.2. Potentiële aansprakelijke personen of rechtspersonen	139
3.4.3.3. Aansprakelijkheidsvereisten	139
3.4.3.4. Verweren	142
3.4.3.5. De schade(vergoeding)	146
3.4.4. Aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus op grond van Section 12(a)(2) Securities Act	148
3.4.4.1. Aansprakelijkheidsvereisten	148
3.4.4.2. Beperking reikwijdte Section 12(a)(2)	150
3.4.4.3. Verhouding tussen Section 12(a)(2) en Section 11 Securities Act	150

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

3.4.4.4. Verweren	151
3.4.4.5. De schade(vergoeding)	152
3.4.5. Wijzigingen Securities Act op grond van de PSLRA en de SLUSA	152
3.4.5.1. De Private Securities Litigation Reform Act 1995	152
3.4.5.2. Securities Litigation Uniform Standards Act 1998	154
3.5. Aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen op grond van SEC Rule 10b-5	155
3.5.1. Wettelijke context	155
3.5.2. Aansprakelijkheidsvereisten	158
3.5.3. <i>Materiality</i>	162
3.5.3.1. Het materialiteitsbegrip	162
3.5.3.2. De (im)materialiteit van vage mededelingen, algemene uitingen van optimisme, overdreven aanprijzingen, verkooppraat en uitgesproken meningen of intenties	167
3.5.3.3. De (im)materialiteit van projecties en toekomstvoorspellingen	168
3.5.3.4. Het beoordelen van de materialiteit van onzekere gebeurtenissen	171
3.5.3.5. Materialiteit versus statistische significantie	171
3.5.4. <i>Scienter</i>	172
3.5.5. <i>Causation</i>	174
3.5.5.1. Inleiding	174
3.5.5.2. <i>Reliance/transaction causation</i>	175
3.5.5.3. <i>Loss causation</i>	181
3.5.5.4. <i>Reasonable reliance</i>	182
3.5.6. De schade(begrotingsmaatstaf)	185
3.5.7. Aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 wegens het schenden van een in de rechtspraak ontwikkelde publicatieverplichting	190
3.5.7.1. Inleiding	190
3.5.7.2. De ‘duty to correct’ en de ‘duty to update’	191
3.5.7.3. Moet de vennootschap reageren op geruchten in de markt?	196
3.5.7.4. Is de vennootschap aansprakelijk voor misleidende mededelingen van derden?	197
3.5.8. Wijzigingen Securities Exchange Act op grond van de PSLRA 1995	201
3.5.8.1. Inleiding	201
3.5.8.2. De PSLRA’s damages cap	202

Deel IV: Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten; het materieelrechtelijk kader	205
4. Verschillende manieren waarop de inflatie uit de koers kan lopen	207
5. Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten naar Nederlands recht	221
5.1. Inleiding	221
5.2. Uitgangspunten voor het vervolg	222
5.3. Het materieelrechtelijk kader in grote lijnen geschetst	226
5.3.1. Inleiding	226
5.3.2. De feitelijke grondslag van de vordering bepaalt het perspectief	227
5.3.3. Eerste feitelijke grondslag: csqn en toerekening	229
5.3.4. Tweede feitelijke grondslag: csqn en toerekening	232
5.3.5. Beide feitelijke grondslagen hebben hun eigen bewijslastproblemen	236
5.3.6. Getallenvoorbeelden	241
5.3.7. Hoe verhouden beide feitelijke grondslagen zich tot het begrip transactiecausaliteit?	246
5.3.8. Toepassing van beide feitelijke grondslagen bij prospectusaansprakelijkheid	249
5.4. Is voor het aannemen van causaal verband steeds vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan?	256
5.4.1. Inleiding	256
5.4.2. Wat zeggen de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW?	259
5.4.3. Is indirect vertrouwen op de misleidende informatie voldoende voor het aannemen van causaal verband?	265
5.4.4. Rechtspraak	267
5.4.4.1. Inleiding	267
5.4.4.2. Het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest van de Hoge Raad	269
5.4.4.3. Het DAF-arrest van het Hof Den Haag	279
5.4.4.4. Het World Online-arrest van de Hoge Raad	283
5.4.4.5. Het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in de zaak VEB/Kuiken en Bus	287
5.4.5. Geldt de materieelrechtelijke invulling die de Hoge Raad in het World Online-arrest geeft aan het causaal verband ook in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid?	291

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

5.4.6. Is het wenselijk om voor het aannemen van causaal verband steeds de eis te stellen dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleiding is beïnvloed?	303
5.5. Schadevaststelling en -toerekening	306
5.5.1. Inleiding	306
5.5.2. Schadevaststelling en –toerekening bij eerste feitelijke grondslag	307
5.5.2.1. Het ontstaansmoment van de schade	307
5.5.2.2. Schadebegroting: peildatum en begrotingsmaatstaf	312
5.5.2.3. Welke schade kan aan de vennootschap worden toegerekend?	321
5.5.2.4. Vrijheid van de rechter bij keuze van de peildatum	338
5.5.3. Schadevaststelling en –toerekening bij tweede feitelijke grondslag	341
5.5.3.1. Peildatum; schadebegroting en ontstaansmoment van de schade	341
5.5.3.2. Welke schade kan aan de vennootschap worden toegerekend?	348
5.5.4. Rechtspraak; het De Boer e.a./TMF-arrest van de Hoge Raad	360
5.6. Vermindering van de schadevergoeding op grond van eigen schuld	366
5.6.1. Inleiding	366
5.6.2. Een aantal eigenschuldverweren uit de praktijk	367
5.6.2.1. ‘Belegger is niet (direct) op de misleidende informatie afgegaan’	367
5.6.2.2. ‘Er was juiste en volledige informatie in de markt beschikbaar die de misleiding teniet deed’	369
5.6.2.3. ‘De informatie was voor de professionele belegger niet misleidend’	372
5.6.2.4. ‘Particuliere belegger had adviseur moeten inschakelen’	378
5.6.2.5. ‘De belegger is op verouderde informatie afgegaan’	379
5.6.3. Conclusie	382
5.7. Onderzoeksvragen voor het vervolg van Deel IV	382

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

6. Rechtsvergelijkende beschouwingen over <i>reliance</i>, <i>loss causation</i> en <i>damages</i> bij aansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale effectenrecht	387
6.1. Inleiding	387
6.2. <i>Reliance</i> ; het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing	387
6.2.1. Inleiding	387
6.2.2. <i>Reliance</i> bij aansprakelijkheid op grond van Securities Act 1933	388
6.2.3. <i>Reliance</i> bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5	389
6.2.3.1. Inleiding	389
6.2.3.2. <i>Reliance</i> bij misleiding op de publieke effectenmarkt: de <i>fraud-on-the-market</i> -theorie	389
6.2.3.3. Toepassing <i>fraud-on-the-market</i> -theorie ten aanzien van <i>short sellers</i>	413
6.2.3.4. Toepassing van de <i>fraud-on-the-market</i> -theorie bij misleiding op de primaire markt?	423
6.2.3.5. De <i>fraud-CREATED-the-market</i> -theorie	427
6.2.4. Rechtsvergelijking <i>reliance</i> -vereiste	433
6.2.4.1. Inleiding	433
6.2.4.2. Is voor het aannemen van causaal verband vereist dat de beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed?	433
6.2.4.3. De verweren waarmee het <i>fraud-on-the-market</i> -vermoeden kan worden weerlegd	440
6.2.4.4. Toepassing <i>fraud-created-the-market</i> -theorie in het Nederlandse recht?	447
6.3. <i>Loss causation</i> ; het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger gestelde beleggingsschade	450
6.3.1. Inleiding	450
6.3.2. <i>Loss causation</i> in lagere rechtspraak in pre-Dura-tijdperk	452
6.3.2.1. Huddleston v. Herman & MacLean	452
6.3.2.2. Bastian v. Petren Resources Corporation	453
6.3.2.3. Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank	455
6.3.2.4. Emergent Capital Investment Management, LLC v. Stonepath Group, Inc.	458
6.3.2.5. Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.	460
6.3.2.6. <i>Loss causation</i> -perspectief is bepalend voor de schadevaststelling	462

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

6.3.3. Uitleg <i>loss causation</i> door Supreme Court in <i>Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo</i>	465
6.3.4. Openstaande vragen na <i>Dura</i> ; beantwoording in lagere rechtspraak	481
6.3.5. De zaak <i>Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.</i> uit 2011; is (bewijs van) <i>loss causation</i> een vereiste voor <i>class certification</i> ?	487
6.3.6. Rechtsvergelijking <i>loss causation</i>	492
6.4. <i>Damages</i>	493
6.4.1. Inleiding	493
6.4.2. De relevante schadebegrotingsmaatstaven	494
6.4.3. De PSLRA's <i>damages cap</i>	496
6.4.4. Rechtsvergelijking <i>damages</i>	501
6.4.4.1. Inleiding	501
6.4.4.2. Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het aanbieden van effecten onder een misleidend <i>registration statement</i> (Section 11 Securities Act)	501
6.4.4.3. Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act (Section 12(a)(1) Securities Act)	510
6.4.4.4. Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus (Section 12(a)(2) Securities Act)	511
6.4.4.5. Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen op grond van SEC-regel 10b-5	512
6.4.4.6. Vergoeding van gederfd rendement	515
7. Beantwoording van nog openstaande rechtsvragen vanwege eerder aangenomen vereenvoudigde feitencomplex	517
7.1. Inleiding	517
7.2. Inhoud misleidende informatie wijzigt over het tijdvak van de misleiding	518
7.2.1. Inleiding	518
7.2.2. Inhoud van de misleidende informatie wijzigt zodanig dat de koersinflatie toeneemt	522
7.2.3. Inhoud van de misleidende informatie wijzigt zodanig dat de koersinflatie afneemt	524

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

7.3.	Misleiding komt door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen stapsgewijs naar buiten	528
7.3.1.	Inleiding	528
7.3.2.	Omvang van de misleiding is groter dan aanvankelijk werd verwacht	530
7.3.3.	Omvang van de misleiding is kleiner dan aanvankelijk werd verwacht	533
7.4.	De corrigerende mededeling leidt tot een paniecreactie	539
7.4.1.	Inleiding	539
7.4.2.	Het verschijnsel van de ‘crash’	540
7.4.3.	Hoe wordt de schade vastgesteld en in welke mate komt deze voor vergoeding in aanmerking wanneer de corrigerende mededeling een paniecreactie tot gevolg heeft?	542
7.4.4.	Komt het extra koersverlies van de paniekverkopers voor vergoeding in aanmerking wanneer het beleggende publiek wordt misleid teneinde een negatief verrassingseffect te voorkomen?	549
7.5.	Corrigerende mededeling leidt tot extra koersdaling vanwege door de vennootschap in de toekomst in verband met de misleiding te maken kosten	553
7.5.1.	Inleiding	553
7.5.2.	Kwalificatievraag	554
7.5.3.	Komt het extra koersverlies voor vergoeding in aanmerking wanneer de vennootschap hiervoor aansprakelijk wordt gesteld?	556
7.5.4.	Komt het extra koersverlies voor vergoeding in aanmerking wanneer een bij de misleiding betrokken derde hiervoor aansprakelijk wordt gesteld?	562
7.5.5.	Conclusie	567
7.6.	Corrigerende mededeling leidt tot extra koersdaling vanwege verminderd vertrouwen in de kwaliteit en integriteit van het bestuur van de vennootschap	567
7.6.1.	Inleiding	567
7.6.2.	Komt het extra koersverlies voor vergoeding in aanmerking?	569
7.7.	Corrigerende mededeling leidt tot extra koersdaling vanwege gepercipieerd toegenomen beleggingsrisico	580
7.7.1.	Inleiding	580
7.7.2.	Ingeprijsde toename van het beleggingsrisico vanwege verwacht aftreden van capabele zittende bestuurders	581
7.7.3.	Ingeprijsde toename van het beleggingsrisico vanwege ingecalculerde additionele corrigerende mededelingen	585

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

7.8. De misleiding valt geheel of gedeeltelijk samen met een zeepbel(effect) in de koers	587
7.8.1. Inleiding	587
7.8.2. Zeepbel ontstaat tijdens het tijdvak van de misleiding	590
7.8.3. Zeepbel was reeds aanwezig toen de misleiding begon	593
7.8.4. Zeepbel was reeds aanwezig toen de misleiding begon, maar zou zonder de misleiding eerder uit elkaar zijn gespat	597
7.9. Het 'analyst-added premium'-effect	599
7.9.1. Inleiding	599
7.9.2. Twee verschillende scenario's	601
7.9.3. Kan de <i>analyst-added premium</i> aan de vennootschap worden toegerekend?	603
Deel V: Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten; het bewijsrechtelijk kader	605
8. Het bewijs van <i>reliance</i>, <i>loss causation</i> en <i>damages</i> naar Amerikaans recht en de financieel-economische en econometrische technieken die daarbij behulpzaam kunnen zijn	607
8.1. Inleiding	607
8.2. Bewijs van <i>reliance/transaction causation</i>	608
8.2.1. Inleiding	608
8.2.2. Bewijs van <i>reliance</i> bij misleiding door middel van het achterhouden van relevante informatie	608
8.2.3. Bewijs van <i>reliance</i> bij het geven van een misleidende voorstelling van zaken op de publieke effectenmarkt	611
8.3. Bewijs van marktefficiëntie	613
8.3.1. Inleiding	613
8.3.2. Hoe kan de mate van informatiele efficiëntie worden vastgesteld?	615
8.3.2.1. Inleiding	615
8.3.2.2. Cammer- en Krogman-factoren in de rechtspraak	617
8.3.2.3. Verfijning/uitwerking van het Cammer- en Krogman-raamwerk in de literatuur	626
8.3.2.4. Kritiek op het Cammer- en Krogman-raamwerk	638
8.3.3. Tendens in de lagere rechtspraak om de eisen die aan (het bewijs van) informatiele marktefficiëntie worden gesteld, aan te scherpen	645
8.3.3.1. Inleiding	645

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

8.3.3.2. De uitspraak van de First Circuit in de zaak In re Polymedica Securities Litigation	646
8.3.3.3. Het oordeel van de District Court na verwijzing	648
8.3.3.4. Commentaar in de literatuur	649
8.4. Bewijs van <i>loss causation</i> en <i>damages</i>	651
8.4.1. Inleiding	651
8.4.2. Bewijs van koersinvloed van de misleidende informatie; de <i>event study</i>	652
8.4.2.1. Inleiding	652
8.4.2.2. In beginsel wordt aangeknoopt bij het tijdstip waarop de misleiding bekend werd	654
8.4.2.3. <i>Event study</i> ; de methodologie	656
8.4.2.4. Complicaties bij het meten van de koersinvloed van de litigieuze informatie door middel van een <i>event study</i>	677
8.4.2.5. Corrigerende mededeling hoeft niet noodzakelijkerwijs te resulteren in een (zichtbare) koersreactie	692
8.4.3. Bewijs van omvang van de schade; <i>back casting</i>	697
8.4.3.1. Inleiding	697
8.4.3.2. Hoe werkt <i>back casting</i> ?	699
8.4.3.3. Nadelen van <i>back casting</i>	705
8.4.3.4. <i>Back casting</i> bij verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies; de allocatiemethode	708
8.4.4. Bewijs van omvang van de schade; <i>forward casting</i>	710
8.4.4.1. Inleiding	710
8.4.4.2. Hoe werkt <i>forward casting</i> ?	712
8.4.4.3. <i>Forward casting</i> bij verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies	717
8.4.4.4. Voor- en nadelen van <i>forward casting</i> ten opzichte van <i>back casting</i>	724
8.5. Bewijsrechtelijke complicaties bij een fundamenteel en/of informationeel inefficiënte markt	729
8.5.1. Inleiding	729
8.5.2. Complicaties bij een informationeel inefficiënte markt	730
8.5.3. Complicaties bij een fundamenteel inefficiënte markt	732
8.5.3.1. <i>Event study</i> leidt tot onbetrouwbare resultaten	732
8.5.3.2. Hoe kan fundamentele (in)efficiëntie worden getoetst?	735

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

8.5.3.3. Hoe kan de materialiteit en/of de koersinvloed van de litigieuze informatie worden bepaald bij (een fluctuerende mate van) fundamentele marktinefficiëntie?	742
8.5.3.4. Hoe kan de schade(vergoeding) van de benadeelde beleggers worden vastgesteld bij (een fluctuerende mate van) fundamentele marktinefficiëntie?	749
9. Het bewijs van causaal verband en koersschade naar Nederlands recht	757
9.1. Inleiding	757
9.2. Het bewijsrechtelijk kader in grote lijnen geschetst	758
9.2.1. Inleiding	758
9.2.2. Eerste feitelijke grondslag: zonder de misleiding zou het litigieuze aandeel ook zijn gekocht, maar dan tegen een gunstigere prijs	759
9.2.3. Tweede feitelijke grondslag: zonder de misleiding zou het litigieuze aandeel in het geheel niet zijn gekocht	761
9.2.4. Hoge Raad in World Online: ‘ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade gelden in beginsel de gewone bewijsregels’	765
9.3. Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing	767
9.3.1. Inleiding	767
9.3.2. Bewijslast van de eisende belegger	768
9.3.2.1. Bewijslast bij toepassing van (de hoofdregel van) art. 150 Rv	768
9.3.2.2. Het verlichten van de bewijslast	774
9.3.3. Het verlichten van de bewijslast door middel van toepassing van een feitelijk vermoeden	778
9.3.3.1. Inleiding	778
9.3.3.2. Het aannemen van een vermoeden op basis van een vastgestelde normschending; het World Online-arrest	778
9.3.3.3. Alternatieve oplossingen voor het construeren van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing	789
9.3.3.4. Het door de gedaagde weerleggen van het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing	801

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

9.3.4. Het verlichten van de bewijslast van de belegger via het (toepassing van het) leerstuk van proportionele aansprakelijkheid of het leerstuk van kansschade	808
9.3.5. Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing; rechtsvergelijking en conclusies	815
9.4. Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade, het bewijs van de omvang van de koersschade en de procespositie van de gedaagde	820
9.4.1. Inleiding	820
9.4.2. Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade c.q. het bewijs van het bestaan van (rechtens relevante) koersschade	822
9.4.2.1. Inleiding	822
9.4.2.2. De <i>event study</i>	824
9.4.2.3. De bewijswaardering van de door de beleggers ingebrachte <i>event study</i> en de procespositie van de gedaagde	828
9.4.2.4. De procespositie van de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de officiële corrigerende mededeling hebben aangehouden	835
9.4.2.5. De procespositie van de beleggers die hun aandelen reeds vóór de officiële corrigerende mededeling hebben verkocht	849
9.4.3. Het verlichten van de bewijslast van de belegger via toepassing van het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid of het leerstuk van het verlies van een kans	852
9.4.4. Het bewijs van de omvang van de koersschade	857
9.4.4.1. Inleiding	857
9.4.4.2. Het bewijs van de hypothetische koerslijn	858
9.4.4.3. Het overleggen van de individuele transactieoverzichten	872
9.4.4.4. Het bewijs van extra schadeposten	873
9.4.5. Het betwisten van de toerekenbaarheid van de koersschade en het betwisten van de (omvang van de) schadevergoeding	876
9.4.5.1. Inleiding	876

INHOUDSOPGAVE (UITGEBREID)

9.4.5.2. Het betwisten van de (omvang van de) rechtens toerekenbare schade op grond van art. 6:98 BW	877
9.4.5.3. Het betwisten van de (omvang van de) schadevergoeding op grond van voordeelsverrekening	880
Slot: bevindingen en conclusies	885
Registers	947
Aangehaalde literatuur	949
Jurisprudentie	999
Aangehaalde Europese wetgeving	1021
Aangehaalde AFM- en ESMA-documenten	1023
Curriculum Vitae	1025
Publicatielijst	1027

Inleiding: verantwoording en afbakening

1 Aanleiding en achtergrond van het onderzoek

1.1 *Belang en actualiteit van het onderzoek*

Beleggers in Europese beursvennootschappen proberen steeds vaker schade te verhalen die zij hebben geleden doordat zij direct of indirect zijn afgegaan op (beweerdelijk) misleidende informatie. Een bekend en recent voorbeeld zijn de aansprakelijkheidsclaims die aandeelhouders in Wirecard AG hebben ingesteld tegen onder meer de bestuurders en commissarissen van Wirecard en de accountant van Wirecard, EY, voor hun vermeende betrokkenheid bij de omvangrijke boekhoudfraude die in juni 2020 naar buiten kwam. Een bekend en relatief recent voorbeeld van Nederlandse bodem zijn de verschillende aansprakelijkheidsprocedures die aandeelhouders in Fortis hebben ingesteld tegen onder meer de vennootschap en haar voormalige bestuurders, omdat Fortis in de periode september 2007 tot oktober 2008 (beweerdelijk) misleidende mededelingen heeft gedaan over onder meer haar blootstelling aan bepaalde *subprime*-risico's en de solvabiliteits- en liquiditeitspositie ten tijde van de integratie van ABN AMRO in 2008.¹ Minder recente voorbeelden, maar zeker niet minder bekend, zijn de procedure

1. Zie onder meer de uitspraken HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, *JOR* 2017/8, m.nt. S.A.L. van de Sande en D. van Tilborg; *AA* 2016, afl. 11, p. 867-873, m.nt. D. Busch (Stichting FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden) en Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.). Zie bij het eerstgenoemde arrest ook mijn commentaar in *Ondernemingsrecht* 2017/89. En zie bij het laatstgenoemde vonnis ook het commentaar van B.J. de Jong in *Ondernemingsrecht* 2012/51. Zie in verband met het Fortis-dossier ook de beschikkingen van het Hof Amsterdam in het kader van de WCAM-procedure, waarin is verzocht de (collectieve) schikking die de betrokken partijen hebben getroffen algemeen verbindend te verklaren: Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257, *JOR* 2018/10, m.nt. J.S. Kortmann (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.); Hof Amsterdam 5 februari 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:368 (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.); Hof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, *JOR* 2018/246, m.nt. I.N. Tzankova (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.).

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

die aandeelhouders in World Online hebben ingesteld tegen onder meer de vennootschap en de begeleidende banken, vanwege de misleidende mededelingen die de vennootschap en de banken hadden gedaan in het kader van de beursgang van World Online,² de procedure die aandeelhouders in Koninklijke Ahold tegen onder meer de vennootschap hebben ingesteld vanwege grootscheepse fraude bij haar Amerikaanse dochter US Foodservices, waardoor de winstcijfers te gunstig waren voorgesteld en vanwege het (beweerdelijk) ten onrechte consolideren van bepaalde deelnemingen waarover Ahold in werkelijkheid geen controle had,³ en de procedure die aandeelhouders in Koninklijke Shell tegen de vennootschap hebben ingesteld, vanwege het te gunstig voorstellen van haar oliereserves.⁴ Informatie waarmee de werkelijkheid mooier wordt voorgesteld dan zij is, leidt tot kunstmatig hoge koersen van effecten. Als de werkelijkheid naar buiten komt, leidt dit tot scherpe koersdalingen. De beleggers die beleggingsbeslissingen hebben genomen op basis van de misleidende informatie, lijden daardoor schade. Aangezien beursvennootschappen honderdduizenden tot wel miljoenen aandeelhouders en houders van andere effecten hebben, leidt misleidende informatie tot schade bij grote groepen beleggers. In dat geval wordt ook wel gesproken van ‘massaschade’.

Een van de meeste complexe, maar daarmee zeker niet minst interessante, vragen die speelt in een door gedupeerde c.q. teleurstelde beleggers ingestelde aansprakelijkheidsprocedure wegens misleiding van het beleggende publiek, is die van het rechtens vereiste causaal verband tussen de (beweerdelijk) misleidende informatie en de ingetreden koersschade. De eerste gedachte die opkomt, is waarschijnlijk dat het aan de eisende beleggers is om aan te tonen dat zij tot aankoop van de effecten zijn overgegaan in vertrouwen op de mededelingen die – achteraf bezien –

-
2. Zie de arresten HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.) en Hof Amsterdam 7 oktober 2004, *JOR* 2004/329 (Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO Bank N.V.).
 3. Ook in de Ahold-zaak hebben de betrokken partijen een schikking getroffen. Zie hiervoor de Amerikaanse uitspraak *In re Royal Ahold N.V. Securities & Erisa Litigation*, 437 F.Supp.2d 467 (D.Md., 2006). Zie verder ook nog het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in een door een individuele belegger tegen Ahold en haar voormalige bestuurders ingestelde aansprakelijkheidsprocedure: Rb. Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, met commentaar E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls (X/Koninklijke Ahold N.V e.a.).
 4. Ook in de Shell-zaak hebben de betrokken partijen een (collectieve) schikking getroffen die vervolgens door het Hof Amsterdam algemeen verbindend is verklaard onder de WCAM, zie Hof Amsterdam 29 april 2009, *JOR* 2009/325, m.nt. A.F.J.A. Leijten (Shell Petroleum N.V. e.a./Dexia Bank Nederland N.V. e.a.). Zie ook het commentaar bij deze beschikking van B.J. de Jong in *Ondernemingsrecht* 2009/109.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

misleidend bleken te zijn. Voor individuele beleggers is dit bewijs moeilijk te leveren. Dit leidt tot een handhavingsleemte en draagt niet bij aan een wenselijke gedragsnormering van beursvennootschappen en haar functionarissen. Veel beleggers zijn bovendien niet rechtstreeks afgegaan op de misleidende mededelingen, maar op afgeleide informatie in analistenrapporten of de financiële media of op informatie van adviseurs. Is dat voldoende om het rechtens vereiste causaal verband aan te nemen? Tot slot zijn veel beleggers helemaal niet – hetzij direct, hetzij indirect – op de misleidende informatie afgegaan. Zij worden echter wel geconfronteerd met een koersdaling die niet zou zijn ingetreden als de misleiding niet zou hebben plaatsgevonden. Op welke wijze moet het causaal verband in deze gevallen worden geconstrueerd en aangetoond? Het afwijzen van aansprakelijkheid in deze gevallen maakt schade door misleidende mededelingen de facto onverhaalbaar en sanctionering van onwenselijk gedrag illusoir. In al deze gevallen speelt bovendien de vraag hoe praktisch moet worden omgegaan met het bewijs van causaal verband als grote groepen aandeelhouders massaschade proberen te verhalen. Het verlangen van individuele bewijsvoering in honderdduizenden zaken is een onbegaanbare weg. Deze dilemma's spelen op dit moment in lopende juridische procedures en zullen in de toekomst naar verwachting in toenemende mate spelen.

1.2 Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving

Wanneer een beursvennootschap misleidende informatie publiceert of relevante informatie achterhoudt waardoor een misleidend beeld wordt gecreëerd, kunnen beleggers hierdoor schade lijden. Zij nemen dan namelijk aan- en/of verkoopbeslissingen op basis van onvolledige en/of onjuiste informatie. Wat het geven van een misleidende voorstelling van zaken betreft, kunnen grosso modo drie (categorieën van) gevallen worden onderscheiden:

- 1) de vennootschap voldoet niet adequaat aan haar effectenrechtelijke informatieverplichtingen;
- 2) de informatie die de vennootschap uit hoofde van haar effectenrechtelijke informatieverplichtingen publiceert, is misleidend;
- 3) de informatie die de vennootschap onverplicht publiceert, is misleidend.

Een andere rubricering van de misleidingsgevallen is overigens denkbaar, als wordt onderscheiden naar de aard van het informatiedocument waarin de misleiding en/of het informatieverzuim is gelegen. Bij deze alternatieve rubricering kunnen grosso modo vier gevallen worden onderscheiden:

- 1) de vennootschap publiceert een misleidend prospectus;
- 2) de vennootschap publiceert misleidende financiële verslaggeving;

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

- 3) de vennootschap voldoet niet adequaat aan de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap;
- 4) de vennootschap publiceert misleidende ad hoc-berichten.

Ons recht kent verschillende grondslagen van buitencontractuele aansprakelijkheid waarop gedupeerde en/of teleurgestelde beleggers hun vordering tot schadevergoeding kunnen baseren. Hierbij kan natuurlijk in de eerste plaats worden gedacht aan de algemene onrechtmatige daad van art. 6:162 BW. Indien de vennootschap onrechtmatig handelt door een misleidende voorstelling van zaken te geven en dit onrechtmatig handelen haar kan worden toegerekend, is zij aansprakelijk voor de schade die de beleggers *dientengevolge* hebben geleden. Wel moet uiteraard tevens zijn voldaan aan het relativiteitsvereiste van art. 6:162 lid 1 BW en art. 6:163 BW. Dit vereiste houdt zoals bekend in dat de persoon of rechtspersoon die een rechtsnorm⁵ overtreedt en daardoor onrechtmatig handelt, alleen *dán* jegens de benadeelde is gehouden de door zijn of haar daad veroorzaakte schade te vergoeden, indien de overtreden norm de strekking heeft de benadeelde in het geschonden belang te beschermen.⁶

Bestaat het door de (aanstaande) beursvennootschap misleiden van het beleggende publiek specifiek uit het publiceren van een misleidend prospectus (of andere misleidende informatie buiten het prospectus om) in het kader van een beursgang en/of emissie, dan kunnen de eisende beleggers hun vordering tot schadevergoeding tevens baseren op de Wet oneerlijke handelspraktijken (afdeling 6.3.3A BW)⁷ (hierna: ‘OHP-regeling’) of de regeling voor misleidende en vergelijkende reclame (afdeling 6.3.4 BW).⁸ De eerstgenoemde regeling is van toepassing wanneer de eisende belegger een *particuliere* belegger is,⁹ de laatstgenoemde regeling is van toepassing wanneer hij of zij een *professionele* belegger is.¹⁰ Beide regelingen omvatten een wettelijke uitwerking voor een specifiek geval (of een specifieke groep van gevallen) van de reguliere onrechtmatige daad

-
5. Bewust spreek ik hier van een ‘rechtsnorm’, aangezien het kan gaan zowel om een wettelijke norm als een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm.
 6. Zie over het relativiteitsvereiste uitgebreid Asser/Sieburgh *6-IV* 2019/129 e.v.
 7. Zie over deze regeling de handboeken Asser/Sieburgh *6-IV* 2019/305-309 en 310-313; Verkade 2016 (Mon. BW 49a).
 8. Zie over deze regeling de handboeken Asser/Sieburgh *6-IV* 2019/305-309 en 314-332; Verkade 2019 (Mon. BW 49b).
 9. In de terminologie van de OHP-regeling is de eisende belegger een ‘consument’, zie de definitie van ‘consument’ in art. 6:193a lid 1, aanhef en onder a, BW.
 10. Op grond van art. 6:194 lid 1, aanhef, BW kan alleen de persoon of rechtspersoon ‘die handelt in de uitoefening van zijn bedrijf’ bescherming ontleen aan de regeling voor misleidende en vergelijkende reclame.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

(art. 6:162 BW) en vormen de basis voor het Nederlandse prospectusaansprakelijkheidsrecht.¹¹ De toegevoegde waarde van beide regelingen is gelegen in de dubbele bewijslastomkering van art. 6:193j BW respectievelijk art. 6:195 BW. Zowel op het punt van de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie (art. 6:193j lid 1 BW respectievelijk art. 6:195 lid 1 BW) als de toerekenbaarheid van het onrechtmatige handelen aan de handelaar die de litigieuze informatie heeft verstrekt respectievelijk de openbaarmaker van de litigieuze mededeling (art. 6:193j lid 2 BW respectievelijk art. 6:195 lid 2 BW), rusten de stelplicht en de bewijslast namelijk op de aangesproken handelaar respectievelijk openbaarmaker.

Het is van belang te benadrukken dat de aansprakelijkheid van de (aanstaande) beursvennootschap alleen op deze bijzondere regelingen kan worden gebaseerd, als de misleiding plaatsvindt in de context van een *beursgang en/of emissie*. Alleen in die context kan namelijk worden geacht een voldoende inhoudelijk en temporeel verband te bestaan tussen het publiceren van de misleidende informatie en het aanbieden van effecten zoals de relevante definities van de genoemde regelingen dat vereisen. Zo geldt voor de OHP-regeling dat alleen wanneer de (aanstaande) beursvennootschap misleidende informatie publiceert in het kader van het aanbieden van effecten aan het publiek, sprake is van een ‘handeling, omissie, gedraging [of] voorstelling van zaken (...) die rechtstreeks verband houdt met’ de verkoop of verkoopbevordering van effecten aan particuliere beleggers (in de terminologie van de OHP-regeling: consumenten) en daarmee van een handelspraktijk van deze vennootschap verricht jegens de consument in de zin van de OHP-regeling (zie art. 6:193a lid 1 BW voor de relevante definities).¹² En zo geldt voor de regeling voor misleidende en vergelijkende reclame op vergelijkbare wijze dat alleen wanneer de (aanstaande) beursvennootschap misleidende informatie publiceert in het kader van het aanbieden van effecten aan het publiek, gesproken kan worden van een mededeling die de vennootschap openbaar maakt omtrent effecten die door haar of door degene ten behoeve van wie zij handelt worden aangeboden in de zin van art. 6:194 lid 1 BW.¹³

11. Zie over het Nederlandse prospectusaansprakelijkheidsrecht zeer uitgebreid de prachtige dissertatie Franx 2017.

12. Zie hierover het arrest Hof Amsterdam 29 juli 2014 (r.o. 4.8.4), *JOR* 2014/300 (*Stichting FortisEffect/Staat der Nederlanden en Ageas*). En zie hierover in de literatuur Franx 2017, p. 282-286; Arons, Hijink & Pijls 2009, p. 953-957.

13. Zie hierover de uitspraken HR 7 november 1997 (r.o. 3.5), *NJ* 1998/268 (*Philips Electronics/VEB*); Hof Amsterdam 29 juli 2014 (r.o. 4.8.5), *JOR* 2014/300 (*Stichting FortisEffect/Staat der Nederlanden en Ageas*) en Rb. Utrecht 15 februari 2012 (r.o. 4.10), *JOR* 2012/243 (*Kortekaas/AGEAS*). En zie hierover in de literatuur Franx 2017, p. 282-286.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

Bestaat het door de beursvennootschap misleiden van het beleggende publiek echter specifiek uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, dan kunnen de eisende beleggers tevens hun toevlucht nemen tot art. 2:139/249 BW en/of art. 2:150/260 BW. Op grond van art. 2:139/249 BW zijn de *bestuurders* tegenover derden, waaronder te verstaan aandeelhouders (of certificaathouders), obligatiehouders en andere crediteuren, aansprakelijk, wanneer door de jaarrekening, het bestuursverslag of tussentijdse cijfers een misleidende voorstelling wordt gegeven van de toestand van de vennootschap.¹⁴ Alleen de bestuurder die bewijst dat dit niet aan hem te wijten is, is niet aansprakelijk. Deze systematiek van art. 2:139/249 BW brengt dus met zich dat de verwijtbaarheid van het handelen van de aangesproken bestuurders op voorhand wordt verondersteld aanwezig te zijn, als in rechte komt vast te staan dat de gewraakte financiële verslaggeving misleidend is en het is vervolgens aan die bestuurders om zich individueel te disculperen. Art. 2:150/260 BW bevat een vergelijkbare aansprakelijkheidsgrondslag voor *commissarissen*, met dien verstande dat commissarissen op grond van deze bepaling alleen aansprakelijk zijn voor een misleidende jaarrekening (en dus niet voor een misleidend bestuursverslag of misleidende tussentijdse cijfers).¹⁵ Evenals art 2:139/249 BW bevat ook art. 2:150/260 BW een disculpatiegrond, met dien verstande dat de commissaris die zich wil disculperen moet bewijzen dat de misleidende jaarrekening niet te wijten is aan een tekortkoming van hem of haar in het gehouden toezicht. Ook art. 2:139/249 en art. 2:150/260 BW kunnen worden beschouwd als een wettelijke uitwerking voor een specifiek geval van de reguliere onrechtmatige daad (art. 6:162 BW).¹⁶ Voor art. 2:139 BW heeft Dortmund in dit verband opgemerkt dat de zin van deze bepaling is, dat zij *buiten twijfel stelt* dat bestuurders tegenover derden aansprakelijk kunnen zijn voor het algemeen verkrijgbaar stellen van misleidende financiële verslaggeving.¹⁷ Zonder deze bepaling zou hier twijfel over kunnen bestaan. Betoogd zou kunnen worden dat de openbaarmaking van financiële verslaggeving tegenover derden heeft te gelden als een vennootschappelijk handelen en dat hiervoor slechts de vennootschap aansprakelijk

14. Zie over deze aansprakelijkheidsgrondslag uitgebreid Van Bekkum 2020. Zie hierover ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/470; Van der Heijden/Dortmond 2013/262; Assink/Slagter 2013/51.15; Beckman 2012, § 7; Strik 2010, p. 147-171; Van Ginneken 2006, p. 152-157.

15. Zie over deze aansprakelijkheidsgrondslag eveneens Van Bekkum 2020. Zie hierover ook Asser/Maeijer & Kroeze 2-I 2021/573; Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/516; Van der Heijden/Dortmond 2013/300; Assink/Slagter 2013/52.9; Beckman 2012, § 7; Van Ginneken 2006, p. 152-157; Bras 2006, p. 73-86.

16. Vgl. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/470.

17. Van der Heijden/Dortmond 2013, nr. 262.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

kan worden gesteld en niet haar bestuurders, aldus Dortmund.¹⁸ Bij deze redenering heb ik in ander verband al een keer twee kanttekeningen geplaatst, dus die zal ik hier niet herhalen.¹⁹

Bij het aannemen van aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten speelt de causaliteitsvraag een belangrijke rol: er dient een causaal verband te bestaan tussen (het publiceren van) de misleidende informatie en de schade die door de belegger wordt geleden. In de heersende doctrine worden voor het juridisch causaal verband achtereenvolgens twee stappen onderscheiden: eerst *condicio sine qua non* (hierna: 'csqn') en daarna toerekening.²⁰ Het csqn-vereiste houdt in dat voor het aannemen van het causaal verband ten minste is vereist dat een csqn-verband bestaat tussen enerzijds de beweerdelijk geleden schade en anderzijds de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid wordt gebaseerd: zonder de litigieuze gebeurtenis zou de geleden schade niet zijn ingetreden. Is voor een bepaalde schadeveroorzakende gebeurtenis en/of een bepaalde schadepost aan het csqn-verband voldaan, dan vindt vervolgens een normatieve, op het recht toegesneden toetsing plaats op grond van art. 6:98 BW.²¹ Deze toets houdt in dat voor vergoeding slechts in aanmerking komt schade die in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid van de schuldenaar berust, dat zij hem, mede gezien de aard van de aansprakelijkheid en de schade, als een gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend. Voor het csqn-verband rust volgens de hoofdregel van art. 150 Rv de bewijslast op de benadeelde. Bij het toerekeningsverband is daarentegen de aansprakelijke persoon of rechtspersoon als eerste aan zet om te beargumenteren dat de schade in een zodanig ver verwijderd verband staat tot de aansprakelijkheid vestigende gebeurtenis, dat zijn aansprakelijkheid op de voet van art. 6:98 BW moet worden beperkt.²²

Bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten is het volgens de hoofdregel van art. 150 Rv dus in beginsel aan de eisende belegger om het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleidende informatie en de door hem gestelde koersschade te stellen en – bij betwisting – te bewijzen.²³ Ook is het volgens deze hoofdregel in beginsel aan de belegger om het bestaan en de omvang van de door hem geleden koersschade te stellen en – bij betwisting – te bewijzen.²⁴ Wel is de rechter

18. Van der Heijden/Dortmond 2013, nr. 262.

19. Zie Pijls 2020, § 2.2.

20. Zie § 1.3.1 met verdere literatuurverwijzingen.

21. Zie § 1.3.1 met verdere literatuurverwijzingen.

22. Zie § 1.3.1 en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur.

23. Zie hierover uitgebreid § 9.2-§ 9.4.2.

24. Zie hierover uitgebreid § 9.4.2 en § 9.4.4

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

op grond van art. 6:97 BW bevoegd de schade te begroten op de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld.²⁵

1.3 *De Nederlandse rechtspraak over het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving*

Al in 1931 heeft de Hoge Raad zich uitgelaten over de invulling van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. In de bekende Aeilkema-Veenkoloniale Bank-zaak²⁶ had belegger Aeilkema pandbrieven gekocht tegen een koers van 100%, terwijl zij in werkelijkheid niets waard bleken te zijn. De Hoge Raad oordeelde – kort gezegd – dat de door Aeilkema geleden schade (in juridische zin) is veroorzaakt door het verspreiden van misleidende jaarstukken door de (functionarissen van de) bank en niet door de eigen aankoopbeslissing van Aeilkema. Voor de (functionarissen van de) bank was namelijk te voorzien dat de misleidende jaarstukken de koers van de pandbrieven omhoog zouden stuwten en dat de kopers van de pandbrieven hierdoor schade zouden lijden (de Hoge Raad acht dit het ‘redelijkerwijs te verwachten gevolg’ van de misleiding). Dat Aeilkema bij de aankoop van de pandstukken slechts op de zuiverheid van de koers heeft vertrouwd en van de misleidende jaarstukken in het geheel geen kennis heeft genomen, staat niet aan het aannemen van causaal verband in de weg, aldus – geparafraseerd – het oordeel van de Hoge Raad.

Voor *prospectusaansprakelijkheid* lijkt sinds het World Online-arrest deze benadering echter te zijn achterhaald.²⁷ Uit het Word Online-arrest volgt namelijk dat bij *prospectusaansprakelijkheid* voor het aannemen van causaal verband altijd is vereist dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel (direct of indirect) op het misleidende prospectus is afgegaan en daardoor (direct of indirect) is misleid. Dus niet alleen wanneer de belegger aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van het misleidende prospectus het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, maar ook wanneer hij hieraan ten grondslag legt dat hij ook zonder het misleidende prospectus het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, moet zijn beleggingsbeslis-

25. Zie over de bevoegdheid van de rechter om de schade te schatten nader § 1.2.2 en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur.

26. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.). Zie over dit arrest uitgebreid § 5.4.4.2.

27. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.). Zie over dit arrest uitgebreid § 5.4.4.4.

sing daadwerkelijk door het misleidende prospectus zijn beïnvloed. Overigens hoeft deze beïnvloeding niet op directe wijze te hebben plaatsgevonden in de zin dat de belegger zelf (door eigen kennisneming) op het misleidende prospectus is afgegaan. Ook wanneer de belegger *indirect* op het misleidende prospectus is afgegaan, doordat hij bijvoorbeeld is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door het misleidende prospectus in het leven zijn geroepen, lijkt dat voldoende te zijn voor het aannemen van het rechtens vereiste causaal verband.

Of de regel uit het World Online-arrest dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleidende informatie moet zijn beïnvloed ook geldt in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, is vooralsnog onduidelijk.²⁸ Wanneer echter geen duidelijke regels ten grondslag liggen aan het construeren van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving, loert het gevaar van inconsistentie en rechtsonzekerheid. Uit deze inconsistentie en rechtsonzekerheid kunnen weer andere problemen en risico's voortvloeien. Ten eerste maakt het de uitkomst van juridische procedures onzeker; eisende beleggers en aangesproken personen of rechtspersonen kunnen *ex ante* niet inschatten hoe de rechter met de causaliteits zal omgaan. Naast de rechtsonzekerheid die dit oproept, bestaat het risico dat de rechtsontwikkeling wordt belemmerd. Daarnaast wordt de preventieve werking die van het aansprakelijkheidsrecht uitgaat, verzwakt. Doordat de rechters niet eenduidig oordelen, kunnen beursvennootschappen en hun functionarissen hun gedrag niet afstemmen op hetgeen beoogd wordt met de aansprakelijkheidsnormen. Ook kan de onzekerheid leiden tot een toename van het aantal schikkingen: aangesproken beursvennootschappen en hun functionarissen verkiezen de zekere uitkomst van een schikking boven de onzekere uitkomst van een rechtszaak. Hierdoor kan het gebeuren dat deze personen of rechtspersonen voor een hoog bedrag schikken, terwijl de rechter geen of een veel lager bedrag aan schadevergoeding toegekend zou hebben, of andersom, dat deze personen of rechtspersonen voor een laag bedrag schikken, terwijl de rechter een veel hoger bedrag toegekend zou hebben.

1.4 De Amerikaanse rechtspraak over het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving

De vraag of sprake is van causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger (zou de belegger zonder de misleidende informatie hebben beslist het

28. Zie hierover mijn analyse in § 5.4.5-§ 5.4.6.

effect niet – of althans niet tegen de huidige prijs – te kopen?) wordt in het Amerikaanse recht gesteld in het kader van de *reliance*-eis. Of voor aansprakelijkheid op grond van het Amerikaanse federale effectenrecht aan *reliance* moet zijn voldaan, hangt af van de grondslag van aansprakelijkheid. Bij aansprakelijkheid op grond van de Securities Act (heel kort gezegd gaat het dan om *prospectusaansprakelijkheid*) is in beginsel geen *reliance* vereist.²⁹ Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 (de aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen) is daarentegen wel *reliance* vereist. De bewijslast dat aan deze *reliance*-eis is voldaan, rust in beginsel op de eisende belegger. In de rechtspraak is echter een theorie ontwikkeld waarmee in geval van misleiding bij publiek verhandelde effecten deze *reliance* indirect kan worden aangetoond: de zogenoemde ‘fraud-on-the-market’-theorie. Deze theorie is in 1988 door de Supreme Court aanvaard in de zaak *Basic v. Levinson*.³⁰ Kort gezegd houdt de theorie in dat wanneer sprake is van een ‘material misrepresentation’ op een efficiënte markt, ten gunste van de belegger die op dat moment aandelen heeft gekocht in beginsel een weerlegbaar vermoeden van *reliance* wordt aangenomen.³¹ Intuïtief is de *fraud-on-the-market*-theorie goed te begrijpen. Zij is gebaseerd op de volgende logische drieslag (‘syllogism’):³² (a) de belegger koopt of verkoopt zijn aandeel in vertrouwen op de integriteit van de beurskoers; (b) alle publiekelijk beschikbare informatie, waaronder de misleidende informatie, is in de beurskoers verwerkt; en daarom geldt dat (c) de belegger bij de aan- of verkoop van zijn aandelen vertrouwt op de misleidende informatie. Hoewel de *fraud-on-the-market*-theorie dus intuïtief goed te begrijpen is, gaat er juridisch gezien een aantal complicaties achter schuil die door het intuïtieve begrip gemakkelijk worden verhuld. Deze complicaties zal ik in § 6.2.3.2 *sub a* uitgebreid bespreken. Verder zal ik in § 6.2.4 en § 9.3.5 uitgebreide rechtsvergelijkende beschouwingen aan de theorie wijden.

1.5 *Naar een Nederlandse causaliteitsleer bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving*

Het voorgaande doet de vraag rijzen hoe in het Nederlandse recht zou moeten worden omgegaan met het causaliteitsvereiste bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Een belangrijke rechtsvergelijkende vraag binnen dit onderzoek is daarom of het wenselijk is om de

29. Zie § 3.4.3.3 respectievelijk § 3.4.4.1 en § 6.2.2.

30. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

31. Zie over de theorie uitgebreid § 6.2.3.2.

32. Zie § 6.2.3.2 *sub a* en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur.

Amerikaanse *fraud on the market*-theorie in het Nederlandse rechtssysteem in te passen.³³ Dit zou bijvoorbeeld kunnen leiden tot meer uniformiteit en het zou de rechter meer houvast kunnen bieden bij het beantwoorden van de causaliteitsvraag. Het zou bovendien voor de beursvennootschap die informatie openbaar maakt, haar functionarissen, haar adviseurs en het beleggende publiek op voorhand meer duidelijkheid kunnen verschaffen over hun positie in een aansprakelijkheidsprocedure. Aan de introductie van een andere benadering van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving kunnen echter ook nadelen kleven. Het biedt bijvoorbeeld minder mogelijkheden om in aansprakelijkheidsprocedures het causaliteitsvereiste te gebruiken als middel om de uitdijende reikwijdte van het aansprakelijkheidsrecht in te dammen.

Bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving op grond van het Amerikaanse federale effectenrecht op grondslag van SEC-regel 10b-5 moet naast het vereiste van *reliance/transaction causation* tevens zijn voldaan aan het vereiste van *loss causation*. *Loss causation* heeft betrekking op het causaal verband tussen (het publiceren van) de misleidende informatie en het door de belegger gevorderde vermogensverlies of anders gezegd: op het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger gestelde beleggingsschade. Gezegd zou kunnen worden dat de *loss causation*-eis in beginsel twee betekenissen heeft of anders gezegd: twee functies vervult (die overigens in elkaars verlengde liggen).³⁴ In de eerste plaats vervult *loss causation* een functie die vergelijkbaar is met die van het toerekeningsverband in het Nederlandse recht. Slechts de schade die *rechtens* in voldoende causaal verband staat met de misleiding, komt voor vergoeding in aanmerking. In de tweede plaats wordt aan de hand van *loss causation* bepaald wanneer beleggingsschade (bestaande uit betaalde koersinflatie of ander beleggingsverlies) kan worden aangemerkt als *rechtens relevante* schade. Pas als de factoren waarop de misleiding betrekking had er daadwerkelijk voor hebben gezorgd dat de effecten in waarde zijn gedaald, is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation* en kan men (in zoverre) spreken van *rechtens relevante* schade. Een andere belangrijke rechtsvergelijkende vraag binnen dit onderzoek is wat wij in het Nederlandse recht van het Amerikaanse recht zouden kunnen leren op het punt van *loss causation*.³⁵

33. Zie § 6.2.4 en § 9.3.5.

34. Zie § 6.3.2-§ 6.3.3.

35. Zie § 6.3.2-§ 6.3.6.

2 Doel van het onderzoek en onderzoeksvragen

Het overkoepelende doel van het onderzoek is het geven van een diepgravende analyse van de materieelrechtelijke en bewijsrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Hierbij staan de volgende onderzoeksvragen centraal:

- 1) Wat is de invloed van informatie op de koers van beursgenoteerde effecten en op welke wijze wordt (nieuwe) informatie in de koers verwerkt?
- 2) Hoe is de civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek geregeld onder het Amerikaanse federale effectenrecht, wat zijn de belangrijkste grondslagen van aansprakelijkheid en welke vereisten gelden voor de verschillende grondslagen?
- 3) Een aandelenkoers die als gevolg van misleidende informatie is geïnflateerd, zal op een zeker moment weer terugkeren naar haar oorspronkelijke zuivere niveau. Welke scenario's zijn precies te onderscheiden voor de wijze waarop deze inflatie uit de koers kan lopen?
- 4) Is bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving voor het aannemen van causaal verband steeds vereist – dus ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed?
- 5) Welke peildatum moet bij de schadevaststelling tot uitgangspunt worden genomen, welke schadebegrotingsmaatstaf moet worden gehanteerd en wat is het ontstaansmoment van de schade?
- 6) Komt, en zo ja, in welke omvang, schade die voortvloeit uit het zich ten kwade realiseren van algemene beleggingsrisico's voor vergoeding in aanmerking? Komt, en zo ja, in welke omvang, koerswinst die de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging zou hebben behaald voor vergoeding in aanmerking?
- 7) Hoe wordt de schade vastgesteld en in welke mate kan deze aan de vennootschap worden toegerekend, als de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert (en dientengevolge de koersinflatie) omdat externe factoren daarop inwerken?
- 8) In hoeverre kan de schade van de belegger aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer aan de misleiding externe (macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke) factoren ervoor zorgen dat de koers van het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding

per saldo *toeneemt*³⁶ (of althans, *niet afneemt*)? Het bijzondere van dit scenario is dat de belegger – ondanks de misleiding – in absolute zin geen koersverlies lijdt.

- 9) Welke rol speelt het eigenschuldleerstuk bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving?
- 10) Op welke wijze kunnen bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving op grond van het Amerikaanse federale effectenrecht het causaal verband en (de omvang van) de koersschade worden bewezen en welke financieel-economische en econometrische methoden en technieken kunnen daarbij behulpzaam zijn?
- 11) Hoe ziet het bewijs van het causaal verband en (de omvang van) de koersschade eruit bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving op grond van Nederlands recht?

3 Afbakening van het onderzoek

Voor het vervolg van het onderzoek wil ik een aantal kwesties afbakenen. In de eerste plaats richt ik mij in dit onderzoek op misleiding van het beleggende publiek door *beursvennootschappen* en laat ik de misleiding van het beleggende publiek door *niet-beursvennootschappen* buiten beschouwing. In de Europese context versta ik onder een *beursvennootschap* de vennootschap waarvan aandelen (of certificaten van aandelen) of obligaties zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit.³⁷ Het buiten beschouwing laten van misleiding door *niet-beursvennootschappen* betekent bijvoorbeeld dat ik in deze studie geen aandacht besteed aan het leerstuk van prospectus-aansprakelijkheid zoals dat aan de orde kan zijn, wanneer een *niet-beursgenoteerde* uitgevende instelling in het kader van een emissie een misleidend prospectus publiceert (een situatie die in de praktijk nogal eens voorkomt).

In de tweede plaats richt ik mij in dit onderzoek op (de aansprakelijkheid wegens) misleiding van het beleggende publiek door de vennootschap en laat ik (de aansprakelijkheid wegens) misleiding van het beleggende publiek door derden in beginsel buiten beschouwing. Die derden kunnen willekeurige buitenstaanders zijn die zich schuldig maken aan misleiding (denk bijvoorbeeld aan een belegger die via een digitaal beleggersforum

36. Zie voor de uitleg van de term ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo toenemen’ respectievelijk ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo afnemen’ § 5.3.6.

37. Voor de definitie van de begrippen ‘gereguleerde markt’ en ‘multilaterale handelsfaciliteit’ verwijs ik naar art. 1:1 Wft.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

misleidende berichten verspreidt), maar kunnen ook bij de (misleiding door de) vennootschap betrokken derden zijn zoals bestuurders en commissarissen van de vennootschap of adviseurs van de vennootschap (denk bijvoorbeeld aan de banken die een beursgang en/of emissie begeleiden of de accountant die de financiële verslaggeving controleert).

In het verlengde van het tweede punt staat in dit onderzoek centraal de misleiding (door een beursvennootschap) van *beleggers* en dientengevolge door beleggers geleden *koersschade*. Ook andere partijen die in enige relatie tot de vennootschap staan, kunnen uiteraard door de misleidende berichtgeving op het verkeerde been worden gezet (denk bijvoorbeeld aan leveranciers van de vennootschap die op een misleidende jaarrekening afgaan of banken die leningen bij de vennootschap hebben uitstaan en op een misleidende jaarrekening afgaan), maar de misleiding van deze andere partijen blijft in dit onderzoek buiten beschouwing. Onder *koersschade*, een begrip dat naar mijn weten is gemunt door De Jong, wordt verstaan schade die samenhangt met de koersontwikkeling van de effecten die door een beursvennootschap zijn uitgegeven³⁸ (zie ook het zesde punt van afbakening over de schadeposten die in dit onderzoek centraal staan).

In de vierde plaats richt ik mij in dit onderzoek op de *buitencontractuele* aansprakelijkheid van de vennootschap, meer specifiek op de aansprakelijkheid van de vennootschap jegens beleggers op grond van onrechtmatige daad of een wettelijke uitwerking daarvan, zoals de OHP-regeling (afdeling 6.3.3a BW) of de misleidende reclame regeling (afdeling 6.3.4 BW). De aansprakelijkheid van de vennootschap uit hoofde van een *contract*, die met name aan de orde kan zijn wanneer de vennootschap in het kader van een beursgang en/of emissie een misleidend prospectus publiceert (in dat geval kan onder omstandigheden namelijk een contractuele band worden geconstrueerd tussen de belegger en de vennootschap), laat ik dus buiten beschouwing.³⁹ De belangrijkste contractuele remedies die de belegger bij een misleidend prospectus ten dienste staan, zijn schadevergoeding vanwege een toerekenbare tekortkoming in de nakoming (art. 6:74 BW), ontbinding vanwege een tekortkoming in de nakoming (art. 6:265 BW), vernietiging op grond van dwaling (art. 6:228 BW), vernietiging op grond van bedrog (art. 3:44 BW), vernietiging op grond van de regeling oneerlijke handelspraktijken (art. 6:193j lid 3 BW) en de verschillende remedies waaruit de belegger kan kiezen bij non-conformiteit ten opzichte van het prospectus (art. 7:21 en art. 7:22 BW).

38. De Jong 2010.

39. Zie hierover uitgebreid Franx 2017, p. 413-453.

Wat de aansprakelijkheid van de vennootschap op grond van onrechtmatige daad betreft, spitst mijn analyse zich toe op de elementen causaal verband en schade en besteed ik in beginsel geen aandacht aan de elementen onrechtmatigheid en toerekenbaarheid.⁴⁰ Ik neem in dit onderzoek dus tot uitgangspunt dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken geeft en uit dien hoofde onrechtmatig handelt jegens (een deel van) het beleggende publiek en dit onrechtmatig handelen haar kan worden toegerekend in de zin van art. 6:162 lid 3 BW.⁴¹ Bij afwezigheid van een in rechte vastgestelde toerekenbare normschending zijn de causaliteits- en schadevraag in beginsel namelijk (nog) niet aan de orde. Ook aan het relativiteitsvereiste van art. 6:162 lid 1 BW en art. 6:163 BW besteed ik – met uitzondering van enkele argumentatielijnen in hoofdstuk 7 – geen afzonderlijke aandacht, al moet hierbij wel meteen worden aangetekend dat de relativiteitseis van art. 6:163 BW – zoals bekend – enig overlap vertoont met het toerekeningsverband van art. 6:98 BW.⁴² Bij beide vereisten speelt namelijk het beschermingsbereik c.q. de strekking van de geschonden norm een belangrijke rol. Aan deze strekking van de geschonden norm besteed ik in dit onderzoek wel aandacht, maar dan in het kader van het toerekeningsverband van art. 6:98 BW.

Verder is de schadepost die in dit onderzoek centraal staat door beleggers geleden *koersschade*, die zich weer laat onderverdelen in geleden *koersverlies* en gederfde *koerswinst*.⁴³ Andere mogelijke (in de praktijk voorkomende) schadeposten zoals transactiekosten (provisies), fiscale voor- en nadelen, ontvangen of misgelopen dividenden en proceskosten laat ik buiten beschouwing. Het zijn namelijk de schadeposten geleden koersverlies en gederfde koerswinst die in verreweg de meeste gevallen door beleggers worden gevorderd en waarover derhalve ook het vaakst wordt geprocedeerd en het zijn ook deze schadeposten die tot de meest interessante en complexe vragen aanleiding geven. Verder zal ik in

40. Zie over de vereisten onrechtmatigheid en toerekenbaarheid bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving De Jong 2010, p. 16-34 respectievelijk p. 34-37. En zie over deze vereisten bij het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid Franx 2017, p. 157-192 respectievelijk p. 203-222.

41. Bij prospectusaansprakelijkheid gaat het om de toerekening van het onrechtmatig handelen in de zin van art. 6:193j lid 2 BW (aansprakelijkheid jegens de *particuliere* belegger) respectievelijk art. 6:195 lid 2 BW (aansprakelijkheid jegens de *professionele* belegger).

42. Zie over het relativiteitsvereiste bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving De Jong 2010, p. 61-71. En zie over dit vereiste bij het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid Franx 2017, p. 193-201.

43. Ik verwijs in dit verband ook naar de afbakening van schadecategorieën en schadeposten zoals ik die aanbreng in § 1.2.2.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

hoofdstuk 5 nog enige aandacht besteden aan de schade die wordt geleden als gevolg van vertraging in de voldoening van een geldsom, welke schade in de regel wordt vergoed in de vorm van wettelijke rente (aldus art. 6:119 BW).⁴⁴

Bovendien ga ik in dit onderzoek uit van het scenario waarin de vennootschap een misleidende *positieve* voorstelling van zaken geeft en laat ik het scenario van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken in beginsel buiten beschouwing. De door de misleiding benadeelde beleggers die in dit onderzoek centraal staan, zijn dus in beginsel de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding effecten (tegen een kunstmatig *hoge* koers) *kopen* en in beginsel dus *niet* de beleggers die effecten (tegen een kunstmatig *lage* koers) *verkopen* als sprake is van *negatieve* misleidende informatie. Ik acht het gerechtvaardigd om mij tot het eerstgenoemde scenario te beperken, omdat de analyse van het causaal verband en de (omvang van de) schade bij een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken niet noemenswaardig verschilt van de analyse bij een misleidende *positieve* voorstelling van zaken.⁴⁵ Daarnaast zal het scenario van een misleidende *positieve* voorstelling van zaken zich in de praktijk het vaakst voordoen, aangezien de vennootschap en haar bestuurders doorgaans eerder geneigd zijn een benarde financiële situatie of negatieve ontwikkeling te rooskleurig voor te stellen, dan dat zij geneigd zijn een gezonde financiële situatie of positieve ontwikkeling te pessimistisch voor te stellen.⁴⁶

44. Zie § 5.5.2.1 en § 5.5.3.1.

45. Voor de verfijningen die bij een misleidende *negatieve* voorstelling en de *verkoop* van aandelen tegen een kunstmatig *lage* koers in de analyse moeten worden aangebracht verwijs ik naar De Jong 2010, p. 148-153 en De Jong 2010, p. 206-213.

46. Zie in dit verband ook Booth 2005, p. 6. Hoewel het scenario van een misleidende *positieve* voorstelling van zaken zich in de praktijk het vaakst zal voordoen, heeft in het verleden wel een aantal zaken gespeeld waarin de vennootschap zich (beweerdelijk) schuldig had gemaakt aan het geven van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken. In deze zaken ging het steeds om het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap in verband met lopende fusie- en overnamebesprekingen. Ik wijs in dit verband onder meer op de zaken Vedior, Numico, Super de Boer en Ziggo. In de twee eerstgenoemde zaken zijn schikkingen getroffen, waarbij de Vedior-schikking algemeen verbindend is verklaard onder de WCAM, zie Hof Amsterdam 15 juli 2009, *JOR* 2009/325, m.nt. A.C.W. Pijls en zie ook het commentaar van B.J. de Jong in *Ondernemingsrecht* 2009/162. Zie over deze schikkingen uitgebreid De Jong 2009 p. 259-263. Zie voor de Super de Boer-zaak de arresten Hof Amsterdam 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488, *JOR* 2015/70 (Super de Boer/VEB), m.nt. G.T.J. Hoff en Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, *JOR* 2015/71, m.nt. G.T.J. Hoff (Stichting Procedure SdB/VEB). En zie voor de Ziggo-zaak het vonnis Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.).

Verder besteed ik in dit onderzoek geen aandacht aan de procespositie van de beleggers die op het moment waarop de misleiding begon reeds aandeelhouder waren (de zogenoemde ‘zittende aandeelhouders’) en die schadevergoeding vorderen op grond van de stelling dat zij bij afwezigheid van de misleiding hun aandelen eerder zouden hebben verkocht, zodat hun dan koersverlies bespaard zou zijn gebleven. Ik acht het namelijk niet erg waarschijnlijk dat de zittende aandeelhouders voor schadevergoeding in aanmerking komen.⁴⁷ Dit standpunt heb ik eerder toegelicht en verdedigd in een publicatie die ik in 2013 schreef samen met De Jong.⁴⁸

Tot slot ga ik in dit onderzoek niet in op de procespositie van zogenoemde ‘short sellers’ die door misleidende beursberichtgeving stellen te zijn benadeeld.⁴⁹ Hierbij benadruk ik dat de analyse van het causaal verband en de (omvang van de) schade bij misleiding van *short sellers* niet exact gelijk is aan de analyse van misleiding van ‘gewone’ beleggers (lees: niet-*short sellers*) en dat de analyse voor *short sellers* nadere verfijningen behoeft. Deze verfijningen zijn echter al uitstekend in kaart gebracht door De Jong, dus ik verwijs graag naar hem.⁵⁰

4 Onderzoeksmethode

Het onderzoek vindt plaats aan de hand van het bestuderen van juridische, financieel-economische en econometrische literatuur en het bestuderen van rechtspraak. Een rechtsvergelijkende opzet is hierbij van groot belang, waarbij deze rechtsvergelijking primair dient als inspira-

47. Zie over de procespositie van zittende aandeelhouders in de rechtspraak Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257, *JOR* 2018/10, m.nt. J.S. Kortmann (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.), r.o. 8.8 en r.o. 10.10 (tussenbeschikking in de WCAM-procedure van Fortis-schikking); Hof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, *JOR* 2018/246, m.nt. I.N. Tzankova (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.), r.o. 5.27-5.29 en r.o. 5.33 (eindbeschikking in de WCAM-procedure van de Fortis-schikking). Zie hierover in de Amerikaanse rechtspraak onder meer de uitspraken Citigroup Inc., et al. v. AHW Investment Partnership, et al., 140 A.3d 1125 (Del. 2016); *Sherman v. Bear Stearns Companies, Inc.*, 2016 WL 4098385, at *16-17 (S.D.N.Y. July 25, 2016).

48. Zie De Jong & Pijs 2013. Zie over de procespositie van zittende aandeelhouders ook Van Andel & Rutten 2008; Rutten 2012. Zie hierover in de Amerikaanse literatuur McDermott 2017; Demanovich 2014; Taylor 2011.

49. Voor een nadere uitleg van het fenomeen *short selling* verwijs ik naar § 2.2.4 en § 2.3.3.

50. De Jong 2010, p. 131-136, p. 141-142, p. 150-161, p. 176, p. 184-185 en p. 209-210. Zie voor de verschillende scenario’s waarin *short sellers* koersschade kunnen lijden ook Smith 2005, p. 1044-1057.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

tiebron voor oplossingen voor causaliteits- en schadevraagstukken naar Nederlands recht. Het stelsel dat zich in het kader van dit onderzoek bij uitstek voor rechtsvergelijking leent, is het Amerikaanse federale effectenrecht en wel om de volgende vier redenen (die overigens met elkaar samenhangen).

- (i) Het leerstuk van aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten heeft in de Verenigde Staten al ruim zeventig jaar rechtsontwikkeling doorgemaakt en daarbij is in de rechtspraak en literatuur veel aandacht uitgegaan zowel naar de materieelrechtelijke als procesrechtelijke (waaronder ik mede schaar de bewijsrechtelijke) aspecten van het causaal verband en de schade. Dat in de Verenigde Staten het leerstuk zich al zo ver heeft (door)ontwikkeld, hangt uiteraard grotendeels samen met het feit dat het daar al sinds jaar en dag mogelijk is schadevergoeding te vorderen voor een collectief van benadeelden door middel van een zogenoemde ‘class action’.
- (ii) In de Amerikaanse rechtspraak is de *fraud-on-the-market*-theorie ontwikkeld waarmee het bewijs van *reliance* (het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing van de belegger) op indirecte wijze kan worden aangetoond. Het is vanwege deze *fraud-on-the-market*-theorie dat de civielrechtelijke handhaving van (de schending van) effectenrechtelijke informatieverplichtingen kan plaatsvinden via *securities fraud class actions*.
- (iii) In de Amerikaanse literatuur en rechtspraak is veel meer aandacht voor de betekenis van financieel-economische en econometrische inzichten en concepten bij het vaststellen van het causaal verband en de (omvang van de) koersschade.
- (iv) In de Verenigde Staten worden door benadeelde beleggers veel meer procedures ingesteld, waardoor veel meer rechtspraak beschikbaar is. Het grotere aantal procedures is enerzijds terug te voeren op het feit dat de Verenigde Staten een veel grotere kapitaalmarkt heeft, waardoor – vanwege de wet van de grote aantallen – misleiding van het beleggende publiek veel vaker komt en anderzijds op het feit dat *securities fraud class actions* daar al heel lang wettelijk worden gefaciliteerd.

Bij de in § 2 geformuleerde onderzoeksvragen spelen ook allerlei financieel-economische en econometrische vraagstukken. De *fraud on the market*-theorie is mede gebaseerd op de zogenoemde ‘Efficiënte Markt-hypothese’. Het is de vraag of deze hypothese heden ten dage nog onverkort opgaat en wat precies de betekenis ervan is voor het Nederlandse recht. Het bestuderen van de financieel-economische en econometrische literatuur vormt daarom een belangrijk onderdeel van deze

studie.⁵¹ De financieel-economische en econometrische concepten die in deze hoofdstukken worden besproken en geanalyseerd en de financieel-economische en econometrische inzichten die hierin worden ontwikkeld, leveren belangrijke bouwstenen op voor de juridische oplossingen die worden gekozen in Deel IV en Deel V van het boek.⁵²

5 Plan van behandeling

Dit boek bestaat uit vijf delen en negen hoofdstukken. In Deel I, bestaande uit hoofdstuk 1, geef ik eerst een algemene introductie tot de leerstukken causaal verband en schade(vergoeding) bij aansprakelijkheid op grond van Nederlands recht. Hierbij komen zowel materieelrechtelijke als bewijsrechtelijke aspecten aan bod.

Deel II, bestaande uit hoofdstuk 2, bevat een financieel-economisch intermezzo en daarin bestudeer ik de rol van informatie op effectenmarkten. In het bijzonder ga ik in op de invloed van informatie op de koers van beursgenoteerde effecten en de wijze waarop deze invloed tot stand komt.

In Deel III, bestaande uit hoofdstuk 3, geef ik een introductie tot het Amerikaanse federale effectenrecht, waarbij ik in het bijzonder inga op de civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek. In dit verband bespreek ik onder meer de belangrijkste aansprakelijkheidsgrondslagen van het Amerikaanse federale effectenrecht en de bij die grondslagen behorende aansprakelijkheidsvereisten.

Deel IV, bestaande uit de hoofdstukken 4 tot en met 7, bevat de materieelrechtelijke analyse van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. In hoofdstuk 4 bespreek ik eerst welke scenario's zijn te onderscheiden voor het uit de koers lopen van door misleiding veroorzaakte koersinflatie. In hoofdstuk 5 ga ik vervolgens uitgebreid in op de materieelrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid naar *Nederlands recht*. In hoofdstuk 6 bestudeer ik daarna de materieelrechtelijke aspecten van *reliance*, *loss causation* en *damages* bij aansprakelijkheid op grond van het *Amerikaanse federale effectenrecht*. Hierbij zal ik deze aansprakelijkheidsvereisten in afzonderlijke paragrafen analyseren, waarna ik elke paragraaf afsluit met een rechtsvergelijkende analyse met het Nederlandse recht.

51. Zie met name hoofdstuk 2 en hoofdstuk 8.

52. Dit geldt met name voor hoofdstuk 9 en in mindere mate voor de hoofdstukken 5, 6 en 7.

INLEIDING: VERANTWOORDING EN AFBAKENING

Hoofdstuk 7 bevat tot slot het vervolg van de analyse in hoofdstuk 5. In hoofdstuk 5 ga ik namelijk uit van een sterk vereenvoudigd feitencomplex van misleiding, waardoor de analyse van de materieelrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade enigszins wordt vereenvoudigd.⁵³ In hoofdstuk 7 laat ik zien hoe deze analyse eruitziet wanneer niet langer aan (de aannames van) dit vereenvoudigde feitencomplex wordt vastgehouden. Mijn aanpak daarbij zal zijn om de aannames uit hoofdstuk 5 één voor één los te laten en vervolgens de daaruit voortvloeiende causaliteits- en schade (toerekenings)vragen één voor één te analyseren en te beantwoorden. Daarbij zal ik mede gebruik maken van inzichten uit de Amerikaanse literatuur.

In Deel V, bestaande uit hoofdstuk 8 en hoofdstuk 9, bespreek ik tot slot uitgebreid de bewijsrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Hiertoe behandel ik in hoofdstuk 8 eerst het bewijs van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid op grond van het *Amerikaanse federale effectenrecht*. In dit verband zal ik onder meer uitvoerig ingaan op de financieel-economische en econometrische methoden en technieken die in de Amerikaanse *securities fraud class actions* praktijk voor dit bewijs (plegen te) worden gebruikt. In hoofdstuk 9 bespreek ik daarna het bewijs van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid naar *Nederlands recht*. Bij de theorievorming voor het Nederlandse recht zullen de inzichten uit het Amerikaanse recht een belangrijke inspiratiebron vormen.

Het boek wordt afgesloten met een slotbeschouwing waarin ik de belangrijkste bevindingen en conclusies bespreek.

53. Zie § 5.2.

Deel I: Causaal verband en schade naar
Nederlands recht

Hoofdstuk 1. Een introductie tot de leerstukken causaal verband en schade(vergoeding)

1.1 Inleiding

Deze studie begin ik met een algemene introductie tot de leerstukken causaal verband en schade(vergoeding). Hierbij komen zowel materieel-rechtelijke als bewijsrechtelijke aspecten aan bod. Dit hoofdstuk is uitdrukkelijk niet bedoeld als innovatieve studie naar de aansprakelijkheidsvereisten causaal verband en schade waarin stelling wordt genomen tegen heersende doctrine en/of waarin bestaande opvattingen ter discussie worden gesteld. Het hoofdstuk is veeleer bedoeld als algemeen theoretisch kader waarop in het vervolg van het onderzoek zal worden voortgebouwd en waarop met name in Deel IV en Deel V vaak zal worden teruggegrepen. Verder is dit hoofdstuk in beginsel vanuit een algemeen perspectief geschreven en is het *niet* specifiek toegespitst op het leerstuk van *aansprakelijkheid voor misleidende informatie*. Wel zal ik in dit hoofdstuk vanuit de algemene analyse steeds de terugkoppeling maken naar het kernthema van het boek.

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. In § 1.2 geef ik eerst een algemene introductie tot het schadevraagstuk. Achtereenvolgens komen aan bod het schadebegrip in het algemeen (§ 1.2.1), het vaststellen, begroten en het schatten van de schade (§ 1.2.2) en de uitwisselbaarheid van perspectief die soms wordt gezien tussen enerzijds het schadevraagstuk en anderzijds de causaliteitsvraag (§ 1.2.3). Daarna volgt in § 1.3 een algemene beschouwing over de leer van het causaal verband. Hiertoe bespreek ik eerst de voor het juridisch causaal verband te onderscheiden stappen *condicio sine qua non* en toerekening (§ 1.3.1), vervolgens vraag ik aandacht voor het feit dat de feitelijke grondslag die de eiser zijn vordering tot schadevergoeding geeft bepalend is voor het perspectief dat bij het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen (§ 1.3.2) en tot slot volgt een algemene introductie tot het toerekeningsverband (§ 1.3.3). Vervolgens staat in § 1.4 het bewijs van causaal verband centraal. Ik bespreek in dat verband eerst een aantal procesrechtelijke (in de zin van bewijsrechtelijke) en materieelrechtelijke

HOOFDSTUK 1

oplossingen die in de praktijk worden toegepast om de bewijslast van de benadeelde te verlichten (§ 1.4.2 respectievelijk § 1.4.3), daarna behandel ik drie arresten van de Hoge Raad op het terrein van beleggingsschade, waarin hij belangrijke overwegingen heeft gewijd aan het bewijs van causaal verband (§ 1.4.4).

1.2 Schade

1.2.1 *Het schadebegrip*

De invulling van het schadebegrip is door de wetgever grotendeels aan de doctrine en de rechtspraak overgelaten.¹ De wetgever heeft het schadebegrip niet in de wet gedefinieerd en ook in de parlementaire stukken is een definitie niet te vinden. In de literatuur is vooral discussie over de vraag of schade nu een zuiver feitelijk begrip is, dan wel een normatief begrip.² De aanhangers van een feitelijk begrip leggen de nadruk op de feitelijke gevolgen van een bepaalde schadeveroorzakende gebeurtenis.³ De aanhangers van een normatief begrip gaan ervan uit dat de inhoud van het schadebegrip voornamelijk door normering en interpretatie wordt bepaald.⁴ Naar het oordeel van Lindenbergh lopen de gevolgen van de verschillende opvattingen (feitelijk of normatief) in de praktijk niet ver uiteen.⁵ Waar het volgens hem in essentie om gaat, is dat men zich ervan bewust is dat een vertaalslag moet worden gemaakt van de feiten naar het recht en dat het schadebegrip zich daarmee op het *snijvlak* van feiten en recht begeeft.⁶ Voor het vervolg van het onderzoek zal ik de

-
1. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 31; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:95 BW, aant. 2.1.
 2. Zie over deze discussie Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 13; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 32. Zie in dit verband ook Bloembergen 1965, nr. 16-19.
 3. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 32.
 4. Vgl. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 32. Zie ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 13.
 5. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 32.
 6. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 32. Volgens Lindenbergh vertoont het schadebegrip in zoverre feitelijke trekken, dat het veelal gaat om gevolgen van een feitelijke beschadiging, om kosten van herstel of om vermindering van het vermogen op een andere wijze. Het begrip vertoont volgens hem normatieve trekken doordat de vraag wat schade inhoudt vrijwel steeds in het juridische kader van de vraag naar een recht op vergoeding aan de orde komt. Zie in dit verband ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 14. Sieburgh spreekt van een begrip van ‘gemengd feitelijk-juridische aard’.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

volgens de ‘neutrale’ definitie van het schadebegrip als uitgangspunt nemen:

Schade is het feitelijke nadeel dat uit een bepaalde gebeurtenis voortvloeit.

Hoewel het schadebegrip in de wet zelf dus niet wordt gedefinieerd, worden in art. 6:95 e.v. BW wel een aantal schadetypen en schadeposten genoemd die op grond van de wet voor vergoeding in aanmerking komen.⁷ Ten eerste is in art. 6:95 lid 1 BW bepaald dat schade die op grond van een wettelijke verplichting tot schadevergoeding moet worden vergoed, bestaat in *vermogensschade* en *ander nadeel* (dit laatste voor zover de wet op vergoeding hiervan recht geeft).⁸ Vervolgens worden in art. 6:96 BW enkele schadeposten genoemd die *als vermogensschade* voor vergoeding in aanmerking komen: geleden verlies en gederfde winst (lid 1), redelijke kosten ter voorkoming of beperking van schade (lid 2 sub a), redelijke kosten ter vaststelling van schade en aansprakelijkheid (lid 2 sub b) en redelijke kosten ter verkrijging van voldoening buiten rechte (lid 2 sub c). De belangrijkste gevallen waarin de wet een recht op vergoeding van immateriële schade kent, zijn opgenomen in art. 6:106 BW en verder bevatten de art. 6:107 BW, 6:107a BW en 6:108 BW bijzondere bepalingen inzake schade van derden bij letsel en overlijden.

Het begrip vermogensschade wordt – afgezien van de in art. 6:96 BW genoemde schadeposten – in de wet niet nader uitgewerkt.⁹ Volgens Lindenbergh gaat het bij (de vergoeding van) vermogensschade steeds om de vraag op welke wijze het feitelijke nadeel dat een benadeelde als gevolg van een schadetoebrengende gebeurtenis ondervindt, aan het vermogen kan worden gerelateerd.¹⁰ Ook wordt in dit verband wel gesproken van schade die het vermogen ‘raakt’ of van ‘op geld waardeerbare schade’.¹¹ In de doctrine wordt aangenomen dat het bij het vermogensbegrip niet primair gaat om het vermogen in juridische zin, maar veeleer om het vermogen in feitelijk-economische zin.¹² Het omschrijven van vermogensschade als ‘op geld waardeerbare schade’, vormt hier dan een logisch uitvloeisel van.¹³

7. Zie hierover uitgebreider Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 19 en nr. 31.

8. Zie over het tweesporig schadebegrip waar de wetgever in art. 6:95 lid 1 BW voor heeft gekozen Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 31-33 en 40.

9. Zie over vermogensschade uitgebreid *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:96 BW.

10. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 41.

11. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 41. Zie ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 139.

12. Zie reeds Bloembergen 1965, nr. 17. Zie in dit verband ook punt 2.7 van de conclusie van A-G J.B.M.M. Wuisman, ECLI:NL:PHR:2013:BY8096, bij HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8096 (Sepeba B.V./X B.V.).

13. Vgl. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 41.

HOOFDSTUK 1

Ook het begrip ‘ander nadeel’ wordt in de wet niet omschreven. Het begrip wordt slechts afgezet tegen vermogensschade.¹⁴ In de gevallen waarin door de wetgever een recht op vergoeding van ander nadeel dan vermogensschade is aangenomen, gaat het steeds om persoonsschade die – om met Lindenbergh te spreken – ‘zich uit in de gevoelswereld’.¹⁵ Deze schade wordt dan ook wel aangeduid als niet-vermogensschade, niet-economische schade, ideële schade, immateriële schade en onstoffelijke schade.¹⁶ De vergoeding ervan wordt aangeduid met de term ‘smartengeld’.

Vermogensschade omvat zoals ik al opmerkte geleden verlies en gederfde winst (art. 6:96 lid 1 BW). Het onderscheid tussen beide schadetypen zou aldus kunnen worden omschreven, dat het bij geleden verlies gaat om vermindering van vermogen dat men had en bij gederfde winst om het niet verkrijgen van een vermogensvermeerdering die bij afwezigheid van de litigieuze gebeurtenis wel zou zijn verkregen.¹⁷ Hoewel het genoemde onderscheid in principe bij iedere vorm van aansprakelijkheid kan worden gemaakt, worden er door de wet verder geen gevolgen aan verbonden.¹⁸ Wel kan het onderscheid eventueel van belang zijn voor andere leerstukken zoals de schadetoerekening ex art. 6:98 BW en de matiging ex art. 6:109, aangezien de aard van de schade voor beide leerstukken een relevant gezichtspunt vormt (zie voor de redelijke toerekening § 1.3.3.3 hierna).

Het onderscheid tussen geleden verlies en gederfde winst valt niet samen met het onderscheid tussen negatief en positief belang.¹⁹ Het laatstgenoemde onderscheid pleegt vooral te worden gehanteerd in het kader van schadevergoeding wegens een tekortkoming in de nakoming van een verbintenis. Onder vergoeding van het positief belang wordt dan verstaan dat de benadeelde in de vermogenspositie wordt gebracht alsof de verbintenis behoorlijk was nagekomen.²⁰ Heeft de schuldeiser als gevolg van de niet-nakoming winst gederfd (wat meestal het geval is), dan moet deze dus in beginsel worden vergoed. Bij vergoeding van het negatief belang wordt echter alleen die schade vergoed die de benadeelde onafhankelijk van de totstandkoming en nakoming van de verbintenis heeft

14. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 42. Zie over (vergoeding van) ander nadeel verder uitgebreid Lindenbergh 1998; Verheij 2002.

15. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 42.

16. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 139; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 42.

17. Aldus Bloembergen 1965, nr. 20.

18. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 44; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:96 BW, aant. 8.1.

19. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 26; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 44. Zie over het onderscheid tussen positief en negatief belang verder uitgebreid *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:96 BW, aant. 10.1.2.1.

20. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 26; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 44.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

geleden.²¹ Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin een overeenkomst wordt vernietigd en de schuldenaar uit dien hoofde aansprakelijk is uit onrechtmatige daad.²² In dat geval heeft de schuldeiser meestal alleen verlies geleden, maar het is ook niet uitgesloten dat hij tevens winst heeft gederfd. Bij de laatstgenoemde winstderving gaat het dan niet om de winst die is gederfd als gevolg van het niet-nakomen van de litigieuze overeenkomst, maar om de winst die met een alternatieve lucratieve overeenkomst – in de hypothetische situatie zonder normschending – zou zijn behaald.²³

Een ander onderscheid dat nog van belang kan zijn en dat zowel in de literatuur als de rechtspraak vaak wordt gemaakt, is het onderscheid tussen persoonsschade, zaakschade en zuivere vermogensschade.²⁴ Persoonsschade is de schade die het gevolg is van de aantasting van de menselijke persoon, bijvoorbeeld in de vorm van lichamelijk letsel of overlijden. Onder zaakschade wordt verstaan de schade die het gevolg is van de beschadiging of vernietiging of het verloren gaan van een zaak. Een zuivere vermogensschade is de vermogensschade die niet is zaakschade of persoonsschade. Zoals Sieburgh terecht opmerkt, zijn de grenzen tussen de drie schadetypen niet altijd even scherp te trekken.²⁵ Het onderscheid tussen de drie schadetypen kan onder meer van belang zijn voor de schadetoerekening op de voet van art. 6:98 BW.²⁶ Zo pleegt te worden aangenomen dat persoonsschade eerder dient te worden toegerekend dan zaakschade en zaakschade op haar beurt eerder dient te worden toegerekend dan zuivere vermogensschade (zie ook § 1.3.3.3 hierna).

Een ander schadetype dat ik hier nog wil noemen, betreft de zogenoemde ‘kansschade’. Bij (de vergoeding van) kansschade gaat het om een bijzondere interpretatie van het schadebegrip: de kans dat zonder de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis een bepaald nadeel zou zijn uitgebleven, dan wel een bepaald voordeel zou zijn behaald, wordt beschouwd als *rechtens relevante* en tevens *rechtens vergoedbare* schade.²⁷ (Vergoeding van) kansschade speelt met name op het terrein van de

21. Idem.

22. Zie Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 26.

23. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 26.; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:96 BW, aant. 10.1.2.1.

24. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 27; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 45; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:95 BW, aant. 2.4.

25. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 27.

26. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 27 en 66; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 45; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 41.

27. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-80a; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 34; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 67.

HOOFDSTUK 1

aansprakelijkheid van beroepsbeoefenaren (artsen, advocaten, notarissen, etc.) en moet op het grensgebied van het schadebegrip en het (bewijs van het) causaal verband worden gesitueerd.²⁸ In § 1.4.3 kom ik nader over het leerstuk van kansschade te spreken.

Voor het vervolg van het onderzoek wil ik een aantal zaken afbakenen. In de eerste plaats zal ik mij in dit onderzoek beperken tot de schadecategorie vermogensschade. Ander nadeel dan vermogensschade laat ik buiten beschouwing, omdat niet goed is voor te stellen hoe in beleggingschadezaken aan de eisen die de wet aan de vergoeding van immateriële schade stelt, wordt voldaan.²⁹ Ook de schadeposten die in de literatuur op het grensgebied van vermogensschade en ander nadeel (plegen te) worden gesitueerd, zoals uitgaven die hun doel missen of kosten ter voorkoming of beperking van immateriële schade, blijven om deze reden buiten beschouwing.³⁰ Voor de schadecategorie vermogensschade zal ik mij in dit onderzoek vervolgens beperken tot de subcategorie *zuivere* vermogensschade en ik zal verder geen aandacht besteden aan persoonschade of zaakschade. Ook de laatstgenoemde schadetypen spelen in de beleggingspraktijk namelijk geen rol. Verder zal binnen de schadecategorie *zuivere* vermogensschade de analyse zich voornamelijk toespitsen op de schadeposten *geleden koersverlies* en *gederfde koerswinst* en zullen andere mogelijke (in de praktijk voorkomende) schadeposten zoals transactiekosten (provisies), fiscale voor- en nadelen, ontvangen of misgelopen dividenden en/of proceskosten buiten beschouwing blijven (zie ook het zesde punt van afbakening zoals genoemd in § 3 van de Inleiding van dit boek). Het zijn namelijk de twee eerstgenoemde schadeposten die in verreweg de meeste gevallen door beleggers worden gevorderd en waarover derhalve ook het vaakst wordt geprocedeerd en het zijn ook deze schadeposten die tot de vaakst interessante en complexe vragen aanleiding geven. Wel zal ik in hoofdstuk 5 nog enige aandacht besteden aan de schade die wordt geleden als gevolg van vertraging in de voldoening van een geldsom, welke schade in de regel wordt vergoed in de vorm van wettelijke rente (aldus art. 6:119 BW).³¹ Wat het genoemde onderscheid betreft tussen (vergoeding van) het positief en negatief

28. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 14 en nr. 76; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 34.

29. Zie in dit verband ook Du Perron & Van Luyn 2004, p. 276; De Jong 2010, p. 38. Een voorbeeld van een beleggingsschadezaak waarin vergoeding van immateriële schade werd afgewezen, is de uitspraak Rb. Rotterdam 18 januari 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BV1977 (X en Y/Deloitte Belastingadviseurs B.V.), r.o. 2.23.

30. Zie over deze grensgevallen Lindenbergh 1998, p. 84 e.v.; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 43; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:95 BW, aant. 4.3.

31. Zie § 5.5.2.1 en § 5.5.3.1.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

belang teken ik nog aan dat dit onderscheid voor het onderhavige onderzoek beperkte relevantie heeft (de aansprakelijkheid die in dit onderzoek centraal staat is namelijk de aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad (of een species daarvan)) en dat het in hoofdstuk 5 slechts zijdelings aan bod zal komen.

1.2.2 *Schadevaststelling, schadebegroting en schatting*

Bij het vaststellen van de (omvang van de) te vergoeden schade staat als beginsel voorop, dat de benadeelde zoveel mogelijk in de toestand dient te worden gebracht waarin hij zou hebben verkeerd indien de schadeveroorzakende gebeurtenis achterwege was gebleven.³² Dit heeft in de eerste plaats betekenis voor het schadebegrip.³³ Het impliceert namelijk dat bij het vaststellen van de schade twee situaties – men zou ook kunnen zeggen: twee vermogensposities – met elkaar moeten worden vergeleken: enerzijds de feitelijke vermogenspositie van de benadeelde zoals die is nadat de schadeveroorzakende gebeurtenis heeft plaatsgevonden, anderzijds de hypothetische vermogenspositie van de benadeelde zoals die zou zijn geweest wanneer deze gebeurtenis achterwege zou zijn gebleven.³⁴ Door vervolgens het verschil te nemen tussen beide vermogensposities, verkrijgt men het bedrag van de feitelijk geleden schade. Bij het voorgaande is nog van belang dat de feitelijke en de hypothetische situatie niet op een willekeurig tijdstip met elkaar worden vergeleken, maar op een zorgvuldig gekozen tijdstip, ook wel genoemd ‘peildatum’.³⁵ De keuze van de peildatum is daarmee mede bepalend voor (de omvang van) het vast te stellen schadebedrag. In hoofdstuk 5 zal ik ingaan op de vraag wat de juiste (of wellicht beter gezegd: wenselijke) peildatumkeuze is voor het vaststellen van de koersschade in misleidingszaken.³⁶

32. Zie hierover Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 31; Lindenberg 2020 (Mon. BW B34), nr. 10-11; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 5.

33. Lindenberg 2020 (Mon. BW B34), nr. 10.

34. Zie onder meer HR 18 januari 2002, *NJ* 2002/168 (Interplant/Oldenburger), r.o. 3.3; HR 28 maart 2003, *NJ* 2003/389 (V./Branderhorst), r.o. 3.3; HR 11 januari 2013, *NJ* 2013/48 (VOF Gebr. Griffioen e.a./De Groot), r.o. 3.5; en zie in het kader van beleggingsschade HR 3 februari 2012, *JOR* 2012/116, m.nt. S.B. van Baalen (Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht U.A./X), r.o. 3.9.1-3.9.2. Zie over de methode van vermogensvergelijking ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 31; Lindenberg 2020 (Mon. BW B34), nr. 10; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 5. Zie ook reeds Bloembergen 1965, nr. 12-14.

35. Zie over het belang van de (te kiezen) peildatum bij de schadevaststelling uitgebreid en kraakhelder het preadvies Hebly & Lindenberg 2016.

36. Zie § 5.5.2.2 *sub a* en § 5.5.3.1 *sub a*.

HOOFDSTUK 1

De verplichting om de benadeelde zoveel mogelijk in de toestand te brengen waarin hij zou hebben verkeerd als de schadeveroorzakende gebeurtenis achterwege was gebleven, brengt daarnaast met zich dat de benadeelde in beginsel aanspraak kan maken op *volledige* vergoeding van de *werkelijk door hem geleden* schade (in de literatuur wordt in dit verband ook wel gesproken van het ‘beginsel van volledige vergoeding’).³⁷ Dit betekent onder meer dat bij het vaststellen van de rechtens vergoedbare schade in principe geen rekening wordt gehouden met aan de schade vreemde elementen, zoals de financiële draagkracht van partijen of de beschikbaarheid van een verzekering bij (één van) de partijen.³⁸ Hoewel het beginsel van volledige vergoeding niet als zodanig in de wet wordt geëxpliciteerd, kan het wel uit (het stelsel van) de wet worden afgeleid. Het gaat daarbij zowel om bepalingen die de grondslag van de verplichting tot schadevergoeding bevatten, als om bepalingen uit afdeling 6.1.10 BW.³⁹

Algemeen is aanvaard dat de rechter bij het vaststellen (en begroten) van de schade de nodige vrijheid heeft.⁴⁰ Deze vrijheid vindt haar grondslag in art. 6:97 BW, waarin is bepaald dat de rechter de schade begroot op de wijze die het meest met de aard ervan in overeenstemming is. Kan de omvang van de schade niet worden vastgesteld, dan wordt zij geschat, aldus vervolgt art. 6:97 BW. Hierbij moet worden aangetekend dat art. 6:97 BW de rechter niet alleen een grote mate van vrijheid geeft bij het vaststellen van de hoogte van de schade, maar ook bij de voorafgaande vragen *of* de schade nauwkeurig kan worden vastgesteld en welke maatstaven bij het vaststellen van de schade moeten worden gehanteerd.⁴¹ In dit verband wordt in de doctrine ook wel aangenomen dat de rechter bij het vaststellen van de schade in zoverre niet gebonden is aan de gewone regels van stelplicht en bewijslast.⁴² Verder brengt de rech-

37. Zie Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 32; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 11; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 5.

38. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 32.

39. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 11.

40. Zie over deze rechterlijke vrijheid Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 34; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 6; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:97 BW, aant. 3 en 19. Zie hierover in de rechtspraak HR 24 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:484 (Hanzevast Beleggingen B.V. e.a./Ontwikkelingsmaatschappij G4 Beheer B.V.), r.o. 3.4.2.

41. Aldus Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 34. In gelijke zin Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 6.

42. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 34; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 6; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:97 BW, aant. 3 en 19. Zie verder onder meer ook de arresten HR 18 april 1986, *NJ* 1986/567, m.nt. W.C.L. van der Grinten; HR 15 november 1996, *NJ* 1998/314, m.nt. F.W. Grosheide; HR 13 december 1996, *NJ* 1997/682, m.nt. J. de Boer; HR 16 oktober 1998, *NJ* 1999/196, m.nt. A.R. Bloembergen; HR 27 juni 2008, *NJ* 2008/476.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

terlijke vrijheid van art. 6:97 BW volgens vaste rechtspraak mee dat voor toewijzing van een vordering tot schadevergoeding in beginsel voldoende is dat feiten worden gesteld en komen vast te staan waaruit in het algemeen het geleden zijn van schade kan worden afgeleid.⁴³ De rechter mag dan, mede in aanmerking genomen de aard van de schade, zonder nader bewijs aannemelijk achten dat ook in het te beoordelen geval schade is geleden en de omvang hiervan vervolgens schatten.⁴⁴ Dit betekent onder meer dat de rechter niet gehouden is een partij toe te laten tot een bewijsaanbod met betrekking tot de omvang van de schade en evenmin gehouden is uitdrukkelijk te beslissen omtrent een daarop betrekking hebbend bewijsaanbod.⁴⁵

Het is van belang te benadrukken dat de (in de doctrine veronderstelde) regel dat de rechter bij het vaststellen van de schade niet gebonden is aan de gewone regels van stelplicht en bewijslast er niet aan afdoet, dat de rechter – indien hem dat geraden voorkomt – deze regels uiteraard wel ‘gewoon’ mag toepassen en hier in de praktijk meestal ook aansluiting bij pleegt te zoeken.^{46, 47} Ook doet deze (veronderstelde) regel er niet aan af, dat het in beginsel aan de benadeelde is om te stellen en zo nodig te bewijzen dat hij als gevolg van de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis schade heeft geleden, en dat de benadeelde (de omvang van) zijn vordering tot schadevergoeding zo goed mogelijk met feiten dient te staven.⁴⁸ In het arrest X tegen Axa van 5 juni 2009, waarin een slachtoffer van een verkeersongeval arbeidsongeschikt was geraakt en hij vergoeding vorderde van de door hem geleden arbeidsvermogensschade, oordeelde de Hoge Raad in dit verband als volgt:⁴⁹

‘Die bepaling [art. 6:97 BW, *ACWP*] geeft de rechter weliswaar de vrijheid om bij de begroting van de schade van de gewone regels van stelplicht en bewijslast af te wijken, maar belet hem geenszins bij een geschil over feiten

43. HR 28 juni 1991, *NJ* 1991/746; HR 15 november 1996, *NJ* 1998/314, m.nt. F.W. Grosheide.

44. *Idem*.

45. HR 25 april 1958, *NJ* 1958/417, m.nt. J.H. Beekhuis; HR 3 februari 1961, *NJ* 1961/361, m.nt. L.E.H. Rutten; HR 27 juni 2008, *NJ* 2008/476.

46. Vgl. Asser 2004, nr. 180; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 6.

47. Ik wijs in dit verband op het betoog van Akkermans & De Groot 2007, p. 506. Deze auteurs stellen zich op het standpunt dat het juister is om als uitgangspunt te nemen dat de wettelijke regels van stelplicht en bewijslast bij de schadevaststelling wél gewoon van toepassing zijn. Zie in dit verband ook Dijkshoorn & Lindenbergh 2010, p. 539-540.

48. Aldus Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 6.

49. HR 5 juni 2009, *NJ* 2009/257 (X/Axa), r.o. 3.3.2. Zie in dit verband ook het een half jaar later gewezen arrest HR 27 november 2009, *NJ* 2009/598 (Peetom/AFM), r.o. 3.3-3.4.

HOOFDSTUK 1

die in het debat over de schadeomvang worden gesteld en die hij relevant acht voor de schadebegroting, de gewone regels van stelplicht en bewijslast toe te passen.’

En in het bekende World Online-arrest oordeelde de Hoge Raad over het bewijs van (het bestaan en de omvang van de) schade bij prospectusaansprakelijkheid als volgt:⁵⁰

‘Opmerking verdient ten slotte dat ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade (...) in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden, waarbij de rechter ingevolge art. 6:97 BW bevoegd is de schade te begroten op de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is, of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld.’⁵¹

Een ander uitvloeisel van de rechterlijke vrijheid ex art. 6:97 BW is dat (volgens vaste rechtspraak geldt dat) de wijze van schadebegroting sterk met de feiten is verweven en deze in zoverre in cassatie niet op juistheid kan worden getoetst.⁵² Aan de motivering van de schadebegroting worden dan ook geen strenge eisen gesteld.⁵³

In de praktijk komt het nogal eens voor dat de omvang van de schade niet nauwkeurig kan worden vastgesteld. Zoals ik al opmerkte, heeft de rechter op grond van art. 6:97 BW (tweede volzin) in dat geval de

50. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3. In § 9.2.4 kom ik nader of deze overweging te spreken.

51. In het arrest TenneT/ABB oordeelde de Hoge Raad – onder verwijzing naar deze rechtsoverweging 4.11.3 uit het World Online-arrest – dat de bevoegdheid die de rechter ingevolge art. 6:97 BW heeft om de schade te begroten op de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld, ‘voldoende ruimte [biedt] om (...) niet alleen de stelplicht, maar ook de bewijslast ten aanzien van de aan het doorberekenningsverweer ten grondslag gelegde feiten bij de aansprakelijke partij te leggen’, aldus HR 8 juli 2016, *ECLI:NL:HR:2016:1483* (TenneT TSO B.V. e.a./ABB B.V. e.a.), r.o. 4.4.4. Hoewel deze overweging lijkt te zijn toegespitst op het in *kartelschadezaken* door de aansprakelijke partij (meestal) gevoerde *doorberekenningsverweer*, vermoed ik dat zij in toekomstige rechtspraak een breder toepassingsbereik zal krijgen.

52. *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:97 BW, aant. 16 en 19.

53. Zie onder meer de arresten HR 18 april 1986, *NJ* 1986/567, m.nt. W.C.L van der Grinten; HR 15 november 1996, *NJ* 1998/314, m.nt. F.W. Grosheide; HR 13 december 1996, *NJ* 1997/682, m.nt. J. de Boer; HR 16 oktober 1998, *NJ* 1999/196, m.nt. A.R. Bloembergen; HR 28 mei 1999, *NJ* 1999/564, m.nt. A.R. Bloembergen (Gemeente Losser/De Vries e.a.); HR 17 november 2000, *NJ* 2000/215, m.nt. A.R. Bloembergen; HR 29 maart 2002, *NJ* 2002/270; HR 19 december 2003, *NJ* 2004/348; HR 27 juni 2008, *NJ* 2008/476. Zie echter ook HR 25 oktober 2002, *NJ* 2003/171, m.nt. M. Scheltema.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

mogelijkheid de omvang van de schade te schatten.⁵⁴ Hoewel deze bevoegdheid van de rechter om de schade te schatten in voorkomende gevallen de schadebegroting aanzienlijk kan vergemakkelijken, mag zij uiteraard geen afbreuk doen aan het beginsel dat de werkelijk geleden schade volledig dient te worden vergoed.⁵⁵ Ook vrijwaart deze bevoegdheid niet tegen een toetsing in cassatie van de maatstaven die de rechter bij het vaststellen van de schade(vergoeding) hanteert.⁵⁶ Bovendien geldt ook voor een schatting uiteraard het grondbeginsel van een behoorlijke rechtspleging, dat de rechter zijn beslissing zodanig moet motiveren dat deze voldoende inzicht geeft in de daaraan ten grondslag liggende gedachtegang om deze zowel voor partijen als voor derden – daaronder begrepen de hogere rechter – controleerbaar en aanvaardbaar te maken.⁵⁷ Verder wijs ik erop dat uit het World Online-arrest volgt dat de rechter ook in misleidingszaken onverkort de bevoegdheid heeft om de hoogte van de koersschade te schatten, indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld.⁵⁸

Het grondbeginsel van het schadevergoedingsrecht om de benadeelde zoveel mogelijk in de situatie te plaatsen waarin hij zou hebben verkeerd wanneer de normschending niet zo hebben plaatsgevonden, brengt mee dat in beginsel zoveel mogelijk rekening moet worden gehouden met de concrete omstandigheden waarin de benadeelde verkeert.⁵⁹ Het vaststellen van de schade aan de hand van de concrete omstandigheden vormt dan ook het uitgangspunt in het schadevergoedingsrecht.⁶⁰ In bepaalde

54. Zie hierover Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 34; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 13; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:97 BW, aant. 20.

55. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 34. Vgl. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 13.

56. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 34.

57. Aldus HR 25 oktober 2002, *NJ* 2003/171, m.nt. M. Scheltema (Verhoeven e.a./Lammers e.a. en Gemeente Heeze-Leende/Lammers e.a.), r.o. 7.3; HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/407 (Exploitiemaatschappij De Oorsprong/Gemeente Utrecht), r.o. 4.1. Vgl. HR 16 oktober 1998, *NJ* 1999/7 (Stichting Finkenburgh/Mansum), r.o. 3.5; HR 5 december 2003, *NJ* 2004/74 (Stichting Nieuw Vredenburg/Nieuwe Hollandsche Lloyd Schadeverzekering Maatschappij NV), r.o. 3.6; HR 9 december 2011, *NJ* 2011/599 (X en Y/Stichting Flevoziekenhuis), r.o. 3.4.5.

58. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3. Het is ook vaste rechtspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening en haar Commissie van Beroep om de schade te schatten, indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld. Uit de rechtspraak van beide commissies rijst het beeld dat beide nogal ruimhartig (wellicht ruimhartiger dan de civiele rechter) omgaan met de bevoegdheid de schade te schatten.

59. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 36. Zie in dit verband het arrest HR 10 februari 2017, *ECLI:NL:HR:2017:208*, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.), r.o. 3.3.3.

60. Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 36. Zie ook Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 9.

HOOFDSTUK 1

gevallen is het niettemin aangewezen om bij de schadevaststelling van een of meer concrete omstandigheden te abstraheren.⁶¹ Men spreekt in dit verband ook wel van een ‘abstracte’ of ‘objectieve’ wijze van schadevaststelling.^{62,63} Waar *concrete* schadevaststelling dus inhoudt dat zoveel mogelijk rekening wordt gehouden met de bijzonderheden van het desbetreffende geval en met de subjectieve omstandigheden waarin de benadeelde zich bevindt, wordt in de literatuur wel opgemerkt dat het bij een abstracte wijze van schadevaststelling vooral gaat om de vraag hoe groot *in het algemeen* de te verwachten schade is van een benadeelde die in een gelijksoortige positie verkeert als de benadeelde in kwestie.⁶⁴ Met (onder meer) Lindenbergh ben ik van mening dat deze interpretatie van de abstracte benadering nuancering behoeft.⁶⁵ Of een bepaalde schade al dan niet abstract wordt vastgesteld, behelst mijns inziens niets anders dan het – in een concrete situatie – beantwoorden van de vraag of bij de schadevaststelling ten aanzien van een specifieke schadepost van een bepaalde omstandigheid mag worden geabstraheerd.⁶⁶ In de kern gaat het hier dus steeds om de vraag welke factoren bij de schadevaststelling al dan niet in ogenschouw moeten worden genomen.⁶⁷

-
61. Zie in dit verband onder meer de arresten HR 5 december 2008, *NJ* 2009/387, m.nt. J. B.M. Vranken (Stichting Ziekenhuis Rijnstate/R.), r.o. 3.4; HR 26 oktober 2012, *NJ* 2013/219, m.nt. M.M. Mendel (Reaal/Athlon), r.o. 3.6.1; HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:208, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.), r.o. 3.3.3.
 62. Zie over de abstracte wijze van schadevaststelling onder meer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 35-40; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 36-39; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 10-11; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:97 BW, aant. 26 e.v. En zie ook het kraakheldere preadvies Lindenbergh 2013.
 63. Soms wordt in de literatuur of rechtspraak ook wel gesproken van een ‘abstracte schadeberekening’ of een ‘abstracte schadebegroting’. Met Bloembergen en Lindenbergh meen ik echter dat het zuiverder is om te spreken van een ‘abstracte wijze van schadevaststelling’. Wordt namelijk overwogen om bij de schadevaststelling van bepaalde omstandigheden te abstraheren, dan gaat het niet zozeer om het begroten van de schade op grond van vaststaande feitelijke gegevens, maar veeleer om de beslissing welke feitelijke gegevens wel en welke niet bij de schadebegroting moeten worden meegenomen en daarmee om de invulling van het schadebegrip. Zie verder Bloembergen 1965, nr. 26; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 36.
 64. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 35; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 10.
 65. Zie Lindenbergh 2013, p. 22 e.v. Zie ook Hebly & Lindenbergh 2016, nr. 26.
 66. In gelijke zin Lindenbergh 2013, p. 22; Hebly & Lindenbergh 2016, nr. 26. Zie in dit verband ook punt 4.10 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:1123, bij HR 10 februari 2017, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.).
 67. Aldus Lindenbergh 2013, p. 22; Hebly & Lindenbergh 2016, nr. 26. Zie in dit verband ook Bloembergen 1965, nr. 26

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

In de opvatting van de wetgever biedt art. 6:97 BW de rechter mede de vrijheid om tot een abstracte wijze van schadevaststelling over te gaan.⁶⁸ De vraag in welke (categorieën van) gevallen zo'n abstracte schadebegroting op haar plaats is, wenste de wetgever echter in algemene zin niet te beantwoorden.⁶⁹ Het beantwoorden van deze vraag heeft hij expliciet aan de rechter overgelaten.⁷⁰ Wel heeft de wetgever ervoor gekozen voor een beperkt aantal gevallen een (min of meer) abstracte wijze van schadevaststelling voor te schrijven.⁷¹ De bekendste voorbeelden hiervan zijn de wettelijke normering van de schade wegens vertraging in de voldoening van een geldsom (in art. 6:119 en art. 6:120 BW gefixeerd op de wettelijke rente), de schadevergoeding bij ontbinding van een koopovereenkomst voor zaken met een dagprijs (art. 7:36-7:38 BW) en de schadevergoeding bij het door de huurder na het einde van de huurovereenkomst onrechtmatig onder zich houden van het gehuurde (art. 7:225 BW). Daarnaast zijn in het vervoerrecht nog enkele voorbeelden van een abstracte wijze van schadevaststelling te vinden (zie onder meer art. 8:387 e.v. BW en art. 8:903 e.v. BW).

De Hoge Raad heeft van de door de wetgever geboden mogelijkheid om tot een abstracte wijze van schadevaststelling over te gaan, in een reeks van arresten expliciet gebruik heeft gemaakt.⁷² De abstracte benadering wordt daarbij wel gezien als een praktisch hulpmiddel dat *in sommige gevallen* bij het vaststellen van schade goede diensten kan bewijzen.⁷³ Zij kan wenselijk, noodzakelijk en/of doelmatig zijn, wanneer het vaststellen van de concrete schade praktische problemen oplevert of tot onredelijke of weinig zinvolle resultaten leidt.⁷⁴ Ook kan in sommige gevallen de abstracte benadering wenselijk en/of noodzakelijk zijn om bepaalde schadeposten 'in beeld te

68. MvA II, *Parl. Gesch.*, p. 339.

69. Zie in dit verband ook Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 36; Lindenbergh 2013, p. 22.

70. MvA II, *Parl. Gesch.*, p. 339.

71. Zie voor deze gevallen Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 38; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 37; *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:97 BW, aant. 29.

72. Voor een interessante analyse van de rechtspraak van de Hoge Raad over de abstracte wijze van schadevaststelling verwijs ik naar punt 4 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:1123, bij HR 10 februari 2017, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.).

73. Aldus punt 4.13 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:1123, bij HR 10 februari 2017, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.). Aldus ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 38.

74. Vgl. punt 4.13 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:1123, bij HR 10 februari 2017, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.). Zie in dit verband ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 37; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 36; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 10; Bloembergen 1965, nr. 25 e.v. Zie echter zeer genuanceerd op dit punt Lindenbergh 2013, p. 27-29.

HOOFDSTUK 1

brenge[n]’. Deze laatste gevallen liggen met name op het terrein van de personenschade en worden primair op billijkheidsgronden gerechtvaardigd.⁷⁵ De Hoge Raad heeft echter – evenmin als de wetgever dat heeft gedaan – niet een algemene regel geformuleerd aan de hand waarvan kan worden bepaald in welke (categorieën van) gevallen een abstracte wijze van schadevaststelling aangewezen is.⁷⁶ Voor sommige gevallen heeft hij de abstracte benadering expliciet voorgeschreven, voor andere gevallen heeft hij deze benadering juist afgewezen.⁷⁷ De belangrijkste gevallen uit de rechtspraak van de Hoge Raad waarin de abstracte benadering is toegepast, zijn de schadevergoeding wegens beschadiging of verlies van een zaak en de schadevergoeding wegens wanprestatie in de nakoming van een koopovereenkomst bestaande uit het algeheel niet-presteren of het leveren van ondeugdelijke goederen.⁷⁸ Overigens wordt in de literatuur als principieel bezwaar tegen de abstracte benadering wel aangevoerd dat zij niet in alle gevallen even goed is te verenigen met het eerdergenoemde beginsel dat de *werkelijk* geleden schade dient te worden vergoed.⁷⁹

In misleidingszaken moet denk ik in beginsel aan de hoofdregel worden vastgehouden en moet de door beleggers geleden koersschade in beginsel zo concreet mogelijk worden vastgesteld. Dit neemt niet weg dat ik – om redenen van doelmatigheid – onder bepaalde omstandigheden wel ruimte zie om bij de schadevaststelling van bepaalde feiten te abstraheren. Deze ‘feiten’ hebben dan voornamelijk betrekking op de vermogenspositie (of wellicht beter gezegd: de vermogensontwikkeling) van de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding.

1.2.3 *Uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade*

Tot slot van deze paragraaf over het schadebegrip en de schadevaststelling wil ik er nog de aandacht op vestigen op dat – hoewel de aansprakelijkheidsvereisten causaal verband en schade in de dogmatiek altijd strikt van

75. Zie in dit verband onder meer de arresten HR 28 mei 1999, *NJ* 1999/564, m.nt. A.R. Bloembergen (Gemeente Losser/De Vries e.a.), r.o. 3.3.1-3.3.3 en HR 5 december 2008, *NJ* 2009/387, m.nt. J.B.M. Vranken (Stichting Ziekenhuis Rijnstate/R.), r.o. 3.4

76. Aldus punt 4.13 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:1123, bij HR 10 februari 2017, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.). Vgl. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 38.

77. Voor een heldere inventarisatie van het toepassingsbereik van de abstracte benadering verwijs ik naar Lindenbergh 2013, p. 3-21. Zie in dit verband ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 36 en nr. 38; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 36 en nr. 38.

78. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 38. Zie ook *Schadevergoeding* (Lindenbergh), art. 6:97 BW, aant. 28 e.v.

79. Vgl. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 36.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

elkaar worden onderscheiden – het processuele debat over het causaal verband (in de zin van het *condicio sine qua non*-verband) in de praktijk niet altijd goed is te onderscheiden van het debat over (het bestaan van) de schade.⁸⁰ Dit vloeit voort uit het feit dat zowel bij het causaal verband als de schade een wegdenkoefening moet worden uitgevoerd, waarbij steeds dezelfde hypothetische gang van zaken als referentiekader wordt genomen: wat zou de vermogenspositie van de benadeelde zijn geweest (of hoe zou deze vermogenspositie zich hebben ontwikkeld) wanneer de litigieuze gebeurtenis achterwege was gebleven?⁸¹ Afhankelijk van de door partijen betrokken stellingen en afhankelijk van de wijze waarop zij zich tegen elkaars stellingen verweren, zal het debat hierover zich dan concentreren rondom het causaal verband dan wel rondom (de al dan niet aanwezigheid van) de schade. Nemen de partijen de door de benadeelde gestelde schade als uitgangspunt, dan zal in het debat de vraag centraal staan waardoor deze schade nu precies is veroorzaakt: door de normschending van de aansprakelijk gestelde partij of door een externe oorzaak gelegen in de risicosfeer van de benadeelde?⁸² Nemen de partijen daarentegen de normschending als uitgangspunt, dan zal in het debat de vraag centraal staan of door die normschending wel schade is geleden, want zou zonder die normschending voor de benadeelde niet precies dezelfde nadelige situatie zijn ontstaan?⁸³ Gegeven deze overlap die bestaat tussen de leerstukken causaal verband en schade, wordt in de literatuur in dit verband ook wel gesproken van ‘uitwisselbare perspectieven’.^{84, 85}

80. Dit punt is in de literatuur al herhaaldelijk geadresseerd, zie onder meer Bloembergen 1965, nr. 12; Ronse 1984, nr. 22; Akkermans 1997, p. 206-207; Akkermans 2000, p. 90-95; Akkermans 2002, p. 27-30. Zie ook Asser in zijn *NJ*-noot (sub 22) onder HR 29 november 2002, *NJ* 2004/305 (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen).

81. Zie Bloembergen 1965, nr. 13-14; Akkermans 2000, p. 94; Akkermans 2002, p. 28.

82. Bloembergen 1965, nr. 12.

83. Idem.

84. Het is volgens mij Akkermans geweest die de term ‘uitwisselbare perspectieven’ heeft gemunt. Zie onder meer Akkermans 2000, p. 90-91; Akkermans 2002, p. 27-30. Zie kritisch over de analyse van Akkermans ten aanzien van de uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade Cox 2016, § 6-§ 7. Voor een voorbeeld uit de rechtspraak van de Hoge Raad waarin deze uitwisselbaarheid van perspectief mooi tot uitdrukking komt, wijs ik op het arrest HR 9 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1053 (Hofstad Beheer B.V. e.a./Rixtel Assuradeuren B.V.), r.o. 4.3.2. En zie over de uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade in (specifiek) beroepsaansprakelijkheidszaken punt 3.4-3.5 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2017:1100, bij het 81 RO-arrest HR 1 december 2017, ECLI:NL:HR:2017:3051 (X/Y en Z).

85. Ik benadruk dat alleen sprake kan zijn van overlap tussen de leerstukken causaal verband en schade, wanneer in het processuele debat onzekerheid bestaat over hoe de situatie van de benadeelde zich bij afwezigheid van de normschending zou hebben ontwikkeld. Daarmee is dus uitdrukkelijk niet gezegd dat het strikte onderscheid dat in de dogmatiek tussen beide leerstukken pleegt te worden gemaakt, iedere relevantie zou ontberen.

HOOFDSTUK 1

Deze uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade kan ook van belang zijn voor misleidingszaken.⁸⁶ Dit hangt samen met het feit dat in werkelijkheid de beurskoers door een veelvoud van factoren (waaronder de misleidende informatie) wordt beïnvloed, zodat in schadevergoedingsacties ingesteld door beleggers bijna altijd ter discussie staat in hoeverre een bepaalde gestelde koersinflatie of een bepaald gesteld koersverlies is terug te voeren op (het bekend worden van) de misleidende informatie. Afhankelijk van de wijze waarop partijen het processuele debat voeren, staat dit debat dan in de sleutel van het causaal verband of in de sleutel van (het bestaan van) de schade.⁸⁷ Hierbij is van belang om onderscheid te maken tussen twee verschillende manieren waarop de eisende belegger zijn vermogensschade kan omschrijven. Ten eerste kan hij als schadepost opvoeren het bedrag dat hij als gevolg van de misleiding te veel voor het litigieuze aandeel heeft betaald toen hij het aandeel kocht (en welk bedrag hij vervolgens niet meer heeft terugverdiend via een tussentijdse verkoop). Ten tweede kan hij als schadepost opvoeren het koersverlies dat werd geleden toen de misleiding naar buiten kwam.

Bij de eerstgenoemde omschrijving van de vermogensschade moet voor toewijzing van de vordering tot schadevergoeding ten minste komen vast te staan dat op het moment waarop de belegger zijn aandeel kocht de koers door de misleidende informatie was beïnvloed.⁸⁸ Kiezen de partijen er vervolgens voor om in het processuele debat (het publiceren van) de misleidende informatie tot uitgangspunt te nemen, dan zal dit debat zich concentreren rondom de vraag of de misleidende informatie wel tot koersinflatie heeft geleid en zal het debat derhalve in de sleutel staan

86. Vgl. De Jong 2010, p. 40-41.

87. Dat ook in misleidingszaken sprake kan zijn van een uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en (het bestaan van) schade, lijkt ook te worden erkend door de Rechtbank Amsterdam in de zaak X/Koninklijke Ahold N.V e.a., zie Rb. Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, met commentaar E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls, r.o. 4.23.

88. Uiteraard moet voor toewijzing van de vordering tot schadevergoeding ook komen vast te staan dat de belegger de door hem betaalde koersinflatie niet meer heeft terugverdiend via een tussentijdse verkoop. Er moet met andere woorden kunnen worden vastgesteld dat hij nog aandeelhouder was toen de misleiding bekend werd. Voor een nadere uitwerking van alle processuele details hieromtrent verwijs ik naar § 9.4.2.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

van (het bestaan van) de schade.⁸⁹ Kiezen de partijen er daarentegen voor om de door de belegger *gestelde* koersinflatie tot uitgangspunt te nemen, dan zal het debat zich concentreren rondom de vraag of deze koersinflatie wel door de misleiding is veroorzaakt en zal het derhalve in de sleutel staan van het causaal verband.

Wanneer de eisende belegger daarentegen zijn vermogensschade omschrijft als het koersverlies dat hij leed toen de misleiding naar buiten kwam, moet voor toewijzing van de vordering tot schadevergoeding ten minste komen vast te staan dat dit koersverlies *direct* is terug te voeren op (het bekend worden van) de misleidende informatie. Wordt in het processuele debat vervolgens vanuit de misleidende informatie naar het door de belegger geleden koersverlies gekeken, dan is de vraag of in dit koersverlies wel ‘schade’ is gelegen. Zou de belegger bij afwezigheid van de misleiding immers niet in precies dezelfde mate koersverlies hebben geleden? In dit scenario zal het debat dus in de sleutel staan van (het bestaan van) de schade. Wordt daarentegen vanuit het door de belegger gestelde koersverlies naar de misleidende informatie gekeken, dan is de vraag of dit koersverlies wel door de misleidende informatie (en niet door externe factoren) is veroorzaakt en zal het debat derhalve in de sleutel staan van het causaal verband.

Voor het vervolg van het onderzoek kies ik ervoor om de hier besproken kwestie in beginsel te benaderen vanuit het perspectief van het causaal verband.

1.3 Causaal verband

1.3.1 *Het csqn-verband en het toerekeningsverband*

In de heersende doctrine worden voor het juridisch causaal verband achtereenvolgens twee stappen onderscheiden: eerst *condicio sine qua*

89. Ik wijs in dit verband op het arrest HR 8 april 2005, *NJ* 2005/371 (Van de Ven/Van de Ven). Mijns inziens is dit arrest een aansprekend voorbeeld van een beleggings-schadezaak waarin het causaal verband en de schade zich verhouden als onderling uitwisselbare perspectieven. In deze zaak stelde een verkoper van (certificaten van) aandelen de koper aansprakelijk voor de schade die hij had geleden doordat de koper wezenlijke informatie had verzwegen voor de bindend adviseurs die de koopprijs zouden vaststellen. De informatie waar het in concreto om ging, betrof een door een derde aan de koper afgegeven koopintentieverklaring. Het processuele debat over de vraag wat de invloed van deze informatie zou zijn geweest op de (ver)koopprijs staat in dit arrest volledig in de sleutel van (het bestaan van) de schade, maar mijns inziens had dit even goed in de sleutel kunnen staan van het causaal verband.

HOOFDSTUK 1

non (hierna: ‘csqn’) en daarna toerekening.⁹⁰ 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 gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid wordt gebaseerd: zonder de litigieuze gebeurtenis zou de geleden schade niet zijn ingetreden. Is voor een bepaalde schadeveroorzakende gebeurtenis en/of een bepaalde schadepost aan het csqn-verband voldaan, dan vindt vervolgens een normatieve, op het recht toegesneden toetsing plaats op grond van art. 6:98 BW.⁹¹ Deze toets houdt in dat voor vergoeding slechts in aanmerking komt schade die in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid van de schuldenaar berust, dat zij hem, mede gezien de aard van de aansprakelijkheid en de schade, als een gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend.

De genoemde stappen csqn en toerekening verhouden zich aldus tot elkaar, dat wanneer 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.⁹² Er zijn namelijk vele schadelijke gevolgen denkbaar die in csqn-verband staan met de begane normschending, maar er dient alleen aansprakelijkheid te bestaan voor die gevolgen die naar de maatstaven van art. 6:98 BW aan de aansprakelijke persoon of rechtspersoon kunnen worden toegerekend. Het uitgangspunt dat het toerekeningsverband een beperking van de (omvang van de) aansprakelijkheid inhoudt, geldt echter niet onverkort. In de doctrine worden ook (categorieën van) gevallen onderscheiden waarvoor geldt dat het criterium van redelijke toerekening een zelfstandige grondslag vormt voor het aannemen van het rechtens vereiste causaal verband, omdat het csqn-vereiste in deze gevallen als knellend wordt ervaren (althans, wanneer dit vereiste strikt wordt ingevuld).⁹³ Voor deze uitzondering(en) op (een strikte toepassing van) het csqn-criterium kan onder meer worden gedacht aan de gevallen die (in de literatuur plegen te) worden geschaard onder de noemer van de zogenoemde ‘meervoudige causaliteit’, aan het leerstuk van de zogenoemde ‘proportionele aansprakelijkheid’ en aan de aansprakelijkheid voor kosten ter voorkoming van schade als bedoeld in art. 6:96 lid 2 onder a BW.⁹⁴

90. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 50; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 18.

91. Idem.

92. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 50. Vgl. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 18; Boonekamp, *Stelplicht en Bewijslast*, commentaar op art. 6:98 BW.

93. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 83; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 22.

94. Zie over deze uitzonderingen Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-81d en nr. 86-97; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 22-30.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

Afgezien van het materieelrechtelijke onderscheid tussen de fases csqn en toerekening, bestaat er ook een onderscheid vanuit procesrechtelijk oogpunt. Dit onderscheid betreft de bewijslastverdeling. Voor het csqn-verband rust volgens de hoofdregel van art. 150 Rv de bewijslast op de benadeelde.⁹⁵ Het is dus aan de benadeelde om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat er een csqn-verband bestaat tussen de beweerdelijk geleden schade en de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis (op deze regel bestaan vanzelfsprekend uitzonderingen, waarover ik in het vervolg van dit hoofdstuk nog kom te spreken). Bij het toerekeningsverband is daarentegen de aansprakelijke persoon of rechtspersoon als eerste aan zet om te beargumenteren dat de schade in een zodanig ver verwijderd verband staat tot de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis, dat zijn aansprakelijkheid op de voet van art. 6:98 BW moet worden beperkt.⁹⁶ Bewust spreek ik hier van ‘beargumenteren’ in plaats van ‘bewijzen’,⁹⁷ aangezien de vraag of de schade aan de aansprakelijk gestelde partij kan worden toegerekend in beginsel een rechtsvraag betreft.⁹⁸ Dit betekent dat het toerekeningsoordeel primair aan de hand van juridische maatstaven tot stand komt, zodat bewijslevering in beginsel niet aan de orde is. Dit laat echter onverlet dat op de aansprakelijk gestelde partij wel de bewijslast kan rusten om de bij wijze van argumentatie aangevoerde *feiten* aan te tonen.⁹⁹ Dat de vraag of aan het toerekeningsverband van art. 6:98 BW is voldaan een rechtsvraag betreft, heeft overigens als consequentie dat (het oordeel over) het toerekeningsverband in cassatie op juistheid en begrijpelijkheid kan worden getoetst.¹⁰⁰ Welke schadesoorten in welke mate voor vergoeding in

-
95. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 76; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 46; Asser 2004, nr. 182.
96. Zie HR 2 oktober 1998, *NJ* 1998/831 (Nacap/Shellfish), r.o. 3.10. Zie ook punt 3.30-3.36 van de conclusie van A-G J. Spier bij dit arrest. Zie verder HR 29 april 2011, *NJ* 2011/191 (Bouwcombinatie/Liander), waar de Hoge Raad in r.o. 3.2.3 de desbetreffende overweging van het hof weergeeft (Hof Arnhem 16 maart 2010, *JA* 2010/68, r.o. 4.16). Zie voorts punt 4.8 van de conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2012:BU5737, bij het 81 RO-arrest HR 10 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU5737 (X/Y en Z). Anders Boonekamp, *Stelplicht en Bewijslast*, commentaar op art. 6:98 BW. A-G F.F. Langemeijer lijkt Boonekamp op dit punt te volgen in punt 2.22-2.23 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2019:61, bij het 81 RO-arrest HR 8 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:326 (ABN AMRO Bank N.V./X).
97. Hartkamp en Sieburgh spreken in dit verband van een ‘*argumenteerlast*’ (curs. *ACWP*) van de aansprakelijk gestelde partij. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 2019 (6-IV), nr. 144 en Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 82.
98. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 76 en nr. 83; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 45.
99. Zie over de bewijslastverdeling in het kader van art. 6:98 BW Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 76 en nr. 82; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 45; Asser 2004, nr. 182.
100. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 83.

HOOFDSTUK 1

aanmerking komen, is daarmee aan volledige toetsing van de hoogste rechter onderworpen.

Verder wijs ik er nog op dat bij het beantwoorden van de aansprakelijkheidsvraag van belang is dat de te onderscheiden stappen csqn en toerekening *per schadepost* worden doorlopen.¹⁰¹ Dit betekent dat in beginsel 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 deze schadepost (of deze schakel) in csqn-verband staat met de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis en of deze in redelijkheid aan de aansprakelijk gestelde partij kan worden toegerekend.

1.3.2 *Het csqn-verband (en de schade): de feitelijke grondslag bepaalt het perspectief*

Zowel voor het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) als de schade geldt in algemene zin dat beide worden beoordeeld vanuit de feitelijke grondslag die de eiser zijn vordering tot schadevergoeding geeft.¹⁰² Anders gezegd: de feitelijke grondslag van de vordering en de in dat verband door de eiser betrokken stellingen bepalen ten principale het perspectief dat bij het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen.^{103, 104} Dit vloeit voort uit het feit dat zowel bij het causaal verband als de schade een wegdenkoefening moet worden uitgevoerd waarbij twee situaties met elkaar worden vergeleken (zie ook reeds § 1.2.2): enerzijds de feitelijke situatie zoals die is nadat de normschending heeft plaatsgevonden en anderzijds de hypothetische situatie zoals die zou zijn geweest wanneer de normschending achterwege zou zijn gebleven.¹⁰⁵ De hypothetische wereld zonder normschending

101. Zie hierover ook Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 19 en Akkermans 2002, p. 30-32.

102. Vgl. art. 24 Rv.

103. Meer in het algemeen geldt dat de *grondslag van aansprakelijkheid* – of anders gezegd: de in concreto gestelde *normschending* – het perspectief bepaalt dat bij de vaststelling van de schade tot uitgangspunt moet worden genomen. Zie in dit verband zeer overtuigend Lindenbergh 2007, p. 429-430 en Lindenbergh 2010, p. 901 e.v. Aangezien in het onderhavige onderzoek louter de aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad (of een species daarvan) centraal staat, ga ik op deze kwestie niet afzonderlijk in.

104. Zie over het belang van de *feitelijke grondslag* voor de schadevaststelling ook Lindenbergh 2010, p. 904; Dijkshoorn & Lindenbergh 2010, p. 538.

105. Zie onder meer HR 18 januari 2002, *NJ* 2002/168 (Interplant/Oldenburger), r.o. 3.3; HR 28 maart 2003, *NJ* 2003/389 (V./Branderhorst), r.o. 3.3; HR 11 januari 2013, *NJ* 2013/48 (VOF Gebr. Griffioen e.a./De Groot), r.o. 3.5; en zie in het kader van beleggingsschade HR 3 februari 2012, *JOR* 2012/116, m.nt. S.B. van Baalen (Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht U.A./X), r.o. 3.9.1-3.9.2.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

hangt echter niet in het luchtledige. Deze moet door de eiser steeds op basis van concrete stellingen worden ‘ingekleurd’, opdat (voor de wederpartij en de rechter) duidelijk wordt welke werkelijkheid zich (in de ogen van de eiser) bij afwezigheid van de normschending zou hebben voltrokken. De concrete feitelijke grondslag van de vordering tot schadevergoeding is daarmee bepalend voor hoe de hypothetische wereld zonder normschending moet worden beoordeeld en het is derhalve deze grondslag die het vertrekpunt moet vormen bij ieder oordeel over causaal verband en schade.¹⁰⁶

Het voorgaande klinkt wellicht nog enigszins abstract en daarom geef ik een voorbeeld toegespitst op de context van aansprakelijkheid voor misleidende berichtgeving op de beurs.¹⁰⁷ De belegger die (beweerdelijk) is benadeeld als gevolg van een door de vennootschap gecreëerde misleidende voorstelling van zaken, kan zijn vordering tot schadevergoeding op twee manieren inkleden.¹⁰⁸ In de eerste plaats kan hij aan zijn vordering ten grondslag leggen dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. In dat geval vordert hij primair schadevergoeding ter hoogte van het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koers-

106. Zie voor een treffend voorbeeld van de wijze waarop de feitelijke grondslag het perspectief kan bepalen voor het causaal verband en de schade het arrest HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF). Zie over dit arrest § 5.5.4 en zie ook het commentaar bij dit arrest van H.M. Vletter-van Dort en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008/104. Voor andere aansprekende voorbeelden (in een enigszins andere context) wijs ik op het arrest HR 26 juni 2009, *NJ* 2009/418, m.nt. P. van Schilfgaarde (X en Y/Eurocommerce Holding B.V.), r.o. 4.10 en op punt 3.14 van de conclusie van A-G W.L. Valk, ECLI:NL:PHR:2018:1459, bij HR 22 februari 2019, ECLI:NL:HR:2019:269, *NJ* 2020/8, m.nt. J.L. Smeehuijzen (X e.a./Y e.a.).

107. Zie voor een voorbeeld uit het mededingingsrecht Van der Wiel 2009. Van der Wiel laat mijns inziens overtuigend zien op welke wijze de feitelijke grondslag die de benadeelde afnemer zijn vordering tot schadevergoeding geeft, bepalend kan zijn voor de schadevaststelling bij aansprakelijkheid wegens schending van het mededingingsrecht. Zie Van der Wiel 2009, p. 727-731.

108. Zie voor een vergelijkbare benadering De Jong 2010, p. 44-50. De Jong spreekt in dit verband van twee ‘modaliteiten van transactiecausaliteit’. Hoewel de insteek van De Jong in theorie enigszins verschilt van de in de hoofdtekst uiteengezette benadering, denk ik dat in de praktijk beide benaderingen op hetzelfde neerkomen. In § 5.3.7 kom ik nader over de benadering van De Jong te spreken. Zie over (het belang van) het genoemde onderscheid tussen de twee feitelijke grondslagen ook punt 3.10 van de conclusie van A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2010:BM9615, bij HR 8 oktober 2010, *NJ* 2010/545; *JOR* 2010/345, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (X/Forward Business Parks 2000 N.V.). Vgl. in dit verband Lindenbergh in zijn *NJ*-noot (sub 5) onder het arrest HR 30 januari 2015, ECLI:NL:HR:2015:178, *NJ* 2015/377 (Stichting Exploitatie Nederlandse Staatsloterij/Stichting Loterijverlies.nl).

HOOFDSTUK 1

inflatie. Voor het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) en de schade moet nu de volgende denkexercitie worden uitgevoerd: zou bij afwezigheid van de misleidende informatie de beurskoers (op het moment van aankoop) lager zijn geweest en zou de belegger derhalve een lagere prijs voor het aandeel hebben betaald? Is het antwoord op deze vraag ontkennend, dan is niet voldaan aan het causaal verband en wordt de vordering van de belegger afgewezen. Is het antwoord daarentegen bevestigend, dan is in beginsel wel voldaan aan het causaal verband.¹⁰⁹ Heeft de belegger zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding aangehouden en heeft hij het niet tussentijds verkocht, dan staat daarmee tevens vast dat hij als gevolg van de misleiding schade heeft geleden. De (omvang van de) schade wordt vervolgens vastgesteld vanuit het *perspectief* van de zojuist genoemde feitelijke grondslag. Beoordeeld moet worden hoeveel lager de beurskoers op het moment van aankoop zou zijn geweest – of anders gezegd: hoeveel minder de belegger voor zijn aandeel zou hebben betaald – wanneer de misleiding achterwege zou zijn gebleven.¹¹⁰ De peildatum voor de schadevaststelling is bij deze feitelijke grondslag dus gelijk aan het tijdstip van aankoop.¹¹¹ In § 5.5.2 kom ik over deze peildatumkeuze nader te spreken.

In de tweede plaats kan de belegger aan zijn vordering ten grondslag leggen dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed en hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. In dat geval vordert hij primair schadevergoeding voor op het litigieuze aandeel geleden koersverlies, eventueel aangevuld (of verminderd) met de koerswinst die zou zijn behaald (of het verlies dat zou zijn geleden) in de hypothetische situatie zonder misleiding. De denkexercitie die bij deze feitelijke grondslag voor het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) en de schade moet worden uitgevoerd, is of de belegger bij juiste en volledig informatie inderdaad zou hebben besloten van aankoop van het aandeel af te zien. Luidt het antwoord op deze vraag ontkennend, dan is geen sprake van causaal verband en moet de vordering van de belegger worden afgewezen. Luidt het antwoord daarentegen bevestigend, dan is vervolgens de vraag hoe de belegger zijn geld in de hypothetische situatie zonder

109. Over een eventueel toerekeningsverweer ex art. 6:98 BW kom ik in § 5.5.2.3 nog uitgebreid te spreken.

110. Vgl. in dit verband de uitspraken Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd), r.o. 5.38 en Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022, r.o. 2.54 (beide uitspraken betreffen de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.).

111. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de gekozen peildatum mijns inziens niet hoeft samen te vallen met het tijdstip waarop de schade ontstaat (of althans, wordt geacht te ontstaan). In § 5.5.2 kom ik nader over deze kwestie nader te spreken.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

misleiding zou hebben belegd en of dat inderdaad een beter rendement zou hebben opgeleverd. Er moet dus een vergelijking worden gemaakt tussen enerzijds het rendement dat de belegger thans op het litigieuze aandeel heeft behaald en anderzijds het hypothetische rendement dat hij zou hebben behaald wanneer hij zijn geld alternatief zou hebben aangewend om te bezien of het laatstgenoemde rendement daadwerkelijk hoger is. De (omvang van de) feitelijk geleden schade wordt vervolgens verkregen door van beide rendementen het verschil te nemen. Welke peildatum bij deze feitelijke grondslag moet worden gehanteerd, bespreek ik in § 5.5.3.

1.3.3 *Het toerekeningsverband*

1.3.3.1 *Toerekeningsnorm wordt ingekleurd aan de hand van objectieve wegingsfactoren*

Het toerekeningsverband wordt toegepast om vast te stellen of tussen de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust en het ontstaan van de schade (juridisch) causaal verband bestaat en, indien dit het geval is, om te beoordelen welke schadesoorten in welke mate voor vergoeding in aanmerking komen.¹¹² Het voor het toerekeningsverband te hanteren criterium is ‘toerekening naar redelijkheid’. Dit criterium kan worden beschouwd als een overkoepelende norm die in ieder concreet geval moet worden ingekleurd.¹¹³ Deze ‘inkleuring’ geschiedt aan de hand van zogenoemde ‘toerekeningsfactoren’ of ‘wegingsfactoren’, waarvan de wet er al twee noemt: de *aard van de aansprakelijkheid* en de *aard van de schade*.¹¹⁴ Andere belangrijke toerekeningsfactoren die zowel in de rechtspraak als de literatuur zijn erkend, zijn onder meer de *voorzienbaarheid van de schade* en de *verwijderdheid van de schade*.¹¹⁵ Hoewel bij

112. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 83. Zie over het toerekeningsverband ook uitgebreid Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 31-45; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW. Voor overzichtsartikelen verwijs ik naar Holthuijsen-van der Kop 2015; Dijkshoorn 2011; Den Hoed 2009.

113. Klaassen 2017 (Mon. BW B33), nr. 33; Den Hoed 2009, p. 220 en p. 224-225.

114. Zie over de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW in de literatuur (onder meer) Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 63-73; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 33-43; Den Hoed 2009, p. 224-239.

115. In zijn arrest *Avi Cranes Ltd./X* formuleert de Hoge Raad het toerekeningsverband van art. 6:98 BW met een beroep op de parlementaire geschiedenis als volgt: ‘De vraag of de schade in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust dat zij de aangesprokene als gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend, moet worden beantwoord aan de hand van *objectieve factoren* als de *aard van de aansprakelijkheid* en van de *schade*. In dat kader zal ook *wat naar objectief inzicht voorzienbaar of waarschijnlijk was*, een rol kunnen spelen.’ (curs. *ACWP*), zie HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:214, r.o. 4.1.2.

HOOFDSTUK 1

het (bepalen van het) uiteindelijke toerekeningsoordeel de ene toerekeningsfactor doorgaans wat meer gewicht in de schaal legt dan de andere, komt in de regel aan geen van de factoren een doorslaggevend gewicht toe.¹¹⁶ De verschillende factoren moeten steeds in het concrete geval in onderlinge samenhang worden beschouwd en afgewogen.¹¹⁷ Daarbij moeten alle omstandigheden van het geval worden meegewogen.¹¹⁸ Het voordeel van de leer van de redelijke toerekening is dat het de rechter de ruimte biedt de in het kader van de door hem te beantwoorden toerekeningsvraag relevante factoren af te wegen en een op de concrete casus toegesneden causaliteitsoordeel te formuleren.¹¹⁹

Voor de wettelijke toerekeningsfactor *aard van de aansprakelijkheid* kunnen diverse onderscheidingen worden aangebracht. Men kan hierbij bijvoorbeeld denken aan de volgende categorieën: grondslag van de aansprakelijkheid (onrechtmatige daad of wanprestatie; schuld- of risicoaansprakelijkheid), soort aansprakelijkheid (aansprakelijkheid voor eigen gedrag of (kwalitatieve) aansprakelijkheid voor andermans gedrag), aard en/of strekking van de geschonden norm (verkeers- of veiligheidsnormen dan wel andersoortige normen), aard van de gedraging waaruit de aansprakelijkheid voortvloeit (kan de dader lichte schuld, zware schuld of opzet worden verweten?) en aard van de activiteit waaruit de aansprakelijkheid voortvloeit (aansprakelijkheid voor bedrijfsmatige dan wel voor beroeps- of privé-activiteiten).¹²⁰ Hoewel in de literatuur onder de noemer ‘aard van de aansprakelijkheid’ doorgaans verschillende aansprakelijkheidscategorieën worden onderscheiden, wil dat niet zeggen dat aan de verschillende categorieën per definitie een verschil in toerekening is verbonden of dat aan de genoemde onderscheidingen in de praktijk ook altijd strikt de hand wordt gehouden.¹²¹ In het vervolg van deze paragraaf zal ik voor de toerekeningsfactor *aard van de aansprakelijkheid* de bekende onderverdeling van Brunner aanhouden, te

116. Vgl. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 33; Den Hoed 2009, p. 225.

117. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 33; Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 63.

118. Zie in dit verband de arresten HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:214 (Avi Cranes Ltd./X), r.o. 4.2.2 en HR 3 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2895, JA 2015/15, m.nt. D.A. van der Kooij (X/Saint-Gobain Weber Beamix B.V.), r.o. 3.5.

119. Aldus Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 33.

120. Zie voor verschillende onderscheidingen onder meer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 63; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 36; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.1.1.

121. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 36; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.1.1.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

weten: (i) strekking van de geschonden norm; (ii) schuldgraad; en (iii) aard van de schadeveroorzakende activiteit.¹²² Deze subcategorisering van Brunner geeft in dit verband namelijk enige richting bij het beantwoorden van de vraag of bepaalde schade al dan niet kan worden toegerekend (zie verder § 1.3.3.2 hierna).¹²³

Ook voor de wettelijke toerekeningsfactor *aard van de schade* kunnen diverse onderscheidingen worden aangebracht.¹²⁴ De drie (hoofd)categorieën die in de literatuur in dit verband vaak worden onderscheiden zijn: (i) letsel- en overlijdensschade; (ii) zaakschade; en (iii) (zuivere) vermogensschade.¹²⁵ Ook deze categorieën geven enige richting bij het beantwoorden van de toerekeningsvraag (zie verder hierna § 1.3.3.3).

In het vervolg van deze paragraaf bespreek ik achtereenvolgens de toerekeningsfactoren *aard van de aansprakelijkheid* (§ 1.3.3.2), *aard van de schade* (§ 1.3.3.3), *voorzienbaarheid van de schade* (§ 1.3.3.4) en *verwijderdheid van de schade* (§ 1.3.3.5). Per toerekeningsfactor zal ik toelichten in hoeverre de desbetreffende factor voor het onderhavige onderzoek van belang is. Andere toerekeningsfactoren die men in de rechtspraak en de literatuur ook nogal eens tegenkomt, zoals de processuele houding van de aansprakelijk gestelde partij, de draagkracht van de partijen en de beschikbaarheid van een verzekering, zijn voor het onderhavige onderzoek minder van belang en laat ik derhalve buiten beschouwing.¹²⁶

1.3.3.2 Aard van de aansprakelijkheid

De eerste te bespreken toerekeningsfactor betreft de *aard van de aansprakelijkheid*.¹²⁷ Voor deze toerekeningsfactor hanteer ik zoals ik al

122. Brunner 1981a, p. 210 e.v. en p. 233 e.v. Zie voor een ‘update’ van de zogenoemde ‘deelregels’ van Brunner het overzichtsartikel Holthuijsen-van der Kop 2015.

123. Zie echter kritisch over het automatisme waarmee heden ten dage nog altijd op de deelregels van Brunner wordt teruggrepen Hartlief 2014, p. 2917: ‘Waarom wordt (...) nog altijd verwezen naar een rechtspraakanalyse uit 1981 waaraan hooguit latere rechtspraak als illustratie of voetnoot is toegevoegd? Waarom hebben Hoge Raad en doctrine de betekenis van de rechtspraak niet opnieuw doordacht en op een rijtje gezet?’

124. Zie voor verschillende onderscheidingen onder meer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 63; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.1.

125. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 63; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 41; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.1.

126. Zie voor deze andere toerekeningsfactoren Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 63; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 42; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.8-4.11.

127. Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 65; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 36-39; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.

HOOFDSTUK 1

opmerkte de onderverdeling van Brunner in drie subfactoren: strekking van de geschonden norm (*sub a*), schuldgraad (*sub b*) en aard van de schadeveroorzakende activiteit (*sub c*).

a. Strecking van de geschonden norm

In algemene zin geldt dat het doel waarmee de geschonden norm in het leven is geroepen en – in het verlengde daarvan – de strekking die aan de geschonden norm wordt toegekend, de beschermingsomvang van de desbetreffende norm bepalen en daarmee of toerekening van de in concreto geleden schade gerechtvaardigd is.^{128, 129} Een belangrijk onderscheid dat in dit verband vaak wordt gemaakt, is het onderscheid tussen verkeers- en/of veiligheidsnormen en andersoortige normen. Hierbij kan als stelregel worden gehanteerd dat bij overtreding van de eerstgenoemde normen in beginsel veel ruimer wordt toegerekend dan bij overtreding van bijvoorbeeld normen die strekken tot voorkoming van zuivere vermogensschade.¹³⁰ Zo is vaste rechtspraak van de Hoge Raad dat bij schending van verkeers- en/of veiligheidsnormen ook de schadelijke gevolgen die – zoals de Hoge Raad dat pleegt te formuleren – ‘buiten de lijn der normale verwachtingen liggen’ (hierbij gaat het meestal om letsel- of overlijdensschade), aan de aansprakelijke persoon kunnen worden toegerekend.¹³¹ Het feit dat deze gevolgen niet voorzienbaar of onwaarschijnlijk waren, staat dan dus niet aan toerekening in de weg.¹³² De ratio van deze (jurisprudentiële) regel is dat verkeers- en veiligheidsnormen juist met het oog op de voorkoming van ongevallen zijn opgesteld en zij derhalve strekken tot bescherming van lijf en leden.¹³³ Bij het schenden van dergelijke normen dient daarom *in algemene zin* rekening te worden gehouden met letsel of dood, hoe onwaarschijnlijk en/of onvoorzienbaar het in *het concrete geval* ook was dat dit gevolg zou intreden.¹³⁴

128. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 65 onder verwijzing naar Brunner 1981a, p. 214-215.

129. Ik wijs erop dat de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm* overlap vertoont met de relativiteitseis van art. 6:163 BW.

130. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 65; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 37 en 41b; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.3.1.

131. HR 9 juni 1972, *NJ* 1972/360, m.nt. G.J. Scholten; HR 21 maart 1975, *NJ* 1975/372, m.nt. G.J. Scholten; HR 8 februari 1985, *NJ* 1986/136, m.nt. C.J.H. Brunner; HR 4 november 1988, *NJ* 1989/751, m.nt. C.J.H. Brunner; HR 13 januari 1995, *NJ* 1997/175, m.nt. C.J.H. Brunner; HR 6 oktober 1995, *NJ* 1998/190, m.nt. C.J.H. Brunner; HR 25 november 2005, *NJ* 2007/141, m.nt. C.J.H. Brunner; en minder expliciet HR 11 juni 2010, *NJ* 2010/332.

132. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.3.1.

133. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 65; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.3.1.

134. Idem.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

Bij aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek hebben we niet te maken met schending van verkeers- en/of veiligheidsnormen.¹³⁵ De toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm* pleit in het onderhavige onderzoek op zichzelf dus *niet* voor een ruime toerekening.

b. Schuldgraad

In het kader van de *aard van de aansprakelijkheid* kan ook de mate van schuld die de aansprakelijke persoon kan worden verweten (geen schuld (bij risicoaansprakelijkheid), lichte schuld, grove schuld of (voorwaardelijk) opzet) van belang zijn voor de schadetoerekening ex art. 6:98 BW.^{136, 137} Algemeen is aanvaard dat naarmate de schuld aan de schadeveroorzakende gedraging groter is, de hierdoor veroorzaakte schade soepeler aan de dader kan worden toegerekend.^{138, 139} Bij opzet geldt zelfs dat in beginsel alle gevolgen waarop het opzet gericht was aan de dader kunnen worden toegerekend, ongeacht hoe uitzonderlijk de gevolgen in concreto waren.¹⁴⁰

Over de relevantie van deze toerekeningsfactor voor het onderhavige onderzoek is in het algemeen niet zoveel te zeggen. Het enige wat men zou kunnen zeggen, is dat naarmate de vennootschap (of een nauw bij de misleiding betrokken derde) een groter verwijt van de misleiding is te

135. In gelijke zin De Jong 2010, p. 52.

136. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 65 onder verwijzing naar Brunner 1981a, p. 215; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.4.

137. Naar aanleiding van het bekende Amercentrale-arrest (HR 13 juni 1975, *NJ* 1975/509, m.nt. G.J. Scholten) werd in de literatuur in dit verband nogal eens betoogd dat wanneer de aansprakelijkheid van de aangesproken partij berust op risicoaansprakelijkheid, dit op zichzelf een reden is om de schade beperkt toe te rekenen. Sinds het Frieslandhal-arrest (HR 25 april 2008, *NJ* 2008/262 (Boekema/Ouders), r.o. 3.4.3) lijken de meeste auteurs deze opvatting echter te hebben verlaten en lijkt de communis opinio te zijn dat de strekking van de regeling waarop de desbetreffende risicoaansprakelijkheid is gebaseerd steeds bepalend is voor het antwoord op de vraag of de schade ruim dan wel beperkt moet worden toegerekend. Zie over het laatstgenoemde arrest onder meer Giesen 2008.

138. Zie in dit verband onder meer de arresten HR 19 december 2003, *NJ* 2004/348 (S./Staat), r.o. 4.4.3 en HR 25 maart 2011, *NJ* 2011/139 (Bremer/Hoogheemraadschap Rijnland), r.o. 3.6.5-3.6.6.

139. Zie in dit verband ook de betekenis die aan de mate van schuld toekomt in het kader van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW (zie onder meer het arrest HR 1 oktober 2010, *NJ* 2013/81, m.nt. T. Hartlief (Verhaeg/Jenniskens)) en in het kader van schadebegroting ten bedrage van de door de aansprakelijke partij behaalde winst ex art. 6:104 BW (zie onder meer het arrest HR 18 juni 2010, *NJ* 2015/33, m.nt. T. Hartlief (Doerga/Ymere)).

140. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.4.4.

HOOFDSTUK 1

maken, de daardoor veroorzaakte koersschade wellicht soepeler aan de vennootschap (of die derde) kan worden toegerekend.¹⁴¹

c. Aard van de schadeveroorzakende activiteit

In het kader van de *aard van de aansprakelijkheid* kan verder nog betekenis toekomen aan de aard van de activiteit waaruit de aansprakelijkheid voortvloeit.¹⁴² Algemeen wordt aangenomen dat schade die bedrijfsmatig is toegebracht ruimer dient te worden toegerekend dan schade die is veroorzaakt door een beroepsfout of een particulier. De gedachte is dat het oogmerk van het maken van winst een ruimere toerekening rechtvaardigt.

De schade(soort) die in het onderhavige onderzoek over misleiding van het beleggende publiek centraal staat, betreft schade die bedrijfsmatig is toegebracht. De toerekeningsfactor *aard van de schadeveroorzakende activiteit* pleit hier dus op zichzelf voor een ruime toerekening.

1.3.3.3 Aard van de schade

Ook de *aard van de geleden schade* is een belangrijke factor bij het antwoord op de vraag of bepaalde schade al dan niet aan de aansprakelijke (recht)persoon kan worden toegerekend.¹⁴³ Algemeen is aanvaard dat schade door dood of letsel eerder dient te worden toegerekend dan zaakschade, zaakschade eerder dan schade bestaande uit extra kosten en uitgaven en schade door vermogensverlies eerder dan gedeerde winst.¹⁴⁴ Ook uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat sprake is van een ruime toerekening bij letsel en overlijdensschade, terwijl vermogensschade doorgaans minder soepel¹⁴⁵ wordt toegerekend.¹⁴⁶ Wel dient hierbij te worden aangetekend dat het in de meeste uitspraken zo is dat de toerekeningsfactor *aard van de schade* in nauw verband staat met de toerekeningsfactoren *aard van de aansprakelijkheid*, *voorzienbaarheid van*

141. Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van een vermogensbeheerder Rb. Amsterdam 21 december 2011, *JOR* 2012/81 (X Holding BV/Wealth Management Partners NV), r.o. 4.16, waar de rechtbank in het kader van de toerekening ex art. 6:98 BW meeweegt de *aard* en de *ernst* van het aan de vermogensbeheerder te maken verwijt.

142. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 65 onder verwijzing naar Brunner 1981b, p. 234; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.9.

143. Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 66; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 40-41; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.

144. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 66; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.1.

145. Soepel vanuit het oogpunt van de benadeelde.

146. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.1.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

*de schade en verwijderdheid van de schade.*¹⁴⁷ Zo gaat het in de arresten waarin overlijdens- en letselschade ruim wordt toegerekend meestal om schending van verkeers- en/of veiligheidsnormen, zodat de *strekking van de geschonden norm* in deze gevallen reeds pleit voor een soepele toerekening.¹⁴⁸ En zo gaat het in de arresten waarin vermogensschade *niet* wordt toegerekend meestal om gedragingen die bestaan uit schending van andere normen dan verkeers- en/of veiligheidsnormen, zodat de *voorzienbaarheid van de schade* en/of de *verwijderdheid van de schade* in deze gevallen de doorslaggevende factor(en) zijn (zie verder hierna § 1.3.3.4 en § 1.3.3.5).¹⁴⁹

Door beleggers geleden koersschade die is veroorzaakt door misleidende berichtgeving, betreft (zuivere) vermogensschade. De toerekeningsfactor *aard van de schade* pleit in het onderhavige onderzoek op zichzelf dus *niet* voor een soepele toerekening.

1.3.3.4 Voorzienbaarheid van de schade

Een andere belangrijke toerekeningsfactor is de *voorzienbaarheid van de schade*.¹⁵⁰ Was de voorzienbaarheid onder de oude adequatieleer¹⁵¹ – naast het csqn-vereiste – nog het enige criterium om te bepalen of bepaalde schade al dan niet kan worden toegerekend, onder de leer van de redelijke toerekening is zij slechts één van de factoren die worden meegewogen bij het beantwoorden van de toerekeningsvraag.¹⁵² In algemene zin geldt dat naarmate het gevolg naar ervaringsregels waarschijnlijker (en derhalve beter voorzienbaar) is, toerekening eerder is gerechtvaardigd.¹⁵³ Omgekeerd geldt dat toerekening minder aanvaardbaar is naarmate het gevolg uitzonderlijker, abnormaler en/of minder waarschijnlijk is.¹⁵⁴

147. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.1; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 41.

148. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.1-4.5.2; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 41.1.

149. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.5.1 en 4.5.3; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 41.2.

150. Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 69; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 34-35.

151. Zie over de adequatieleer uitgebreid Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 55-56.

152. Zie in dit verband de arresten HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:214 (Avi Cranes Ltd./X), r.o. 4.1.2-4.1.3 en HR 3 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2895, *JA* 2015/15, m.nt. D.A. van der Kooij (X/Saint-Gobain Weber Beamix B.V.), r.o. 3.5.

153. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 64, onder verwijzing naar Brunner 1981a, p. 213. Zie echter kritisch in dit verband Bloembergen 1965, nr. 111 en Van Schellen 1985, p. 10 e.v.

154. Idem.

HOOFDSTUK 1

Wel is het van belang te benadrukken dat het mede van de *aard van de aansprakelijkheid* (in het bijzonder de *strekking van de geschonden norm*) en de *aard van de schade* afhangt welk soortelijk gewicht bij de schade-toerekening precies aan de *voorzienbaarheid van de schade* wordt toegekend.¹⁵⁵ Zo is het – zoals hiervóór in § 1.3.3.2 *sub a* reeds werd opgemerkt – vaste rechtspraak van de Hoge Raad dat bij overlijdens- en letselschade veroorzaakt door overtreding van verkeers- en/of veiligheidsnormen aan toerekening in beginsel niet in de weg staat dat de schade ‘buiten de lijn der normale verwachtingen ligt’.¹⁵⁶ Ook schade die op onvoorzienbare wijze is ingetreden, wordt dus aan de aansprakelijke persoon toegerekend.¹⁵⁷ Buiten het terrein van letsel en overlijdensschade veroorzaakt door overtreding van verkeers- en veiligheidsnormen blijkt de *voorzienbaarheid van de schade* daarentegen wel veelal bepalend te zijn bij het beantwoorden van de toerekeningsvraag.¹⁵⁸ Zo volgt uit verschillende arresten van de Hoge Raad die betrekking hebben op zuivere vermogensschade veroorzaakt door overtreding van andersoortige normen dan verkeers- en/of veiligheidsnormen, dat schade die niet het redelijkerwijs te verwachten gevolg is van het onrechtmatige handelen, niet voor vergoeding in aanmerking komt.¹⁵⁹ Iets anders is dat de Hoge Raad soms nogal soepel met het voorzienbaarheidsbegrip lijkt om te gaan (althans, dat hij de feitenrechter op dit punt een ruime beoordelingsmarge biedt).¹⁶⁰

De schadecategorie die in het onderhavige onderzoek centraal staat, betreft zoals reeds opgemerkt (zuivere) vermogensschade. Daarnaast gaat het bij misleiding van het beleggende publiek om (een onrechtmatige daad bestaande uit) schending van andere normen dan verkeers- en/of veiligheidsnormen. Deze combinatie van schadesoort en type normschen-

155. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 69; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.6.1.1. Zie in dit verband ook Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 34.

156. Ik verwijs naar de in § 1.3.3.2 *sub a* genoemde rechtspraak.

157. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.6.1.2. Zie in dit verband ook Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 34 en nr. 37.

158. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.6.1.3. Zie in dit verband bijvoorbeeld ook het arrest HR 29 april 2011, *NJ* 2011/191 (Bouwcombinatie/Liander), r.o. 3.4.4.

159. Zie onder meer HR 2 november 1979, *NJ* 1980/77, m.nt. G.J. Scholten; HR 27 februari 1987, *NJ* 1987/584, m.nt. W.C.L. van der Grinten; HR 13 november 1987, *NJ* 1988/210, m.nt. W.C.L. van der Grinten; HR 25 mei 1990, *NJ* 1990/577. Zie verder bijvoorbeeld ook het uitstekend gemotiveerde arrest over de beroepsaansprakelijkheid van een notaris Hof Leeuwarden 31 juli 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BX3099 (X e.a./Y), r.o. 11-14.

160. Zie in dit verband bijvoorbeeld de arresten HR 25 april 2008, *NJ* 2008/262 (Boekema/Ouders), r.o. 3.4.3 en HR 29 april 2011, *NJ* 2011/191 (Bouwcombinatie/Liander), r.o. 3.4.4.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

ding impliceert dat de *voorzienbaarheid van de schade* een belangrijke – zo niet de belangrijkste – wegingsfactor is bij het beantwoorden van de vraag of door de belegger geleden koersschade (die in csqn-verband staat met de misleiding) al dan niet aan de vennootschap kan worden toegerekend.¹⁶¹

1.3.3.5 *Verwijderdheid van de schade*

Verder is ook de zogenoemde ‘verwijderdheid van de schade’ een relevante toerekeningsfactor.¹⁶² Deze verwijderdheid betreft de lengte van de causale keten tussen enerzijds de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust en anderzijds de ingetreden schade. Aangenomen wordt dat naarmate het schadelijke gevolg minder ver verwijderd is van de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis, toerekening eerder is gerechtvaardigd.¹⁶³ Wel benadruk ik dat de *verwijderdheid* van de schade goed moet worden onderscheiden van de *voorzienbaarheid* van de schade.¹⁶⁴ Zo is het in de praktijk geenszins uitgesloten dat bepaalde (schadelijke) gevolgen op zichzelf zeer wel voorzienbaar zijn, maar zij niettemin ver verwijderd zijn van de oorspronkelijke schadeveroorzakende gebeurtenis.¹⁶⁵ Indien toerekening van dergelijke ver verwijderde gevolgen niet wenselijk wordt geacht, kan dit worden bereikt door toetsing aan – om met Brunner te spreken – het ‘nabijheids criterium’.¹⁶⁶

De toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade* is voor het onderhavige onderzoek om twee redenen van belang. In de eerste plaats komt het in de beleggingspraktijk nogal eens voor dat bepaalde koersschade weliswaar onmiskenbaar in csqn-verband staat met de misleiding, maar deze – desondanks – niet *direct* door de misleiding is veroorzaakt. Denk

161. Vgl. in dit verband het arrest Hof 's-Hertogenbosch 9 september 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:3526 (Van Valen/Maatschap Goos-van Gool e.a.), r.o. 15.5.2. In de deze zaak stelde een groep tuinders de (middellijk) bestuurders van Rova Breda BV aansprakelijk wegens het onbetaald blijven van geleverde tuinbouwproducten. Zij stelden mede op basis van aan hen verstrekte misleidende informatie (in concreto ging het om een misleidende ‘kolommenbalans’) te zijn doorgedaan met leveren. Deze zaak had dus geen betrekking op misleiding van *beleggers* door een *beursvennootschap* en dientengevolge door *beleggers* geleden *koersschade*.

162. Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 64; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.7. Zie in dit verband ook het arrest HR 3 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2895, *JA* 2015/15, m.nt. D.A. van der Kooij (X/Saint-Gobain Weber Beamix B.V.), r.o. 3.5-3.6.4.

163. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 64, onder verwijzing naar Brunner 1981a, p. 214.

164. *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.7.

165. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 64; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 4.7.

166. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 64, onder verwijzing naar Brunner 1981a, p. 214.

HOOFDSTUK 1

bijvoorbeeld aan de situatie waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, maar waarin het tegelijkertijd zo is dat de misleidende informatie – om wat voor reden dan ook – de koers op geen enkele wijze heeft beïnvloed. In zo'n geval is het door de belegger geleden koersverlies volledig (en direct) terug te voeren op (aan de misleiding) externe factoren en niet op de misleidende informatie zelf. Wanneer toerekening van dergelijk koersverlies niet wenselijk wordt geacht, kan toetsing aan het nabijheidsverband hierin voorzien.

De tweede reden waarom de *verwijderdheid van de schade* voor het onderhavige onderzoek van belang is, is gelegen in het feit dat het in de praktijk nogal eens voorkomt dat niet alleen de vennootschap wordt aangesproken wegens het geven van een misleidende voorstelling van zaken, maar – naast de vennootschap – ook een derde die nauw bij de misleiding betrokken is geweest (zoals een bestuurder of een adviseur).¹⁶⁷ Wanneer het in zo'n geval niet wenselijk wordt geacht de derde naast de vennootschap aansprakelijk te houden voor de door de misleiding veroorzaakte koersschade, kan toetsing aan het nabijheidsverband wederom in dit resultaat voorzien.¹⁶⁸ In de keten van causale gebeurtenissen is – ten opzichte van (het handelen van) de vennootschap – (het handelen van) de derde namelijk één schakel verder verwijderd van de uiteindelijk ingetreden schade.

1.3.4 *Verdere beperking van de schadevergoeding op grond van afdeling 6.1.10 BW*

Volledigheidshalve wijs ik er nog op dat het toerekeningsverband van art. 6:98 BW uiteraard niet de enige rechtsgrond is op basis waarvan de schadevergoedingsverplichting van de aansprakelijke kan worden beperkt. Er zijn in beginsel nog drie andere grondslagen beschikbaar waarmee de verplichting tot schadevergoeding kan worden beperkt.¹⁶⁹ In de eerste plaats kan de door de benadeelde te ontvangen schadevergoeding worden verminderd, wanneer de schadeveroorzakende gebeurtenis voor hem naast schade tevens een voordeel heeft opgeleverd ('voordeelsverrekening' ex art. 6:100 BW).¹⁷⁰ In de tweede plaats wordt de schadevergoeding verminderd, wanneer de schade mede een gevolg is van een omstandigheid die de benadeelde kan worden toegerekend

167. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 55.

168. Vgl. De Jong 2010, p. 55.

169. Vgl. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 98.

170. Zie over het leerstuk van voordeelsverrekening Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 99-104; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 80-86. Zie hierover ook het interessante preadvies Van Dijk 2015.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

(‘eigen schuld’ ex art. 6:101 BW).¹⁷¹ In de derde plaats kan de rechter de verplichting tot schadevergoeding matigen, indien toekenning van volledige vergoeding in de gegeven omstandigheden tot kennelijk onaanvaardbare gevolgen zou leiden (‘matiging’ ex art. 6:109 BW).¹⁷²

In hoofdstuk 5 zal ik – zij het niet al te uitgebreid – nader ingaan op de relevantie van de leerstukken voordeelsverrekening en eigen schuld voor het onderhavige onderzoek. Het matigingsrecht blijft in dit onderzoek buiten beschouwing.

1.4 Het bewijs van causaal verband

1.4.1 Inleiding

Volgens de hoofdregel van art. 150 Rv dient degene die in rechte schadevergoeding vordert in beginsel het causaal verband (in de zin van het csqn-verband)¹⁷³ te bewijzen tussen enerzijds de gedraging of gebeurtenis waarop hij zijn vordering tot schadevergoeding baseert en anderzijds de door hem gestelde schade.¹⁷⁴ Voor het bewijs van causaal verband geldt dat niet is vereist dat honderd procent zekerheid bestaat dat een bepaalde schadepost door de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis is veroorzaakt.¹⁷⁵ De rechter weegt de feiten die zijn komen vast te staan en oordeelt op basis daarvan of het hem voldoende waarschijnlijk voorkomt dat de schade waarvan vergoeding wordt gevorderd zonder de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis achterwege zou zijn gebleven.¹⁷⁶ Over de exacte mate van (on)zekerheid die in dit verband acceptabel is, zijn de meningen verdeeld.¹⁷⁷

171. Zie over het eigenschuldleerstuk Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 107-132.

172. Zie over het matigingsrecht Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 176-189.

173. In het vervolg van § 1.4 zal ik het csqn-verband in beginsel aanduiden als het ‘causaal verband’. De term ‘causaal verband’ heeft in deze paragraaf dus slechts de beperkte betekenis van het csqn-verband en hiermee wordt niet mede bedoeld op het toerekeningsverband. Alleen wanneer dat nodig is om verwarring met het toerekeningsverband te voorkomen, maak ik in § 1.4 nog gebruik van de term ‘csqn-verband’.

174. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 76; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 46; Asser 2004, nr. 182; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.5.1-2.5.2.

175. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 20.1; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.9.2; Akkermans 2002, p. 114-115; Akkermans 2009, p. 98-100; Giesen 2001, p. 115-116; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 17-18.

176. Aldus Klaassen 2007, p. 1349. Aldus ook De Jong 2010, p. 253.

177. Aldus Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 20.2. Zie over de vereiste mate van (on)zekerheid onder meer Akkermans 1997, p. 89-90; Peeperkorn 2000, p. 67; Giesen 2001, p. 59-60; Klaassen 2007, p. 1349-1351.

HOOFDSTUK 1

Hoewel voor het bewijs van causaal verband dus geen absolute zekerheid is vereist, zijn velen het erover eens dat zich hier – althans, in theorie – een structureel probleem voordoet.¹⁷⁸ Dit hangt samen met het feit dat bij het causaal verband steeds een vergelijking moet worden gemaakt met de hypothetische situatie zoals die bij afwezigheid van de aansprakelijkheid-vestigende gebeurtenis zou zijn geweest (of wellicht beter gezegd: zou zijn geworden).¹⁷⁹ Deze hypothetische gang van zaken laat zich echter onmogelijk met zekerheid vaststellen. Bij hypothetische gebeurtenissen gaat het immers niet om ‘feiten’ die zich daadwerkelijk hebben voorgedaan en die kunnen worden bewezen, maar slechts om ‘veronderstellingen’ die per definitie *niet* hebben plaatsgevonden en waaraan slechts een bepaalde mate van waarschijnlijkheid kan worden toegekend.¹⁸⁰ Men zou daarom kunnen zeggen dat het bewijs van causaal verband ‘per definitie’ gepaard gaat met onzekerheid. Zou dus steeds onverkort aan de hoofdregel van art. 150 Rv en/of de (voor civiele procedures geldende) reguliere bewijswaarderingsmaatstaf worden vastgehouden, dan zou de benadeelde onnodig vaak aan het kortste eind trekken.¹⁸¹

Om dit probleem te ondervangen zijn in de doctrine voor verschillende gevalstypen oplossingen ontwikkeld – oplossingen die soms de status van ‘regel’ hebben – om de benadeelde in zijn bewijslast tegemoet te komen.¹⁸² In deze paragraaf bespreek ik een aantal van die oplossingen. In § 1.4.2 worden eerst drie *procesrechtelijke* (in de zin van bewijsrechtelijke) oplossingen besproken waarmee de bewijslast van de benadeelde kan worden verlicht. Daarna behandel ik in § 1.4.3 twee *materieelrechtelijke* oplossingen, te weten het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid en het leerstuk van (de vergoeding van) het verlies van een kans. Tot slot sta ik in § 1.4.4 stil bij drie arresten van de Hoge Raad op het terrein van beleggingsschade, waarin hij is

178. Zie onder meer Akkermans 2002, p. 28-29 en p. 114-115; Akkermans 2009, p. 95-96; Bloembergen 1965, nr. 14; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 17-18; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.9.2.

179. Vgl. Akkermans 2002, p. 114-115; Akkermans 2009, p. 95-96. Vgl. ook Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 17-18.

180. Aldus Akkermans 2002, p. 115; Akkermans 2009, p. 95.

181. Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 18; Akkermans 1997, p. 404; Giesen 2001, p. 445-447.

182. Zie voor een bespreking van de verschillende mogelijkheden om de bewijslast van de belegger ten aanzien van het causaal verband te verlichten bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk Klaassen 2013, p. 127-174; Schild 2009, p. 254-264 en bij informatieverzuimen in het algemeen Giesen & Maes 2014, p. 219-232. En zie voor een bespreking van de verschillende mogelijkheden om de belegger in zijn bewijslast tegemoet te komen bij de aansprakelijkheid van een vermogensbeheerder Busch 2014 (Mon. BW B8), nr. 23.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

ingegaan op het bewijs van causaal verband tussen de door de bank en/of uitgevende instelling begane normschending en de door de belegger geleden beleggingsschade.

1.4.2 *Procesrechtelijke oplossingen om de bewijslast te verlichten*

De rechter heeft in de praktijk verschillende procesrechtelijke (in de zin van bewijsrechtelijke) instrumenten tot zijn beschikking om de benadeelde in zijn bewijslast tegemoet te komen, waarvan ik er in deze paragraaf drie bespreek.¹⁸³

1.4.2.1 *Bewijswaarderingsmaatstaf*

De eerste manier waarop de benadeelde in zijn bewijslast tegemoet kan worden gekomen is via (het verlagen van) de bewijswaarderingsmaatstaf.¹⁸⁴ De rechter kan en mag een bepaald feit als vaststaand aannemen, wanneer hij overtuigd is van de waarheid van dat feit.¹⁸⁵ Voor deze rechterlijke overtuiging is geen natuurwetenschappelijke of wiskundige mate van zekerheid vereist.¹⁸⁶ In principe is een ‘redelijke mate van zekerheid’ voldoende om het desbetreffende feit als vaststaand te kunnen aannemen.¹⁸⁷ Deze algemene bewijswaarderingsmaatstaf is echter te streng wanneer het gaat om het bewijs van het causaal verband.¹⁸⁸ Vanwege de vergelijking die moet worden gemaakt met de hypothetische situatie zonder normschending gaat het bewijs van causaal verband namelijk per definitie gepaard met onzekerheid (ik verwijs naar mijn opmerking in § 1.4.1). In de doctrine wordt daarom aangenomen dat voor dit bewijs een lagere, speciaal op het hypothetische causaliteits-element afgestemde, bewijswaarderingsmaatstaf geldt.¹⁸⁹ Een ‘redelijke

183. Zie over het verlichten van de bewijslast van de benadeelde bij het bewijs van causaal verband onder meer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 76-78; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 47-57; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.5.5-2.8. 14; Akkermans 2009, p. 98-100; Akkermans 2002, p. 28-29 en p. 114-118; Asser in zijn *NJ*-noot onder HR 29 november 2002, *NJ* 2004/305 (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen).

184. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 20.1; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.9.2; Akkermans 2009, p. 98; Akkermans 2002, p. 115-116; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 18-19.

185. Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 18.

186. Vgl. Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 18.

187. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 199; Asser 2004, nr. 2; Giesen 2001, p. 49-53; Pitlo/Rutgers & Krans 2014, nr. 4.

188. Akkermans 2009, p. 99; Akkermans 2002, p. 115-116; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 18.

189. Aldus Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 19.

HOOFDSTUK 1

mate van waarschijnlijkheid' volstaat om de rechter te overtuigen van de aanwezigheid van causaal verband.¹⁹⁰

1.4.2.2 *Verzwaarde motiveringsplicht*

Een tweede manier om de benadeelde in zijn bewijslast tegemoet te komen, is door voor de *gedaagde* een zogenoemde 'verzwaarde motiveringsplicht' aan te nemen.¹⁹¹ Hiermee wordt bedoeld dat de rechter de gedaagde de verplichting oplegt om in het kader van (de motivering van) zijn betwisting van de stellingen van de benadeelde, de laatstgenoemde informatie te verschaffen teneinde hem te helpen bij de vervulling van de op hem rustende bewijslast.¹⁹² Door het aldus verlichten van de bewijsleveringslast, wordt ook het op de benadeelde rustende bewijsrisico verlicht, aangezien de kans dat dit risico zich aan zijn kant realiseert, afneemt.¹⁹³ De rechter zal het instrument van de verzwaarde motiveringsplicht met name in die gevallen toepassen, waarin de aard van de processuele relatie tussen partijen meebrengt dat de realisering van het materiële rechtsgevolg waar de benadeelde zich op beroept, zonder ingrijpen in de bewijsleveringslast in gevaar dreigt te komen.¹⁹⁴ Steeds zal het daarbij gaan om gegevens die zich bevinden, of die zich zouden behoren te bevinden, in het domein van de gedaagde.¹⁹⁵ Hierbij zij nog aangetekend dat het instrument van de verzwaarde motiveringsplicht meestal niet alleen wordt ingezet ter verlichting van de bewijslast bij het bewijs van het causaal verband, maar ook – of misschien wel beter gezegd: vooral – ter verlichting van de bewijslast bij het bewijs van de normschending.

Voldoet de aansprakelijk gestelde partij niet aan zijn verzwaarde motiveringsplicht, dan mag de rechter daaraan de conclusies verbinden die hij

190. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 20.1; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.9.2; Akkermans 2009, p. 98; Akkermans 2002, p. 115; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 19.

191. Zie hierover onder meer Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214a; Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 306-309; Asser 2004, nr. 49-52; Giesen 2001, p. 39-47; Schild 2009, p. 259; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 19. Zie over de verzwaarde motiveringsplicht ook het overzichtsartikel Pajmans 2016.

192. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 306; Asser 2004, nr. 49. Zie verder onder meer de arresten HR 20 april 2007, *JA* 2007/89 (X en Y/Stichting Slotervaartziekenhuis), r.o. 3.4.2; HR 15 juni 2007, *NJ* 2007/335 (M./X en Y), r.o. 3.4.4; HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:831, *NJ* 2014/368, m.nt. T. Hartlief (Reaal Schadeverzekeringen N.V./Gemeente Deventer), r.o. 3.6.2-3.6.3.

193. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 307; Asser 2004, nr. 50; Giesen 2001, p. 39; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 19.

194. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 307; Asser 2004, nr. 50.

195. Idem.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

geraden acht.¹⁹⁶ De rechter kan bijvoorbeeld de bewijslast omkeren of de stellingen van de benadeelde als onvoldoende weersproken beschouwen en als vaststaand aannemen (art. 149 lid 1 Rv).

In de rechtspraak komt men de verzwaarde motiveringsplicht voornamelijk tegen in gevallen waarin een beroepsbeoefenaar (denk aan de arts, advocaat of notaris) aansprakelijk wordt gesteld voor het begaan van een kunstfout en/of het schenden van een informatie- of waarschuwingsplicht.¹⁹⁷ Van de beroepsbeoefenaar wordt dan verlangd dat hij – in het kader van zijn betwisting van de stellingen van de benadeelde – nadere informatie verschaft over de gang van zaken die heeft geleid tot de vermeende kunstfout en/of het vermeende informatieverzuim.¹⁹⁸

1.4.2.3 *Het vermoeden*

a. Inleiding

Een andere (in de praktijk veel voorkomende) manier om de bewijslast van de benadeelde te verlichten is het aannemen van een vermoeden.¹⁹⁹ Van een vermoeden spreekt men als uit een of meer vaststaande feiten een ander, niet-vaststaand feit, wordt afgeleid.²⁰⁰ Uit de vaststelling van het feit dat de gedaagde onrechtmatig heeft gehandeld in combinatie met het feit dat de eiser schade heeft geleden, wordt bijvoorbeeld afgeleid dat deze schade in

196. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 309; Asser 2004, nr. 52; Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214a; Schild 2009, p. 259.

197. Zie in dit verband onder meer de arresten HR 20 november 1987, *NJ* 1988/500, m.nt. W.L. Haardt (Timmer/Deutman); HR 18 februari 1994, *NJ* 1994/368 (Schepers/De Bruijn); HR 13 januari 1995, *NJ* 1997/175, m.nt. C.J.H. Brunner (Ziekenhuis De Heel/X c.s.); HR 10 januari 1997, *NJ* 1999/286, m.nt. W.M. Kleijn; HR 1 december 2000, *NJ* 2001/45 (TTS Automation A/S/Stichting Administratiekantoor Sigillo); HR 23 november 2001, *NJ* 2002/386, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2002/387 (I./Stichting Gezondheidszorg, Oostelijk Zuid-Limburg); HR 23 november 2001, *NJ* 2002/387, m.nt. J.B.M. Vranken (N./P.); HR 15 december 2006, *NJ* 2007/203, m.nt. M.R. Mok (Noord Nederlands Effektenkantoor/Mourik), r.o. 3.4; HR 19 februari 2016, ECLI:NL:HR:2016:288 (X/Y), r.o. 3.4.3.

198. Voor een voorbeeld van een uitspraak van het KiFiD waarin een aansprakelijk gestelde beleggingsadviseur een verzwaarde stelplicht werd opgelegd in het kader van zijn betwisting van de stelling van de eisende belegger dat de adviseur tekort was geschoten in de uitvoering van de adviesovereenkomst, wijs ik op de uitspraak Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2013-06 d.d. 31 januari 2013, r.o. 5.1.2.

199. Zie over het verlichten van de bewijslast aan de hand van een vermoeden (onder meer) Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 296-305; Asser 2004, nr. 32-44; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.7-2.8; Pitlo/Rutgers & Krans 2014, Bewijs, nr. 40-44; Giesen 2001, p. 64-74. Zie hierover ook het kraakheldere en informatieve artikel Snijders 2015, p. 2664-2672.

200. Vgl. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214.

HOOFDSTUK 1

causaal verband staat met de door de gedaagde begane normschending. Het vermoeden kan worden ontzenuwd door het leveren van tegenbewijs door degene ten nadele van wie dit vermoeden werkt.^{201, 202}

Het is van belang te benadrukken dat bij het hanteren van een vermoeden de bewijslast in de zin van het bewijsrisico niet wordt omgekeerd en dit bewijsrisico (op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv) onverminderd blijft rusten op de partij die zich op een bepaald rechtsgevolg beroept (in dit geval de benadeelde).²⁰³ Weet de partij ten nadele van wie het vermoeden werkt (in dit geval de aansprakelijk gestelde partij) namelijk voldoende twijfel te zaaien, dan zal het door de benadeelde beoogde rechtsgevolg niet intreden. Wel kan worden gezegd dat het ten gunste van de benadeelde aannemen van een vermoeden ertoe leidt dat het op hem rustende bewijsrisico wordt verlicht.²⁰⁴ De benadeelde wordt namelijk bij voorbaat ontheven van de last om (als eerste) bewijsmateriaal naar voren te brengen (de bewijsleveringslast wordt met andere woorden wél omgekeerd). De kans dat het bewijsrisico zich aan de kant van de benadeelde realiseert, neemt hierdoor aanzienlijk af.

In beginsel kunnen drie verschillende soorten vermoedens worden onderscheiden: (i) het (weerlegbare) wettelijk vermoeden; (ii) het jurisprudentieel vermoeden; en (iii) het feitelijk of rechterlijk vermoeden.^{205, 206} De twee eerstgenoemde vermoedens berusten op (geschreven of ongeschreven) rechtsregels, het feitelijk (of rechterlijk) vermoeden berust puur op de feiten die de rechter in een concrete zaak krijgt voorgelegd.²⁰⁷ Het feitelijk en het jurisprudentieel vermoeden zal ik hierna kort bespreken. Het wettelijk vermoeden laat ik verder buiten beschouwing, aangezien

201. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser 2004, nr. 35.

202. Een uitzondering op de regel dat het vermoeden kan worden ontzenuwd, betreft het zogenoemde 'onweerlegbare' wettelijke vermoeden. Dit type vermoeden heeft daarom eigenlijk ook meer het karakter van een *materieel*rechtelijke rechtsregel dan van een *proces*rechtelijke bewijslastregel. Het onweerlegbare wettelijke vermoeden laat ik hier verder buiten beschouwing. Zie daarover nader Asser *Procesrecht/Asser 3* 2017, nr. 299; Asser 2004, nr. 37; Pitlo/Rutgers & Krans 2014, Bewijs, nr. 41.

203. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser 2004, nr. 35; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 21. Zie ook Asser in zijn *NJ*-noot (sub 9 – sub 13) onder HR 29 november 2002, *NJ* 2004/305 (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen).

204. Asser 2004, nr. 35.

205. Vgl. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser *Procesrecht/Asser 3* 2017, nr. 298; Asser 2004, nr. 33.

206. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214 onderscheiden naast de drie in de hoofdstuk genoemde vermoedens ook nog het zogenoemde 'processuele vermoeden'.

207. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

voor de aansprakelijkheidsgronden die voor het onderhavige onderzoek van belang zijn, geen wettelijke vermoedens bestaan.²⁰⁸

b. Het feitelijk of rechterlijk vermoeden

Het feitelijk of rechterlijk vermoeden (hierna: feitelijk vermoeden) betreft een manier van redeneren waarbij de rechter, tegen de achtergrond van de hem toekomende vrijheid in het kader van de bewijswaardering, op grond van *indirect* bewijs een bepaald feit op voorhand bewezen acht.²⁰⁹ In de context van het causaal verband betekent dit dat de rechter uit een of meer hulpfeiten de aanwezigheid van (het door de benadeelde te bewijzen) causaal verband afleidt.²¹⁰ Om een feitelijk vermoeden te kunnen aannemen moet aan ten minste twee voorwaarden zijn voldaan.²¹¹ Ten eerste moet het hulpfeit dat (of de hulpfeiten die) de grondslag van de redenering vormt (vormen), komen vast te staan, hetgeen in beginsel betekent dat dit feit (of die feiten) bewezen dient (dienen) te worden.^{212, 213} De bewijslast hiervoor rust op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv op de benadeelde, aangezien het de benadeelde is die van het vermoeden wil profiteren.²¹⁴ Of het hulpfeit als vaststaand kan worden aangenomen, is uiteraard afhankelijk van de waardering die de rechter aan het desbetreffende bewijs toekent.²¹⁵ Hierbij geldt dat naarmate

-
208. Ik wijs erop dat in het schadevergoedingsrecht relatief recent een aantal nieuwe wettelijke vermoedens is ingevoerd, zie art. 6:193l BW (een kartel wordt vermoed schade te veroorzaken), art. 6:193r BW (vermoeden van doorberekening van meerkosten wanneer een door een kartel (beweerdelijk) benadeelde *indirecte* afnemer de inbreukpleger aansprakelijk stelt) en art. 6:177 lid 6-10 BW (vermoeden van causaal verband bij aansprakelijkheid voor mijnbouwschade).
209. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 303; Asser 2004, nr. 44; Pitlo/Rutgers & Krans 2014, Bewijs, nr. 43; Giesen 2001, p. 64-65 en p. 68; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.
210. Met onder meer Asser en Giesen ben ik van mening dat het feitelijk vermoeden moet worden onderscheiden van de figuur van de zogenoemde ‘voorshandse aannemelijkheid’, zie Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 295 en nr. 303 en Asser 2004, nr. 44 respectievelijk Giesen 2001, p. 68-69. Het onderscheid is daarin gelegen dat bij de eerstgenoemde constructie het bewijs van het aan te tonen rechtsfeit op *indirecte* wijze (namelijk op basis van in de procedure vastgestelde hulpfeiten) voorshands geleverd wordt geacht, terwijl bij de laatstgenoemde constructie het bewijs van het aan te tonen rechtsfeit op *directe* wijze voorshands geleverd wordt geacht. Wel zij toegegeven dat beide constructies zich in de praktijk niet altijd makkelijk laten onderscheiden. Anders Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20, voetnoot 47.
211. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 303-305; Asser 2004, nr. 44; Pitlo/Rutgers & Krans 2014, Bewijs, nr. 43; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.
212. Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.
213. Bewust zeg ik ‘in beginsel’. Het hulpfeit kan namelijk ook komen vast te staan op grond van eigen waarneming van de rechter ter terechtzitting.
214. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 296; Asser 2004, nr. 34; Giesen 2001, p. 65; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.
215. Aldus Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.

HOOFDSTUK 1

de eisen die aan het bewijs van het hulpfeit worden gesteld strenger zijn, het vermoeden minder makkelijk ten gunste van de benadeelde kan worden aangenomen.²¹⁶ Blomsma e.a. merken in dit verband zeer terecht op dat de rechter hiermee dus een belangrijk instrument in handen heeft om het gebruik van het vermoeden te reguleren.²¹⁷ Ten tweede moet op basis van de vastgestelde hulpfeiten een sluitende argumentatie worden opgebouwd aan de hand waarvan het aan te nemen vermoeden kan worden beredeneerd.²¹⁸ Als minimumeis voor deze redenering geldt uiteraard dat zij moet voldoen aan de (meest elementaire) regels van de logica. Aan welke eisen de redenering verder moet voldoen, kan men in algemene zin niet zeggen.²¹⁹

Wanneer de rechter het instrument van het vermoeden toepast, gaat het meestal om een vermoeden van puur feitelijke aard.²²⁰ De rechter neemt het te bewijzen feit aan, omdat hem dat – uitgaande van het vastgestelde hulpfeit – naar algemene ervaringsregels of feiten van algemene bekendheid het meest waarschijnlijk voorkomt.²²¹ Maar soms kunnen bij het aannemen van een vermoeden – naast feitelijke – ook normatieve overwegingen een rol spelen.²²² In dat geval is de band tussen enerzijds het vastgestelde *hulpfeit* en anderzijds het langs de weg van een vermoeden aan te nemen *rechtsfeit* wat lossier (in de zin van naar algemene menselijke en maatschappelijke ervaring minder waarschijnlijk) en dient het vermoeden veeleer als instrument tot handhaving van een bepaalde norm in het concrete geval.²²³ De rechter zal een dergelijke constructie met name toepassen, wanneer de rechtsbescherming die de materiële norm de benadeelde beoogt te bieden als gevolg van een te bezwarende bewijslast illusoir dreigt te worden.

Zoals ik al opmerkte, heeft de gedaagde de mogelijkheid tot het leveren van tegenbewijs en mag hij proberen het ten gunste van de benadeelde aangenomen vermoeden te weerleggen (ervan uitgaande dat hij de desbetreffende stellingen van de benadeelde voldoende gemotiveerd heeft

216. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 296; Asser 2004, nr. 34; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.

217. Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.

218. Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20; Pitlo/Rutgers & Krans 2014, Bewijs, nr. 43.

219. Aldus Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.

220. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 298 en nr. 304; Asser 2004, nr. 33 en nr. 44; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.

221. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 298 en nr. 300; Asser 2004, nr. 33 en nr. 38; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20-21.

222. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 298; Asser 2004, nr. 33; Klaassen 2012a, p. 6. Zie over deze normatieve overwegingen uitgebreid Giesen 2001, p. 445 e.v. en Akkermans 2002, p. 123 e.v.

223. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 298; Asser 2004, nr. 33.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

betwist). Daartoe hoeft de gedaagde de rechter niet ten volle te overtuigen van het tegendeel; het zaaien van voldoende twijfel volstaat in principe.²²⁴ Dit tegenbewijs kan hij in beginsel op twee manieren leveren.²²⁵ Ten eerste kan hij het voorlopig bewezen geachte feit onaannemelijk maken of uitsluiten; daarnaast kan hij de bewijsconstructie (of de bewijsmiddelen) die als grondslag van de redenering dient (dienen), proberen te ontkrachten.²²⁶ Slaagt de gedaagde in dit (tegen)bewijs, dan schuift de bewijsleveringslast in beginsel weer terug naar de benadeelde en is de benadeelde dus weer aan zet om het door haar ingeroepen rechtsfeit (alsnog) te bewijzen.²²⁷

c. Het jurisprudentieel vermoeden

Na deze uiteenzetting over het feitelijk vermoeden kan ik over het jurisprudentieel vermoeden vrij kort zijn. Het jurisprudentieel vermoeden is qua constructie namelijk dezelfde figuur als het feitelijk vermoeden, zij het dat zij zich in de rechtspraak heeft (door)ontwikkeld tot ongeschreven bewijslastregel.²²⁸ Waar het feitelijk vermoeden dus slechts op *ad hoc-basis* wordt toegepast, heeft het jurisprudentieel vermoeden een breder toepassingsbereik en is het in beginsel *steeds* van toepassing als aan de daarvoor geldende voorwaarden (lees: de onder de regel voorgeschreven hulpfeiten) is voldaan. Hierbij teken ik aan dat een bepaald in de rechtspraak toegepast vermoeden pas de status van ‘jurisprudentieel vermoeden’ verkrijgt, wanneer de Hoge Raad het als zodanig heeft aanvaard en het daarmee tot (ongeschreven) regel heeft ‘gepromoveerd’.²²⁹ Verreweg het belangrijkste jurisprudentieel ver-

224. Sniijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 266; Asser 2004, nr. 45-46; Akkermans 2002, p. 12-14; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 21.

225. Zie over dit tegenbewijs Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 266; Asser 2004, nr. 45-46.

226. Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 266; Asser 2004, nr. 46; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 21.

227. Wanneer de gedaagde erin slaagt tegenbewijs te leveren, schuift de bewijsleveringslast *in beginsel* terug naar de benadeelde, maar dit hoeft niet altijd het geval te zijn. Afhankelijk van het verloop van het partijdebat en afhankelijk van de verder over en weer aangevoerde feiten en omstandigheden, kan het door de gedaagde leveren van tegenbewijs namelijk ook tot gevolg hebben dat het door de benadeelde ingeroepen rechtsgevolg simpelweg wordt afgewezen.

228. Zie over het jurisprudentieel vermoeden onder meer Sniijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 298 en nr. 301-302; Asser 2004, nr. 33 en nr. 43.

229. Ik wijs erop dat de juiste kwalificatie van een door de rechter gehanteerd vermoeden (feitelijk of jurisprudentieel) niet louter een academische kwestie betreft. Heeft een bepaald vermoeden namelijk eenmaal de status van ‘regel’ verworven, dan is de rechter in beginsel niet langer vrij het desbetreffende vermoeden al dan niet toe te passen. De rechter is dan in principe *verplicht* het vermoeden toe te passen. In het verlengde hiervan kan het onderscheid tussen feitelijk en jurisprudentieel vermoeden ook van belang zijn voor de toetsing in cassatie.

HOOFDSTUK 1

moeden dat wij kennen uit de rechtspraak van de Hoge Raad is de zogenoemde ‘omkeringsregel’.²³⁰ Zoals bekend houdt deze regel in dat ‘indien door een als onrechtmatige daad of wanprestatie aan te merken gedraging een risico ter zake van het ontstaan van schade in het leven is geroepen en dit risico zich vervolgens verwezenlijkt, daarmee het causaal verband tussen die gedraging en de aldus ontstane schade in beginsel is gegeven en dat het aan degene die op grond van die gedraging wordt aangesproken, is om te stellen en te bewijzen dat die schade ook zonder die gedraging zou zijn ontstaan’.^{231, 232} Aangezien ik met vele anderen van mening ben dat op grond van de huidige rechtspraak van de Hoge Raad ervan kan worden uitgegaan dat de omkeringsregel alleen (nog maar) van toepassing is bij schending van verkeers- en/of veiligheidsnormen,²³³ en wij bij misleiding van het belegend publiek niet met dergelijke normen van doen hebben, is zij voor het onderhavige onderzoek niet van belang.²³⁴ In het vervolg van het onderzoek laat ik de omkeringsregel daarom verder

-
230. Over de omkeringsregel is ongelooflijk veel geschreven. Ik volsta met verwijzingen naar Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 77-78; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 48-55; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.6; Akkermans 2002.
231. Zie onder meer de volgende arresten HR 29 november 2002, *NJ* 2004/304, m.nt. W.D.H. Asser onder *NJ* 2004/305 (The Transport Ferry Service B.V. e.a./Nederlandse Spoorwegen); HR 29 november 2002, *NJ* 2004/305, m.nt. W.D.H. Asser (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen); HR 25 november 2005, *NJ* 2007/141, m.nt. C.J.H. Brunner (Eurosportief 2000 C.V. e.a./Wesselink); HR 7 december 2007, *NJ* 2007/644 (X en Y/Stichting Medisch Centrum Leeuwarden); HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4200 (X/Fortis Corporate Insurance N.V.); HR 19 december 2008, *NJ* 2009/28 (Smeets/Gemeente Heerlen); HR 23 november 2012, *NJ* 2012/669 (De erven A./B. en C.); HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1008 (X/Stichting Free Press Unlimited), r.o. 3.4.2.
232. Het verhaal van de omkeringsregel en de ontwikkeling die zij heeft doorgemaakt, is inmiddels genoegzaam bekend. Treffender dan Schild kan ik het niet verwoorden: ‘Zij kwam, zag en werd weer ingeperkt’, aldus Schild 2009, p. 257. Zie over de ontwikkeling van de omkeringsregel ook het overzichtsartikel van Giesen 2009, p. 69-86.
233. Aldus onder meer Klaassen 2012a, p. 9; Akkermans & Van Dijk 2012, § 5 en § 7; Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Giesen 2009, p. 84-85; Schild 2009, p. 258. Vgl. echter Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 49.5 en nr. 54.
234. Wel wijs ik erop dat de Commissie van Beroep DSI de omkeringsregel een enkele keer heeft toegepast bij het schenden van een informatieplicht door een financiële dienstverlener, zie bijvoorbeeld Commissie van Beroep DSI nr. 369 d.d. 31 maart 2009. Verder wijs ik erop dat A-G T. Hartlief in punt 3.36 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2017:430, bij HR 22 september 2017, ECLI:NL:HR:2017:2452 (X/Y en Z) de omkeringsregel een toelaatbare oplossing lijkt te vinden voor het verlichten van de bewijslast ten aanzien van het causaal verband tussen enerzijds het door een accountant tekortschieten in zijn waarschuwingsplicht en anderzijds de (ondernemings)beslissing(en) die zijn cliënt vervolgens heeft genomen. Zie in dit verband ook punt 3.12 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2017:1100, bij het 81 RO-arrest HR 1 december 2017, ECLI:NL:HR:2017:3051 (X/Y en Z), waarin hij enige ruimte ziet voor het toepassen van de omkeringsregel bij schending van *waarschuwingsverplichtingen*.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

buiten beschouwing. Andere voorbeelden van jurisprudentiële vermoedens zijn – althans, ik beschouw ze als zodanig – de door de Hoge Raad geformuleerde ‘uitgangspunten’ voor het bewijs van het causaal verband in de hierna nog te bespreken effectenlease-arresten en het World Online-arrest.^{235, 236}

1.4.3 Materieelrechtelijke oplossingen om de bewijslast te verlichten

Er bestaan ook materieelrechtelijke oplossingen om bij causaliteitsonzekerheid de bewijslast van de benadeelde voor het causaal verband te verlichten. Hierbij is natuurlijk in de eerste plaats te denken aan het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid en het leerstuk van (de vergoeding van) het verlies van een kans.^{237, 238} Beide leerstukken bespreek ik hierna achtereenvolgens.

1.4.3.1 Het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid

Bij het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid gaat het in essentie om aansprakelijkheid corresponderend met de kans dat de gestelde schade door de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis is veroorzaakt.²³⁹ In het algemeen wordt aangenomen dat de Hoge Raad²⁴⁰

235. Voor de kwalificatie van de in deze arresten toegepaste bewijslastconstructie neem ik hier een genuanceerder standpunt in dan ik deed in een artikel in het *WPNR* uit 2010 dat ik schreef samen met Van Boom, zie Pijls & Van Boom 2010, p. 194-200.

236. Voor een ander voorbeeld van een jurisprudentieel vermoeden van causaal verband wijs ik op het arrest HR 18 september 2015, ECLI:NL:HR:2015:2722, *NJ* 2016/166, m.nt. S.D. Lindenbergh (Staat/X), r.o. 3.6.2 (bij de vaststelling van de schade wegens het niet tijdig implementeren van art. 7 van Richtlijn 2003/88/EG (*PbEU* 2003, L 299/9), mag tot uitgangspunt worden genomen dat de benadeelde werknemer bij een tijdige implementatie van deze bepaling van de hem alsdan geboden mogelijkheid of aanspraak gebruik zou hebben gemaakt).

237. Zie over deze proportionele benaderingen als oplossing voor causaliteitsonzekerheid uitgebreid (onder meer) Akkermans 1997; Klaassen 2007; Giesen 2008; Akkermans & Van Dijk 2012; en de verzamelbundel Akkermans, Faure & Hartlief 2000. Zie hierover ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-81d; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 58-68.

238. Zie voor een bespreking van andere materieelrechtelijke oplossingen Giesen 2008, p. 102-103.

239. Ook buiten het terrein van causaliteitsonzekerheid zijn verschillende figuren te onderscheiden die men zou kunnen aanduiden als ‘proportionele aansprakelijkheid’. Wanneer ik in het hiernavolgende spreek over ‘proportionele aansprakelijkheid’, doel ik op de proportionele benadering die in het Nefalit/Karamus-arrest werd gevolgd als oplossing voor onzekerheid over het csqn-verband.

240. HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Nefalit/Karamus), r.o. 3.13. Zie voor een bespreking van dit arrest onder meer ook Nieuwenhuis 2006, p. 177-178; Lindenbergh 2006, p. 736-741; Van Dijk 2006, p. 294-306.

HOOFDSTUK 1

deze figuur voor het eerst heeft toegepast in het bekende arrest Nefalit/Karamus.^{241, 242} In deze zaak ging het – zoals bekend – om een (voormalig) werknemer die zijn (voormalig) werkgever aansprakelijk stelde voor gezondheidsschade (longkanker) ten gevolge van blootstelling aan asbeststof tijdens de uitoefening van zijn werkzaamheden. De werkgever verdedigde zich met de stelling dat de longkanker van de werknemer ook kon zijn veroorzaakt door andere oorzaken en in het concrete geval waarschijnlijk was veroorzaakt door zijn eigen rookgedrag. Medisch gezien kon niet worden aangetoond waardoor de longkanker was veroorzaakt. Het causaal verband tussen de tekortkoming van de werkgever en de gezondheidsschade van de werknemer liet zich daarom niet met enige mate van zekerheid vaststellen. De ziekte van de werknemer kon ook zijn veroorzaakt door omstandigheden waarvoor niemand verantwoordelijk was of door een combinatie van factoren. De Hoge Raad oordeelt over dit probleem als volgt:²⁴³

‘Onder zodanige omstandigheden ligt in het algemeen voor de hand (...) dat de rechter een deskundige benoemt om zich te laten voorlichten over de grootte van de kans dat de gezondheidsschade van de werknemer is veroorzaakt in de uitoefening van zijn werkzaamheden door een toerekenbare tekortkoming van de werkgever. Indien vervolgens moet worden geoordeeld dat die kans zeer klein is, zal het in het algemeen voor de hand liggen dat de rechter de vordering afwijst en indien die kans zeer groot is, dat hij haar toewijst.’

Wanneer de kans niet zeer klein of zeer groot is, geldt volgens de Hoge Raad een ander regime.²⁴⁴

241. Met name Kortmann heeft erop gewezen dat het eigenlijk onzuiver is om de door de Hoge Raad in Nefalit/Karamus gehanteerde techniek te kwalificeren als proportionele aansprakelijkheid. Zie Kortmann 2006, p. 1409-1411 en Kortmann 2012, p. 52-58. In het arrest Nationale Nederlanden/S. en L. zegt de Hoge Raad echter zelf dat de in het arrest Nefalit/Karamus geformuleerde rechtsregel ‘ook wel wordt aangeduid als *proportionele aansprakelijkheid*’ (curs. *ACWP*), HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenberg onder *NJ* 2013/237, r.o. 4.2, eerste volzin. En in het arrest Deloitte/H. & H. Beheer e.a. overweegt de Hoge Raad als volgt: ‘In (...) [het arrest Nefalit/Karamus] heeft de Hoge Raad *de rechtsregel van de proportionele aansprakelijkheid aanvaard*’ (curs. en toevoeging *ACWP*), HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenberg, r.o. 3.5.2, eerste volzin.

242. Zie over de in de vorige voetnoot genoemde terminologische kwestie ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 81b; Akkermans & Van Dijk 2012, § 2; Klaassen 2012a, p. 16.

243. HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Nefalit/Karamus), r.o. 3.13.

244. Idem.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

‘Ten aanzien van de tussen die beide uitersten gelegen gevallen is het echter in het algemeen, mede gelet op de strekking van de onderhavige norm – het voorkomen van gezondheidsschade bij de werknemer – en de aard van de normschending (...) uit overwegingen van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar de onzekerheid over de mate waarin de tekortkoming van de werkgever heeft bijgedragen tot de schade van de werknemer, in zijn geheel op de werknemer af te wentelen. Eveneens onaanvaardbaar (...) is het echter de onzekerheid over het causaal verband met de schade van de werknemer geheel voor risico van de werkgever te laten komen, in weerwil van de niet zeer kleine kans dat buiten de uitoefening van de werkzaamheden gelegen omstandigheden die aan de werknemer moeten worden toegerekend (zoals roken, genetische aanleg, veroudering of van buiten komende oorzaken), de schade (mede) hebben veroorzaakt.’

Vervolgens formuleert de Hoge Raad de oplossing met bijbehorende juridische grondslag:²⁴⁵

‘Mede gelet op de aan de artikelen 6:99 en 6:101 BW ten grondslag liggende uitgangspunten moet daarom worden aangenomen dat (...) [onder de hier genoemde omstandigheden] de rechter de werkgever tot vergoeding van de gehele schade van de werknemer mag 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.’ (toevoeging *ACWP*)

Hoewel de Hoge Raad in bovenstaande overwegingen omzichtig formuleert en hij zich niet expliciet uitlaat over de reikwijdte van de in dit arrest geformuleerde oplossing, lijkt uit de overwegingen wel een zekere terughoudendheid te spreken voor het toepassen van proportionele aansprakelijkheid als oplossing voor causaliteitsonzekerheid. Zo is het oordeel van de Hoge Raad duidelijk toegespitst op de specifieke omstandigheden van het geval en baseert hij zijn beslissing mede op de beperkende werking van redelijkheid en billijkheid. Ook het feit dat de Hoge Raad in zijn motivering expliciet refereert aan de strekking van de norm – het voorkomen van gezondheidsschade bij de werknemer – en de aard van de geschonden norm – de zorgplicht van een werkgever jegens zijn werknemer – wijst op een terughoudende toepassing. In het hierna nog te bespreken arrest *Fortis/Bourgonje* heeft de Hoge Raad deze terughoudendheid nader geëxpliciteerd.²⁴⁶

245. Idem. Terzijde wijs ik erop dat de Hoge Raad in zijn arrest HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.), r.o. 4.2 de formulering van de in de hoofdtekst geciteerde overweging nog heeft gepreciseerd, maar dat is voor mijn betoog verder niet van belang.

246. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls (*Fortis/Bourgonje*), r.o. 3.8-3.9.

HOOFDSTUK 1

1.4.3.2 *Het leerstuk van (de vergoeding van) het verlies van een kans*

Een andere materieelrechtelijke oplossing waarmee bij causaliteitsonzekerheid de bewijslast van de benadeelde kan worden verlicht, betreft het leerstuk van (de vergoeding van) het verlies van een kans.²⁴⁷ Bij toepassing van dit leerstuk wordt de causaliteitsonzekerheid geëcarteerd door uit te gaan van een aangepast schadebegrip: als gevolg van de normschending is de kans op een beter resultaat – of anders gezegd: een gunstigere vermogensontwikkeling – verloren gegaan.²⁴⁸ Indien vervolgens wordt erkend dat deze verloren kans op geld waardeerbaar is en daarmee vermogensschade vormt in de zin van art. 6:96 BW, komt zij in beginsel voor vergoeding in aanmerking.²⁴⁹ Dat wil uiteraard nog niet meteen zeggen dat de door de benadeelde gevorderde schadevergoeding zonder meer moet worden toegewezen, maar het probleem van het onzekere causaal verband tussen de onrechtmatige gedraging en de ‘daadwerkelijke’ of ‘definitieve’ schade is in elk geval omzeild.²⁵⁰ De benadeelde dient nu in principe alleen nog te bewijzen dat tussen de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis en de gestelde *kansschade* causaal verband bestaat,²⁵¹ maar dit bewijs is doorgaans gemakkelijker te leveren dan het bewijs van causaal verband tussen de normschending en de *definitieve* schade.²⁵² Slaagt de benadeelde in deze bewijsopdracht, dan komt de geleden kansschade in beginsel volledig voor vergoeding in aanmerking.²⁵³ De omvang van de kansschade kan vervolgens worden verkregen door de daadwerkelijk geleden schade (waarbij de door de benadeelde gestelde hypothetische werkelijkheid in beginsel tot uitgangspunt kan worden genomen) te vermenigvuldigen met de grootte van de kans dat zonder de normschending de vermogenspositie van de benadeelde

247. Zie over het leerstuk van het verlies van een kans onder meer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-80b en nr. 81c-81d; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 67; Akkermans 1997, p. 107-253; Van Dijk 2000, p. 27-42; Faure 2000, p. 161-196.

248. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 34; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 67; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.10.6; Akkermans & Van Dijk 2012, § 2.

249. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 67; Klaassen 2007, p. 1351; Van Dijk 2000, p. 38.

250. Akkermans & Van Dijk 2012, § 2; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 67; Klaassen 2007, p. 1351; Akkermans 1997, p. 107-108.

251. Zie in dit verband ook het arrest Deloitte/H. & H. Beheer e.a.: ‘Opmerking verdient dat, teneinde de leer van de kansschade te kunnen toepassen, *eerst beoordeeld moet worden of [csqn]-verband aanwezig is* tussen de aansprakelijkheid scheppende gebeurtenis (...) en het verlies van de kans op succes.’ (curs. en toevoeging *ACWP*), aldus HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh, r.o. 3.5.3.

252. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79- 80a; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 67; Klaassen 2007, p. 1351; Akkermans 1997, p. 107-108.

253. Klaassen 2007, p. 1351.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

deelde zich gunstiger zou hebben ontwikkeld.²⁵⁴ Deze begrotingskwestie levert in de regel minder problemen op dan het eerdergenoemde causaliteitsbewijs, aangezien de rechter op grond van art. 6:97 BW de vrijheid heeft de omvang van de kansschade te schatten indien een nauwkeurige vaststelling niet mogelijk is.²⁵⁵

De Hoge Raad heeft toepassing van het leerstuk van het verlies van een kans voor het eerst aanvaard in het bekende Baijings-arrest uit 1997.²⁵⁶ Het ging in deze zaak om de beroepsfout van een advocaat die ten onrechte had verzuimd hoger beroep in te stellen van een voor zijn cliënt Baijings ongunstige uitspraak. Baijings stelde vervolgens zijn advocaat aansprakelijk en stelde zich daarbij op het standpunt dat hij in hoger beroep in het gelijk zou zijn gesteld. Over de vraag of, en zo ja, in welke mate hij schade heeft geleden als gevolg van de beroepsfout van de advocaat, oordeelde de Hoge Raad als volgt:²⁵⁷

‘Voor het antwoord op deze vraag moet in beginsel worden beoordeeld hoe de appelrechter had behoren te beslissen, althans moet het te dier zake toewijsbare bedrag worden geschat aan de hand van de goede en kwade kansen die de appelland in hoger beroep, zo dit ware ingesteld, zou hebben gehad.’

Hoewel de Hoge Raad in bovenstaande overweging niet expliciet refereert aan het leerstuk van het verlies van een kans, werd er – mede tegen de achtergrond van de conclusie van A-G Bakels – in de doctrine van uitgegaan dat de Hoge Raad met de genoemde tweede optie (het schatten van de goede en kwade kansen) wel beoogde dit leerstuk toe te passen.²⁵⁸ Pas in het eind 2012 gewezen arrest Deloitte/H. & H. Beheer e.a. overwoog de Hoge Raad echter voor het eerst expliciet dat hij ‘het

254. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-80a; De Jong 2010, p. 296; Van Dijk 2000, p. 29.

255. Zie over de bevoegdheid van de (feiten)rechter om de hoogte van de kansschade te schatten, indien een nauwkeurige vaststelling niet mogelijk is de arresten HR 19 juni 2015, ECLI:NL:HR:2015:1683, *NJ* 2016/1, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*X/Gemeente Zoeterwoude*), r.o. 3.7.2 en HR 27 oktober 2017, ECLI:NL:HR:2017:2786 (*X/Academisch Ziekenhuis Maastricht*), r.o. 3.4.2. Zie hierover in de literatuur De Jong 2010, p. 296; Klaassen 2017 (*Mon. BW B35*), nr. 67; Klaassen 2007, p. 1352; Van Dijk 2000, p. 29; Akkermans 1997, p. 183-187.

256. HR 24 oktober 1997, *NJ* 1998/257, m.nt. P.A. Stein (*Baijings/X*).

257. HR 24 oktober 1997, *NJ* 1998/257, m.nt. P.A. Stein (*Baijings/X*), r.o. 5.2.

258. De geciteerde overweging is in latere arresten over beroepsfouten van advocaten herhaald. Zie HR 19 januari 2007, *NJ* 2007/63 (*Kranendonk/De Vries e.a.*), r.o. 3.4.3; HR 16 februari 2007, *NJ* 2007/256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/Houthoff Buruma*), r.o. 3.3; HR 11 december 2009, *NJ* 2010/3 (*Velic/Lemmen*), r.o. 3.4. Zie over het bewijs van causaal verband bij de beroepsaansprakelijkheid van een advocaat ook het arrest HR 9 november 2012, *NJ* 2014/480, m.nt. W.D.H. Asser (*X/Y*), r.o. 3.5-3.6.

HOOFDSTUK 1

leerstuk van de kansschade [heeft] aanvaard in gevallen waarin een advocaat had verzuimd om tijdig hoger beroep in te stellen (...) of om tijdig een rechtsvordering in te stellen (...).²⁵⁹ In *Deloitte/H. & H. Beheer e.a.* werd toepassing van dit leerstuk vervolgens aanvaard ten aanzien van een fiscaal adviseur die bij zijn advisering jegens zijn cliënt toerekenbaar was tekortgeschoten door de cliënt niet te wijzen op een bepaalde (voor hem eventueel beschikbare) fiscale faciliteit. In deze zaak stond weliswaar vast dat de cliënt bij een juist en volledig advies inderdaad conform dat advies zou hebben gehandeld, maar het was onzeker of hij zich – in de hypothetische situatie dat hij op de fiscale faciliteit was geweest – daadwerkelijk met succes op de faciliteit had kunnen beroepen. Het was derhalve onzeker of de cliënt als gevolg van de normschending van de adviseur wel schade had geleden en voor deze onzekerheid werd vervolgens het leerstuk van kansschade toegepast.²⁶⁰ Behoudens de situatie waarin een advocaat een beroepsfout heeft gemaakt of een fiscaal adviseur in zijn advisering tekort is geschoten, heeft de Hoge Raad het leerstuk van kansschade inmiddels ook aanvaard in de situatie waarin de arts een kunstfout heeft begaan, waardoor voor de patiënt de kans op een beter behandelingsresultaat verloren is gegaan en in de situatie waarin de gemeente – vertegenwoordigd door het college van B&W – een bepaalde toezegging niet is nagekomen, waardoor voor de benadeelde particulier de kans op een gunstigere vermogenspositie verloren is gegaan.^{261, 262}

259. HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (*Deloitte/H. & H. Beheer e.a.*), r.o. 3.5.3.

260. HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (*Deloitte/H. & H. Beheer e.a.*), r.o. 3.6.

261. Zie HR 23 december 2016, ECLI:NL:HR:2016:2987, *NJ* 2017/133, m.nt. S.D. Lindenbergh (*X e.a./Academisch Ziekenhuis behorende bij de Openbare Universiteit Rotterdam*), r.o. 3.5.3-3.5.5 en HR 27 oktober 2017, ECLI:NL:HR:2017:2786 (*X/Academisch Ziekenhuis Maastricht*), r.o. 3.4.2 respectievelijk HR 13 februari 1981, *NJ* 1981/456, m.nt. C.J.H. Brunner (*Gemeente Heesch/Reijs*) en HR 19 juni 2015, ECLI:NL:HR:2015:1683, *NJ* 2016/1, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*X/Gemeente Zoeterwoude*), r.o. 3.7.2. In de zaak *Gemeente Heesch/Reijs* ging het om de vergoeding van kansschade wegens het niet-nakomen van een toezegging door het college van B&W om een voorstel tot het aangaan van een bepaalde ruilovereenkomst voor te leggen aan de gemeenteraad. In de zaak *X/Gemeente Zoeterwoude* ging het om de vergoeding van dergelijke schade wegens het niet-nakomen van een toezegging door het college van B&W om een voormalige dienstwoning met de bestemming 'woondoeleinden' op te nemen in het ontwerp-bestemmingsplan.

262. Voor een voorbeeld van de toepassing van het leerstuk van het verlies van een kans bij beleggingsschade wijs ik op de uitspraak *Commissie van Beroep DSI* nr. 1 d.d. 12 februari 2001.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

1.4.4 Drie arresten van de Hoge Raad over het bewijs van causaal verband bij beleggingsschade

In de afgelopen jaren heeft de Hoge Raad ook op het terrein van beleggingsschade een aantal arresten gewezen waarin hij belangrijke overwegingen heeft gewijd aan het bewijs van causaal verband. Van drie arresten, te weten de effectenlease-arresten,²⁶³ het arrest Fortis/Bourgonje²⁶⁴ en het World Online-arrest²⁶⁵ zal ik de relevante rechts-overwegingen hier kort bespreken. Andere arresten op het terrein van het beleggingsschade waarin het bewijs van causaal verband aan de orde was, zoals het arrest F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.²⁶⁶ en het arrest Rabobank Vaart en Vecht/X,²⁶⁷ laat ik hier verder onbesproken, aangezien de Hoge Raad in deze arresten geen (nieuwe) rechtsregels heeft geformuleerd (althans niet voor het bewijs van het causaal verband).

-
263. HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199, m.nt. C.W.M. Lieveise (De Treek/Dexia), r.o. 5.5.1-5.5.3 respectievelijk HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/183, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184 (Levob/Bolle), r.o. 4.7.8-4.7.10. Zie over deze arresten ook het heldere commentaar van Lindenbergh & Van Boom 2010, p. 188-196.
264. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls; Lindenbergh & Pape 2011, *AA* 2011, afl. 10, p. 720-725 (Fortis/Bourgonje).
265. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.).
266. HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.). Het hof lijkt in deze zaak bij zijn oordeel over het causaal verband tussen de zorgplichtschending van de bank en de beleggingsbeslissing van de belegger het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde 'uitgangspunt' te hebben toegepast. Dit oordeel wordt in r.o. 3.7.2 van het arrest van de Hoge Raad geherformuleerd en vervolgens zegt hij dat '[a]ldus begrepen (...) het oordeel van het hof niet blijkt [geeft] van een onjuiste opvatting omtrent de stelplicht en bewijslast met betrekking tot het vereiste [csqn]-verband' (toevoegingen *ACWP*). Zie over deze overweging uitgebreider Klaassen 2013, p. 134-136; De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 321.
267. HR 3 februari 2012, *JOR* 2012/116, m.nt. S.B. van Baalen (Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht U.A./X). In dit arrest ging het eveneens om een bank die jegens haar particuliere cliënt in haar onderzoeks- en waarschuwingsplicht was tekortgeschoten. In deze zaak was het hof in zijn overweging over het causaal verband niet expliciet ingegaan op (de al dan niet aannemelijkheid van) het csqn-verband. De Hoge Raad sauveert in r.o. 3.7.1 dit oordeel van het hof door aan te nemen dat het hof het csqn-verband met toepassing van de hoofdregel van art. 150 Rv aannemelijk heeft geacht. Zie over dit oordeel van de Hoge Raad uitgebreider: Busch 2012, p. 59; Klaassen 2013, p. 131-134; De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 321-322. En zie voor een analoge toepassing van de overweging van de Hoge Raad over het bewijs van het causaal verband in het Rabobank Vaart en Vecht/X-arrest de uitspraak Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2016-002 d.d. 27 januari 2016.

HOOFDSTUK 1

1.4.4.1 De effectenlease-arresten

In de effectenleasezaken²⁶⁸ was onder meer in geschil of er een causaal verband bestond tussen het tekortschieten in de zorgplicht door de aanbieder van een effectenleaseproduct en de door de afnemer van dit product geleden beleggingsschade (bestaande uit een restschuld, rente, aflossingen en eventuele kosten).²⁶⁹ Na te hebben overwogen dat het hof met juistheid heeft geoordeeld dat op de aanbieder jegens de afnemer een waarschuwingsplicht rustte voor het aan de effectenlease-overeenkomst verbonden restschuldrisico, alsmede dat de aanbieder gehouden was onderzoek te doen naar de inkomens- en vermogenspositie van de afnemer, teneinde hem al naar gelang de uitkomst hiervan te adviseren de overeenkomst niet aan te gaan,²⁷⁰ overweegt de Hoge Raad dat van het in art. 6:98 BW bedoelde oorzakelijk verband eerst sprake kan zijn, indien is voldaan aan het in art. 6:162 BW bedoelde csqn-verband.²⁷¹ Vervolgens overweegt hij dat voor de gevallen waarin door de aanbieder is aangevoerd dat de afnemer de overeenkomst ook zou hebben gesloten indien de aanbieder wél aan haar zorgplicht zou hebben voldaan, het volgende aantekening verdient:²⁷²

‘(...) Indien ervan kan worden uitgegaan dat de inkomens- en vermogenspositie van de afnemer destijds van dien aard was dat de aanbieder had moeten begrijpen dat voldoening van de leasetermijnen en/of de mogelijke (maximale) restschuld naar redelijke verwachting een onaanvaardbaar zware financiële last op de afnemer zou leggen, is de kans dat deze particuliere wederpartij de effectenlease-overeenkomst niet zou zijn aangegaan indien hij zich van die bijzondere risico’s waaraan de overeenkomst hem blootstelde bewust was geweest zo aanzienlijk, dat – behoudens zwaarwegende aanwijzingen van het tegendeel – ervan kan worden uitgegaan dat hij zonder dat tekortschieten van de aanbieder in diens zorgplicht de overeenkomst niet zou hebben gesloten.

(...) Indien ervan kan worden uitgegaan dat de financiële positie van de afnemer ten tijde van het aangaan van de overeenkomst toereikend was om zijn betalingsverplichtingen uit die overeenkomst (...) na te komen, zal – in verband met de omstandigheid dat de op de aanbieder rustende waarschuwingsplicht ook ertoe strekt te waarschuwen tegen het aangaan van onnodige risico’s – het verweer van de aanbieder dat de afnemer de overeenkomst ook zou zijn aangegaan indien de aanbieder niet in zijn zorgplicht was tekortgeschoten,

268. In de hiernavolgende bespreking neem ik het arrest HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184 (De Treek/Dexia) tot uitgangspunt.

269. Het aan de effectenlease-arresten onderliggende feitencomplex veronderstel ik verder bekend.

270. R.o. 5.1-5.2.

271. R.o. 5.5.1.

272. R.o. 5.5.1-5.5.3.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

in het licht van de desbetreffende stellingen van de afnemer voldoende concreet moeten zijn onderbouwd. Is deze onderbouwing niet genoegzaam, kan eveneens tot uitgangspunt worden genomen dat de afnemer zonder dat tekortschieten van de aanbieder in diens zorgplicht de overeenkomst niet zou hebben gesloten.’ (curs. ACWP)

In beide onderscheiden gevallen komt de Hoge Raad de afnemer dus in zijn bewijslast voor het csqn-verband tegemoet.²⁷³ In het eerste geval doet hij dat door ten gunste van de afnemer een vermoeden aan te nemen. Dit vermoeden lijkt mede²⁷⁴ te zijn gebaseerd op de algemene ervaringsregel dat de particuliere belegger die vanwege zijn beperkte financiële draagkracht door zijn professionele financiële dienstverlener wordt ontraden een bepaalde overeenkomst aan te gaan, inderdaad conform dit advies zal handelen. Hierbij is interessant dat de toepassing van het door de Hoge Raad geformuleerde vermoeden niet is beperkt tot één concrete zaak, maar dat het in beginsel *steeds* van toepassing is wanneer de aanbieder van een effectenleaseproduct jegens de afnemer in zijn onderzoeksplicht tekort is geschoten. Het vermoeden draagt daarmee meer het karakter van een ‘regel’ en derhalve zou het kunnen worden aangemerkt als ‘jurisprudentieel vermoeden’.²⁷⁵ De Hoge Raad lijkt zelf te spreken van een ‘uitgangspunt’ (getuige de formulering ‘ervan kan worden uitgegaan dat’).

In het tweede geval komt de Hoge Raad de belegger in zijn bewijslast tegemoet door met een constructie te werken die ik zou willen duiden als een ‘hybride’ tussen een verzwaarde motiveringsplicht (zoals we die kennen uit de sfeer van de aansprakelijkheid van beroepsbeoefenaren) en een rechterlijk vermoeden. De constructie vertoont kenmerken van een verzwaarde motiveringsplicht, omdat de aanbieder expliciet de verplichting krijgt opgelegd om zijn causaliteitsverweer voldoende concreet te onderbouwen.²⁷⁶ Voldoet de aanbieder niet aan deze motiveringsplicht, dan kan ‘tot uitgangspunt worden genomen’ dat de afnemer de overeenkomst niet zou hebben gesloten als hij voldoende voor het

273. Zie over dit onderdeel van de effectenlease-arresten ook De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 319; Giesen & Maes 2014, p. 227-228; Klaassen 2013, p. 145-149; Klaassen 2012a, p. 10-15; Akkermans & Van Dijk 2012, § 4; Giesen 2010, p. 127-128; Asser 2010, p. 86-87; Schild 2009, p. 262-263.

274. Het vermoeden lijkt *mede* te zijn gebaseerd op een algemene ervaringsregel, aangezien het ook een normatieve component kent, waarover hierna.

275. Aldus ook Asser 2010, p. 86-87; Klaassen 2012a, p. 12; Klaassen 2013, p. 147; Giesen & Maes 2014, p. 227-228.

276. Vgl. Asser 2010, p. 87; Klaassen 2012b, § 5.

HOOFDSTUK 1

restschuldrisico zou zijn gewaarschuwd.²⁷⁷ Maar de constructie vertoont ook kenmerken van een rechterlijk vermoeden.²⁷⁸ Zou namelijk strikt aan de hoofdregels van het bewijsrecht worden vastgehouden, dan zou het verweer van de aanbieder dat de afnemer ook bij een (meer) indringende waarschuwing de overeenkomst zou zijn aangegaan denk ik wel degelijk kunnen worden beschouwd als een voldoende gemotiveerde betwisting van de desbetreffende stellingen van de afnemer, aangezien er – naar algemene ervaringsregels geredeneerd – op dit punt mijns inziens inderdaad gerede twijfel kan bestaan.²⁷⁹ In dat geval zou dus de belegger als eerste aan zet zijn om zijn stellingen over het causaal verband te bewijzen. Wat echter thans van de aanbieder in het kader van zijn betwisting (onder de noemer van een verzwaarde motiveringsplicht) wordt verwacht, is praktisch gezien niet of nauwelijks te onderscheiden van een op de aanbieder rustende bewijslast (in de zin van bewijs*leveringslast*).²⁸⁰ De afnemer lijkt daarmee dus bij voorbaat ontheven te zijn van de last om bewijsmateriaal naar voren te brengen, waardoor de *facto* sprake is van een omkering van de bewijsleveringslast (hetgeen – ik herhaal dat nog maar eens – niet hetzelfde is als een omkering van het bewijs*risico*). Vandaar dat men deze bewijslastconstructie ook zou kunnen zien als een rechterlijk vermoeden.²⁸¹ Verder wijs ik erop dat ook voor deze constructie geldt dat haar toepassing niet is beperkt tot één concrete zaak, maar dat zij in beginsel *steeds* van toepassing is wanneer de aanbieder van een effectenleaseproduct jegens de afnemer in zijn

277. Zie voor een voorbeeld van een geval waarin de aanbieder aan de verzwaarde motiveringsplicht wist te voldoen Hof Amsterdam 3 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX1726 (Dexia Bank Nederland B.V./X), r.o. 3.10. Zie in dit verband ook Gerecht in Eerste Aanleg van de Nederlandse Antillen 10 augustus 2009, *JOR* 2009/265 (M.C. e.a./Ennia Caribe Leven N.V.), r.o. 2.10-2.11.

278. Vgl. De Serrière 2011, p. 218-219. Vgl. in dit verband ook De Jongh & Schild 2013, p. 2522-2523.

279. Vgl. Schild 2009, p. 262-263. Ook volgens Schild zou het door de aanbieder gevoerde verweer als een voldoende gemotiveerde betwisting moeten worden beschouwd van de stellingen van de afnemer. Schild lijkt de door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie vervolgens echter net iets anders te duiden dan ik hier doe.

280. In het verleden heeft onder meer Van Schaick erop gewezen dat de grenzen tussen enerzijds de stelplicht en anderzijds de bewijslast in de praktijk vloeiend kunnen zijn. Zie Van Schaick 2009, p. 28-36 en zie ook Asser Procesrecht/Van Schaick 2 2022, nr. 94-96.

281. Het hybride karakter van de door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie blijkt bijvoorbeeld ook uit de uitspraak Rb. Amsterdam 7 maart 2012, *JOR* 2012/216 (X/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.22.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

waarschuwingsplicht tekort is geschoten.²⁸² Ook deze constructie draagt daarmee het karakter van een ‘regel’ en zou derhalve kunnen worden aangemerkt als ‘jurisprudentiële verzwaarde motiveringsplicht’²⁸³ c.q. ‘jurisprudentieel vermoeden’.

Tot besluit merk ik nog op dat voor beide onderscheidingsgevallen geldt dat bij het aannemen van de respectieve bewijslastconstructies ook normatieve overwegingen een rol spelen (voor de constructie die in het tweede onderscheidingsgeval wordt toegepast geldt dit overigens in sterkere mate dan voor de constructie die in het eerste geval wordt toegepast).^{284, 285} Louter op basis van algemene ervaringsregels en op basis van de feiten zoals die zich in de effectenleasezaken aandienden, is het door de Hoge Raad geformuleerde uitgangspunt namelijk niet goed te verklaren; wie wilde destijds immers niet ‘meesurfen op de golf’ van steeds maar hogere beurskoersen?²⁸⁶ Bovenstaande overwegingen vormen daarmee een aansprekend voorbeeld van een geval waarin de stelplicht en bewijslast als instrument dienen tot handhaving van een door de Hoge Raad geformuleerde gedragsnorm.²⁸⁷

282. Voor een (analoge) toepassing in de lagere rechtspraak van deze door de Hoge Raad in de effectenlease-arresten gehanteerde bewijslastconstructie wijs ik verder nog op de uitspraken Rb. Zeeland-West-Brabant 1 mei 2013, *JA* 2013/125 (X en Y/Solplaya BV e.a.), r.o. 3.10 en Gerecht in Eerste Aanleg van de Nederlandse Antillen 10 augustus 2009, *JOR* 2009/265 (M.C. e.a./Ennia Caribe Leven N.V.), r.o. 2.7-2.11. En ook in de uitspraak van de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-458 d.d. 19 november 2012, *JOR* 2013/44 (Seuren/ ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.3.2 meen ik een (analoge) toepassing van deze bewijslastconstructie te ontwaren.

283. De term ‘jurisprudentiële verzwaarde motiveringsplicht’ ben ik als zodanig nog niet in de literatuur tegenkomen.

284. De reden dat bij de bewijslastconstructie die in het tweede onderscheidingsgeval wordt toegepast normatieve overwegingen in sterkere mate een rol spelen dan bij de constructie die in het eerste geval wordt toegepast, is gelegen in het feit dat de kans dat de afnemer de overeenkomst *niet* zou zijn aangegaan als hij beter over de risico’s was geïnformeerd, in het eerste geval feitelijk gezien wat groter is. Daarnaast komt in het tweede geval het normatieve karakter van de bewijslastconstructie ook scherper in de motivering tot uitdrukking dan in het eerste geval. Zo refereert de Hoge Raad in het tweede geval expliciet aan de strekking van de op de aanbieder rustende waarschuwingsplicht, namelijk waarschuwen tegen het aangaan van *onmodige* risico’s.

285. Volgens Asser is om deze reden de verwantschap tussen de in de effectenlease-arresten gehanteerde bewijslastconstructie en de omkeringsregel evident en hij spreekt dan ook van een ‘specialis’ van de omkeringsregel. Zie Asser 2010, p. 86-87.

286. Deze aansprekende metafoor is ontleend aan Asser 2010, p. 87. Zie over dit aspect van de effectenlease-arresten ook Vranken in zijn *NJ*-noot (sub 24) onder HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/184.

287. Vgl. Asser 2010, p. 87.

HOOFDSTUK 1

1.4.4.2 *Het arrest Fortis/Bourgonje*

Een tweede belangrijk arrest op het terrein van beleggingsschade waarin de Hoge Raad zich heeft uitgelaten over het bewijs van causaal verband is het arrest Fortis/Bourgonje.²⁸⁸ Het belang van dit arrest is met name gelegen in de principiële overwegingen die de Hoge Raad wijdt aan (het toepassingsbereik van) het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid.²⁸⁹ Het belang van deze overwegingen overstijgt overigens de problematiek van (de vergoeding van) beleggingsschade.

Het gaat in deze zaak om een particuliere belegger (Bourgonje) die zijn vermogensbeheerder (Fortis) aansprakelijk stelt voor het door hem geleden koersverlies op aandelen Predictive. Hij legt aan zijn vordering onder meer ten grondslag dat Fortis jegens hem tekort is geschoten in haar zorgplicht. Nadat de rechtbank de vordering heeft afgewezen, heeft hij in hoger beroep bij het Hof Amsterdam wel succes.²⁹⁰ Naar het oordeel van het hof is Fortis inderdaad in haar zorgplicht tekortgeschoten, omdat zij heeft nagelaten Bourgonje indringend ('in niet mis te verstane bewoordingen') te adviseren de door hem gehouden aandelen Predictive tijdig te verkopen.²⁹¹ Vervolgens is de vraag of Bourgonje een dergelijke waarschuwing zou hebben opgevolgd. Volgens het hof kan het causaal verband tussen de door Fortis geschonden zorgplicht en het door Bourgonje geleden koersverlies niet met zekerheid worden vastgesteld. Met toepassing van de regel uit het Nefalit/Karamus-arrest oordeelt het vervolgens dat er 50% kans is dat Bourgonje conform het advies zou hebben gehandeld en veroordeelt het Fortis tot het vergoeden van de helft van de schade.²⁹²

Het oordeel van het hof houdt in cassatie geen stand. Ik beperk mij hier tot de overwegingen over het causaal verband. De Hoge Raad stelt voorop dat aan de in het arrest Nefalit/Karamus geformuleerde rechtsregel het bezwaar is verbonden dat 'toepassing daarvan de mogelijkheid in zich draagt dat iemand aansprakelijk wordt gehouden voor een schade die hij niet (...) heeft veroorzaakt'.²⁹³ Dit bezwaar brengt volgens de

288. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, *JOR* 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls (Fortis/Bourgonje).

289. Ik wijs nogmaals op de in § 1.4.3.1 aangehaalde terminologische discussie omtrent het begrip 'proportionele aansprakelijkheid'.

290. Hof Amsterdam 4 november 2008, *JOR* 2009/15, m.nt. J.A. Voerman (Bourgonje/Fortis).

291. R.o. 3.4.1-3.4.7.

292. R.o. 3.5.1-3.5.4.

293. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje), r.o. 3.8.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

Hoge Raad mee dat deze regel ‘met terughoudendheid’ moet worden toegepast en hiervoor slechts ruimte is ‘in uitzonderlijke – van geval tot geval te beoordelen – omstandigheden’.²⁹⁴ De rechter die niettemin tot toepassing van de regel overgaat, dient in zijn motivering te verantwoorden dat de strekking van de geschonden norm en de aard van de normschending – waaronder begrepen de aard van de door de benadeelde geleden schade – deze toepassing in het concrete geval rechtvaardigen, aldus de Hoge Raad.²⁹⁵ Over het toepassingsbereik van de regel overweegt hij vervolgens als volgt:²⁹⁶

‘(...) De overwegingen van het arrest Nefalit/Karamus zijn toegesneden op het zich in die zaak aandienende specifieke geval (...). Hieruit volgt echter niet dat de evenbedoelde rechtsregel in beginsel slechts in een dergelijk geval kan worden toegepast. Ook in andere gevallen kan het – *met inachtneming van de hiervoor bedoelde terughoudendheid* – redelijker zijn de onzekerheid over het [csqn]-verband tussen de normschending en de schade over partijen te verdelen, dan deze onzekerheid volledig voor risico van de benadeelde te laten komen. Daarvoor kan 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.’
(curs. *ACWP*)

In dit geval wordt deze rechtvaardiging niet aanwezig geacht:²⁹⁷

De aard van de geschonden norm is in dit geval de waarschuwingsplicht van een vermogensbeheerder tegenover zijn cliënt, de strekking van de geschonden norm is het voorkomen van vermogensschade. Voorts heeft het hof onbestreden vastgesteld dat de kans dat Bourgonje zich zondermeer en onverwijld zou hebben neergelegd bij een uitdrukkelijke aanbeveling de aandelen Predictive [zo snel mogelijk te verkopen], niet bijzonder groot is te noemen (...).

De hiervoor (...) bedoelde *terughoudendheid* brengt in een zodanig geval mee dat het tegenover de vermogensbeheerder onaanvaardbaar is het in beginsel op de cliënt rustende bewijsrisico omtrent het [csqn]-verband tussen de op zichzelf vaststaande normschending en de schade niet voor risico van de cliënt te laten, maar in plaats daarvan toepassing te geven aan de rechtsregel van het arrest Nefalit/Karamus.’ (curs. en toevoegingen *ACWP*)

294. R.o. 3.8-3.9.

295. R.o. 3.8.

296. Idem.

297. R.o. 3.10.

HOOFDSTUK 1

Over deze overwegingen is veel te zeggen. Dat doe ik echter niet, want dat heb ik elders (evenals overigens vele anderen) al gedaan.²⁹⁸ Ik volsta hier met een opmerking over het toepassen van proportionele aansprakelijkheid bij schending van informatie- en/of waarschuwingplichten en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggingsschade.²⁹⁹ Ofschoon de Hoge Raad in bovenstaande overwegingen expliciet overweegt dat toepassing van proportionele aansprakelijkheid niet is beperkt tot het terrein van werkgeversaansprakelijkheid en door asbest veroorzaakt gezondheidsschade en hij het speelveld bewust open lijkt te willen laten door (bij het formuleren van de toepassingswaarden) te refereren aan flexibele, juridische begrippen als de ‘strekking van de norm’ en de ‘aard van de normschending’, acht ik het naar aanleiding van het Fortis/Bourgonje-arrest tóch niet waarschijnlijk dat de Hoge Raad proportionele aansprakelijkheid als oplossing voor causaliteitonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent* en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggingsschade wenst te aanvaarden.^{300, 301} Ik heb hiervoor drie argumenten.

In de eerste plaats pleiten de door de Hoge Raad gehanteerde wegingsfactoren *strekking van de geschonden norm* – het voorkomen van vermogensschade – en *aard van de geschonden norm* – informatie- of waarschuwingplicht van een financiële dienstverlener jegens zijn cliënt –

298. Zie mijn *JOR*-noot onder HR 24 december 2010, *JOR* 2011/54 (Fortis/Bourgonje). Zie over het Fortis/Bourgonje-arrest onder meer ook Lindenbergh & Pape 2011, *AA* 2011, afl. 10, p. 720-725; Giesen 2011, p. 149-150; Klaassen 2012a, p. 16-22; Klaassen 2013, p. 153-158; Akkermans & Van Dijk 2012, § 3; Castermans & Den Hollander 2013, § 3.

299. Zie in dit verband ook de door Tjong Tjin Tai geformuleerde vuistregels in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 (Fortis/Bourgonje).

300. Zie over het al dan niet toepassen van proportionele aansprakelijkheid bij schending van informatie- en/of waarschuwingplichten en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggingsschade ook Busch 2014 (Mon. BW B8), nr. 23.2; De Jong & Pijls 2013, p. 7-8 en voordien De Jong 2010, p. 276. En zie over het al dan niet toepassen van proportionele aansprakelijkheid bij schending van informatie- en/of waarschuwingplichten in het algemeen Tjong Tjin Tai 2016, p. 2242; Giesen & Maes 2014, p. 225-227; Van der Kooij 2013, p. 168.

301. Ik wijs erop dat in de jurisprudentie van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening (en haar voorganger de Klachtencommissie DSI) proportionele aansprakelijkheid wel een aantal keer is toegepast als oplossing voor causaliteitsonzekerheid bij (door een informatieverzuim veroorzaakte) beleggingsschade. Zie onder meer de uitspraken Klachtencommissie DSI nr. 37 d.d. 16 juli 2008 (deze uitspraak is in hoger beroep vernietigd omdat volgens de Commissie van Beroep DSI de omkeringsregel moest worden toegepast, zie Commissie van Beroep DSI nr. 369 d.d. 31 maart 2009); Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 2009-083 d.d. 12 oktober 2009 (deze uitspraak is in hoger beroep op andere gronden vernietigd, zie Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2010-387 d.d. 17 mei 2010).

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

bij (door een informatieverzuim veroorzaakte) beleggingsschade op zichzelf niet vóór een verlichting van de bewijslast van de belegger door middel van (het toepassen van) proportionele aansprakelijkheid.³⁰² Dit geldt eens te meer wanneer deze factoren in het licht worden gezien van de door de Hoge Raad gepropageerde terughoudendheid, en wanneer zij worden vergeleken met de desbetreffende parameters uit het Nefalit/Karamus-arrest³⁰³ (het voorkomen van gezondheidsschade versus de zorgplicht van een werkgever jegens zijn werknemer) respectievelijk het Nationale Nederlanden/S. en L.-arrest³⁰⁴ (het voorkomen van letselschade versus een geschonden verkeersnorm die deelnemers aan het wegverkeer jegens elkaar in acht moeten nemen). Zoals ik al opmerkte, achtte de Hoge Raad in de laatstgenoemde arresten proportionele aansprakelijkheid wél aanvaardbaar. Dat de wegingsfactoren *strekking van de geschonden norm* en *aard van de geschonden norm* bij schending van informatie- en/of waarschuwingplichten en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggingsschade niet dwingend wijzen in de richting van (het toepassen van) een proportionele oplossing, blijkt overigens ook uit de beslissing in het Fortis/Bourgonje-arrest om proportionele aansprakelijkheid *in het concrete geval* af te wijzen (al zij toegegeven dat ook de omstandigheid dat (het hof had vastgesteld dat) de kans dat Bourgonje de waarschuwing zou hebben opgevolgd ‘niet bijzonder groot is’ hierbij wellicht gewicht in de schaal legde).³⁰⁵

-
302. Vgl. Wouters 2013a, § 3. Vgl. in dit verband ook het arrest Hof 's-Hertogenbosch 25 september 2018, ECLI:NL:GHSHE:2018:3958 (X en Y/Z), r.o. 3.6.2, waarin het hof proportionele aansprakelijkheid afwees als oplossing voor causaliteitsonzekerheid in geval van het instorten van een silo waardoor de naast gelegen silo's waren beschadigd. De onzekerheid bestond eruit dat onduidelijk was of de silo was ingestort als gevolg van het – door de aansprakelijk gestelde leverancier van de bij de silo behorende mixers – ondeugdelijk aanbrenge van de boutverbinding tussen de mixer en de silowand, dan wel als gevolg van de ondeugdelijke boutverbinding waarmee de vulopening aan de silowand was bevestigd, welke oorzaak voor risico van de benadeelde kwam.
303. HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Nefalit/Karamus), r.o. 3.13. Zie in dit verband ook het arrest HR 7 juni 2013, *NJ* 2014/99, m.nt. T. Hartlief (Lansink B.V./Ritsma), r.o. 4.3.2.
304. HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.), r.o. 4.3.
305. Met name Akkermans en Van Dijk lijken bij hun commentaar op de beslissing in Fortis/Bourgonje in het concrete geval deze omstandigheid erg zwaar aan te zetten, zie Akkermans & Van Dijk 2012, § 9. Zie in dit verband ook Klaassen 2013, p. 157-158 en punt 3.10.2 van de conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2012:BX7491, bij HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.).

HOOFDSTUK 1

In de tweede plaats had de Hoge Raad in achtereenvolgens de effectenlease-zaken en de World Online-zaak alle gelegenheid om voor de causaliteitsonzekerheid die ook in deze zaken speelde een proportionele oplossing te formuleren, maar lijkt hij er in deze zaken welbewust voor te hebben gekozen met andersoortige constructies te werken.³⁰⁶ Zo was in de effectenleasezaken het zogenoemde ‘categoriemodel’ van de Rechtbank Amsterdam beschikbaar waarin voor het causaal verband werd uitgegaan van een proportionele benadering,³⁰⁷ maar koos de Hoge Raad ervoor de in § 1.4.4.1 besproken bewijslastconstructie toe te passen.³⁰⁸ En zo had in de World Online-zaak A-G Timmerman in zijn conclusie voor het arrest een voorzet gedaan voor toepassing van proportionele aansprakelijkheid bij de beoordeling van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, maar koos de Hoge Raad ervoor met een soort vermoeden te werken.^{309, 310}

In de derde plaats laat de kans dat de belegger op een bepaalde manier zou hebben gehandeld als hij beter zou zijn geïnformeerd, zich moeilijk objectief en wetenschappelijk vaststellen.³¹¹ De mate waarin de kans dat de normschending de gestelde schade heeft veroorzaakt op objectieve en wetenschappelijke wijze (en door middel van deskundige voorlichting) kan worden beredeneerd, lijkt voor de Hoge Raad echter wel relevant te

306. In beide zaken waren er cassatietechnisch gezien in ieder geval geen belemmeringen om tot een proportionele oplossing te komen. In de effectenleasezaken deed zich de bijzondere omstandigheid voor dat deze zaken bij wijze van proefproces aan de Hoge Raad waren voorgelegd en hem daarbij expliciet was gevraagd een oordeel te geven op een ‘zo hoog mogelijk abstractie-niveau’ teneinde een zo groot mogelijke ‘precedentwerking’ te bereiken. De Hoge Raad was bij het formuleren van zijn algemene uitgangspunten over het bewijs van het causaal verband dus slechts in beperkte mate gebonden aan de specifieke feiten en omstandigheden van de individuele zaken die hem (bij wijze van proefproces) waren voorgelegd. En in de World Online-zaak stond het causaal verband in cassatie strikt genomen in het geheel niet ter discussie.

307. Zie voor het categoriemodel onder meer de uitspraken Rb. Amsterdam 27 april 2007, *JOR* 2007/151-153, m.nt. J.A. Voerman onder *JOR* 2007/153.

308. Zie in dit verband ook punt 3.67 van de conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, bij HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje).

309. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2-4.11.3 en zie ook punt 4.7.5.10 van de conclusie van A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2009:BH2162. Zie over de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gehanteerde bewijslastconstructie uitgebreider § 9.3.3.2.

310. Zie in dit verband ook De Jong & Pijls 2013, p. 8 en voordien reeds De Jong 2010, p. 276.

311. Vgl. Tjong Tjin Tai in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 (Fortis/Bourgonje). Vgl. ook Lindenberg & Pape 2011, *AA* 2011, afl. 10, p. 724-725 en De Jong & Arons 2013, p. 378.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

zijn om proportionele aansprakelijkheid in het concrete geval al dan niet toelaatbaar te achten.³¹² Zo overwoog de Hoge Raad in het Nefalit/Karamus-arrest expliciet dat het ‘in het algemeen voor de hand [ligt] (...) dat de rechter een deskundige benoemt om zich te laten voorlichten over de grootte van de kans dat de gezondheidsschade van de werknemer is veroorzaakt (...) door een toerekenbare tekortkoming van zijn werkgever’ en leek hij van de (lagere) rechter in dat verband vervolgens een ‘gemotiveerde [kans]schatting’ te eisen (toevoegingen *ACWP*).³¹³ En zo overwoog de Hoge Raad in het Nationale Nederlanden/S. en L.-arrest als volgt:³¹⁴

‘De rechter dient [het] kanspercentage vast te stellen *op basis van een gemotiveerde, en zo nodig op deskundige voorlichting berustende, schatting* van de kans dat de schade is veroorzaakt door de diverse in aanmerking te nemen mogelijke oorzaken.’ (curs. en toevoeging *ACWP*)

Waar in de zaken Nefalit/Karamus en Nationale Nederlanden/S. en L. een op een deskundigenbericht gebaseerde kansschatting beschikbaar was en dit dus zeer waarschijnlijk meewoog in het oordeel van de Hoge Raad om in deze zaken een proportionele oplossing aanvaardbaar te achten, is het bij hypothetische beleggingsbeslissingen doorgaans minder goed mogelijk om tot een gemotiveerde kansschatting te komen.^{315, 316}

Op basis van bovenstaande drie argumenten acht ik het dus niet waarschijnlijk dat de Hoge Raad proportionele aansprakelijkheid als oplossing voor causaliteitsonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent* en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggings-schade wenst te aanvaarden.³¹⁷ Hoewel de Hoge Raad zich daar nog

312. Anders Wouters 2013b, § 5; Van Dijk 2013, p. 75.

313. HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Nefalit/Karamus), r.o. 3.13.

314. HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.), r.o. 4.2.

315. Zie over deze kwestie reeds De Jong & Pijls 2013, p. 8.

316. Ik wijs erop dat voor zover de causaliteitsonzekerheid betrekking heeft op een andere schakel van het causaal verband dan die tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, het onder bepaalde omstandigheden wél goed mogelijk kan zijn om tot een gemotiveerde kansschatting te komen.

317. In gelijke zin A-G A. Hammerstein in punt 2.2.2 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2012:BX8349, bij HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.). Het betoog van A-G Hammerstein dat een oplossing via de route van kansschade in dit geval wél rechtens toelaatbaar is, onderschrijf ik overigens niet. Zie voor een genuanceerder betoog op dit punt Klaassen 2013, p. 157-158 en punt 3.15.1 van de conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2012:BX7491, bij HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.).

HOOFDSTUK 1

niet over heeft uitgelaten, vermoed ik dat hetzelfde heeft te gelden voor het leerstuk van het verlies van een kans als oplossing voor deze onzekerheid.³¹⁸ Ofschoon het hier dogmatisch gezien om verschillende oplossingen gaat,³¹⁹ is aan beide oplossingen namelijk het door de Hoge Raad genoemde bezwaar verbonden dat ‘toepassing daarvan de mogelijkheid in zich draagt dat iemand aansprakelijk wordt gehouden voor een schade die hij *niet* (...) heeft veroorzaakt’ (curs. *ACWP*).^{320, 321} Hierbij teken ik nog aan dat het arrest Deloitte/H. & H. Beheer e.a.³²² aan deze analyse mijns inziens geen afbreuk doet.³²³ Weliswaar aanvaardde de Hoge Raad in dit arrest toepassing van het leerstuk van kansschade als oplossing voor causaliteitsonzekerheid ten aanzien van een fiscaal adviseur die bij zijn advisering jegens zijn cliënt toerekenbaar tekort was geschoten (waardoor deze cliënt beweerdelijk belastingschade had geleden), maar de causaliteitsonzekerheid die in dit arrest centraal stond, had betrekking op een andere schakel in de keten van causale gebeurtenissen dan de schakel tussen het verkeerde advies van de adviseur en de beslissing van de cliënt om conform dit advies te handelen. De onzekerheid betrof daarentegen het causaal verband tussen de beslissing van de cliënt om conform het advies te handelen en het vervolgens door hem geleden belastingnadeel en daarmee was dit arrest

-
318. Zie reeds De Jong & Pijls 2013, p. 8. Zie over de toepassing van kansschade als oplossing voor causaliteitsonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent* ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 80a; Busch 2014 (Mon. BW B8), nr. 23.3. En zie voor een ander geluid ten opzichte van het in de hoofdtekst verdedigde standpunt Akkermans en Van Dijk in hun *JA*-noot (sub 15) onder HR 21 december 2012, *JA* 2013/41 (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.); Castermans & Den Hollander 2013, § 7; Wouters 2013b, § 5-§ 6; Klaassen 2013, p. 160 en p. 164-165; Giesen & Maes 2014, p. 230-231.
319. Zie over het onderscheid tussen beide leerstukken onder meer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-80a en nr. 81c-81d; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 59; Tjong Tjin Tai 2016, p. 2239-2244; Cox 2016; Kortmann 2012, p. 41-52. Zie hierover ook Tjong Tjin Tai in zijn *NJ*-noten onder HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250 (Nefalit/Karamus) respectievelijk HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 (Fortis/Bourgonje).
320. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje), r.o. 3.8. Zie in dit verband ook punt 3.6 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:871, bij HR 23 december 2016, *NJ* 2017/133, m.nt. S.D. Lindenbergh (X e.a./Academisch Ziekenhuis behorende bij de Openbare Universiteit Rotterdam).
321. Ik wijs erop dat in de literatuur met name Akkermans en Van Dijk ervoor hebben gepleit om ook in geval van *vermogensschade* een proportionele oplossing onder omstandigheden toelaatbaar te achten en om een proportionele in dat geval zeker niet categorisch uit te sluiten, zie Akkermans & Van Dijk 2012, § 10.
322. HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.).
323. Vgl. in dit verband de analyse van De Jong & Arons 2013, p. 376 en van De Jong 2016a, p. 127-128.

INTRODUCTIE TOT CAUSAAL VERBAND EN SCHADE(VERGOEDING)

geen zuiver geval van causaliteitsonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent*.^{324, 325}

1.4.4.3 Het World Online-arrest

Verder wijs ik nog op de overwegingen van de Hoge Raad over het bewijs van causaal verband in het World Online-arrest en het daarin door hem geformuleerde ‘uitgangspunt’.³²⁶

‘(...) In beginsel draagt de belegger (...) de stelplicht en bewijslast ter zake van het [csqn]-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch, omdat 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. De door deze factoren veroorzaakte bewijsproblemen ter zake van het [csqn]-verband brengen mee dat de door de (oude en nieuwe) prospectusrichtlijn beoogde bescherming van beleggers (...) in de praktijk illusoir kan worden.

324. Vgl. Wouters 2013b, § 5-§ 6. En zie voor een ander geluid Akkermans en Van Dijk in hun JA-noot (sub 14) onder HR 21 december 2012, JA 2013/41 (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.). Volgens de laatstgenoemde auteurs maakt het voor het al dan niet aanvaarden van een proportionele oplossing niet uit ‘waar precies in een mogelijke causale keten de onzekerheid zit’. Zie in dit verband ook Van Dijk 2013, p. 82; Klaassen 2013, p. 164-165; Giesen & Maes 2014, p. 230-231.

325. Wel wijs ik in dit verband nog op het 81 RO-arrest HR 30 oktober 2015, ECLI:NL:HR:2015:3191 (X e.a./Stichting ABAB). In dit arrest laat de Hoge Raad een arrest van het Hof 's-Hertogenbosch in stand, waarin het hof het leerstuk van kansschade had toegepast als oplossing voor onzekerheid over het causaal verband tussen enerzijds het tekortschieten van een accountant in zijn rol als adviseur en anderzijds de (ondernemings)beslissing(en) die zijn cliënt vervolgens heeft genomen. Ook wijs ik op het 81 RO-arrest HR 1 december 2017, ECLI:NL:HR:2017:3051 (X/Y en Z). In dit arrest laat de Hoge Raad wederom een arrest van het Hof 's-Hertogenbosch in stand, waarin het hof het leerstuk van kansschade had toegepast als oplossing voor causaliteitsonzekerheid over de vraag of, en zo ja, onder welke voorwaarden (in het bijzonder wel of geen *persoonlijke* gebondenheid van de cliënt), de huurovereenkomst tot stand zou zijn gekomen als de cliënt door zijn advocaat voldoende zou zijn geïnformeerd over de risico's van persoonlijke gebondenheid. En zie ook punt 3.36 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2017:430, bij HR 22 september 2017, ECLI:NL:HR:2017:2452 (X/Y en Z), waarin hij het leerstuk van kansschade een geschikte oplossing vindt voor causaliteitsonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent*.

326. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

HOOFDSTUK 1

(...) [Mede daarom] zal *tot uitgangspunt mogen dienen dat [csqn]-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is*. Dit betekent derhalve dat *in beginsel* aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan. De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (...) tot de conclusie komen dat *voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat.*³²⁷ (curs. en toevoegingen ACWP)

Aangezien ik over deze overwegingen elders in het boek nog uitgebreid kom te spreken, ga ik er hier niet verder op in.³²⁷

327. Zie § 5.4.4.4 en § 9.3.3.2.

Deel II: Financieel-economisch intermezzo

Hoofdstuk 2. De invloed van informatie op de koers; de efficiënte versus de inefficiënte markt

2.1 Inleiding

Voor het vervolg van dit onderzoek is enig inzicht vereist in de wijze waarop kapitaalmarkten – en effectenmarkten in het bijzonder – werken. Zonder kennis over de werking van effectenmarkten is het namelijk niet goed mogelijk een oordeel te vormen over het gedrag van de actoren op die markten. In het bijzonder is van belang inzicht te krijgen in de rol van informatie op effectenmarkten. Begrijpen wij namelijk hoe informatie in de koers van beursgenoteerde effecten wordt verwerkt, dan kunnen wij ook meer zeggen over het effect van *misleidende* informatie op die koers en over het effect van het *niet* publiceren van voorwetenschap op die koers. In dit hoofdstuk bestudeer ik daarom de invloed van informatie op de koers van beursgenoteerde effecten en de wijze waarop die invloed tot stand komt. Voor de totstandkoming van dit hoofdstuk heb ik onder meer uitgebreid studie gedaan naar de financieel-economische literatuur. In vergelijking met de andere hoofdstukken heeft dit hoofdstuk dus een meer financieel-economisch karakter. De financieel-economische inzichten die hier worden ontwikkeld, leveren belangrijke bouwstenen op voor de juridische analyse in het vervolg van het onderzoek.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In § 2.2 bespreek ik eerst de zogenoemde ‘efficiënte markthypothese’ (‘EMH’). Deze hypothese kan worden beschouwd als de ‘verbinding’ tussen informatie en koersvorming op de effectenmarkt en zij vormt de belangrijkste theoretische onderbouwing voor de veronderstelling dat effectenmarkten efficiënt en adequaat functioneren. In § 2.3 geef ik vervolgens een korte introductie op het vakgebied van de *behavioral finance*. Hierbij zal ik vooral ingaan op de vraag op welke wijze de aanhangers van de *behavioral finance* de EMH en de (basis)veronderstellingen die daaraan ten grondslag liggen, verwerpen. Voortbouwend op de zojuist genoemde introductie bespreek ik in § 2.4 het fenomeen van de zeepbel, waarbij ik in het bijzonder aandacht besteed aan de zogenoemde ‘rational bubble’. In § 2.5 behandel ik daarna het onderscheid tussen zogenoemde ‘informatie-efficiëntie’ en ‘fun-

HOOFDSTUK 2

damentele efficiëntie'. In § 2.6 leg ik tot slot uit waarom het begrip marktefficiëntie niet al te binair (geen kwestie van ja of nee) moet worden benaderd en waarom marktefficiëntie een relatief begrip is. In § 2.7 maak ik tot besluit nog enkele concluderende opmerkingen.

2.2 De efficiënte markthypothese

2.2.1 Inleiding

In deze paragraaf staat de efficiënte markthypothese centraal. Achtereenvolgens bespreek ik de voorgeschiedenis van de EMH (§ 2.2.2), de drie vormen van de EMH die traditioneel worden onderscheiden (§ 2.2.3), de drie (basis)veronderstellingen die aan de EMH ten grondslag liggen (§ 2.2.4) en het empirisch toetsen van de EMH (§ 2.2.5).

2.2.2 Wat eraan vooraf ging

Tot halverwege de jaren zestig van de vorige eeuw zijn verschillende empirische studies verricht naar het (historische) verloop van aandelenkoersen.¹ Uit deze studies bleek dat koersbewegingen onafhankelijk van elkaar plaatsvinden en aandelenkoersen niet zijn te voorspellen. Deze empirische observatie was de aanleiding tot het formuleren van de zogenoemde 'random walk hypothesis'. De hypothese houdt kort gezegd in dat opeenvolgende koersbewegingen een *random*² patroon laten zien, wat betekent dat de koersen van vandaag, van gisteren, van vorige week, van vorig jaar, etc. geen enkele voorspellende waarde hebben voor de koersen van morgen, overmorgen, volgende week, volgend jaar, etc.

Vervolgens werd de *random walk hypothesis* in verband gebracht met het economische model van de perfecte effectenmarkt, waar sprake is van volledige concurrentie tussen rationele beleggers in afwezigheid van transactiekosten.³ Onder de (additionele) aanname dat alle beleggers volledig zijn geïnformeerd en homogene verwachtingen hebben, zullen alle beleggers een aandeel gelijk waarderen.⁴ Op basis van de in de markt beschikbare informatie zullen alle beleggers namelijk tot eenzelfde inschatting komen van het aan het aandeel verbonden risico en van de met het aandeel te genereren kasstromen. Er zal per definitie een evenwichtsprijs ontstaan.

-
1. Zie voor een overzicht de verzamelbundel Cootner 1967.
 2. In het Nederlands spreken wij van 'aselect' of 'willekeurig'.
 3. Zie hierover onder meer Brealey, Myers & Allen 2020, p. 340-343; Jacobsen 2000, p. 18-19; Gilson & Black 1993, p. 142-144.
 4. Zie Fama 1970, p. 387-388.

Het was pas in de tweede helft van de vorige eeuw dat door financieel-economen voor het eerst theoretisch werd onderbouwd waarom in aandelenkoersen alle historische koersinformatie is verwerkt en waarom aandelenkoersen geen (statistisch significante) patronen vertonen die het mogelijk maken toekomstige koersbewegingen te voorspellen.⁵ De gedachte is dat voor zover aandelenkoersen deze patronen wel vertonen, deze door de slimme, beter geïnformeerde beleggers meteen zullen worden opgespoord, om daar vervolgens handelsposities op in te nemen.⁶ In een effectenmarkt waar sprake is van voldoende concurrentie tussen beleggers kan het prijsvoordeel van deze slimme beleggers, de zogenoemde ‘arbitrageurs’, echter niet lang stand houden.⁷ De opgespoorde arbitrage zal snel worden uitgewonnen, waarna het patroon weer uit de koers zal verdwijnen. De (efficiënte) werking van het marktmechanisme zorgt er dus voor dat alle historische koersinformatie in de huidige koers wordt verwerkt en het is daarom alleen nieuwe informatie die een koersbeweging tot gevolg kan hebben. Aangezien het verschijnen van nieuwe informatie in principe niet is te voorspellen en volledig *random* plaatsvindt, vinden toekomstige koersbewegingen ook *random* plaats.

2.2.3 Drie vormen van marktefficiëntie

Langs bovenstaande lijnen is in de jaren zestig van de vorige eeuw door financieel-economen van de neoklassieke school de zogenoemde ‘efficiënte markthypothese’ (‘EMH’) ontwikkeld.⁸ De EMH houdt in dat in de koers van een actief verhandeld aandeel alle voor dat aandeel relevante informatie is verwerkt.⁹ Drie vormen van de EMH worden onderscheiden: de sterke vorm, de semi-sterke vorm en de zwakke vorm.¹⁰ De sterke vorm is de meest vergaande versie van de EMH. Zij houdt in dat de koers van een aandeel *alle* informatie die van belang is

-
5. Zie onder meer Fama 1965; Samuelson 1965; Fama e.a. 1969; Fama 1970.
 6. Met ‘abnormale rendementen’ wordt hier bedoeld rendementen die *gecorrigeerd voor het risico* boven het statistische gemiddelde (of anders gezegd: boven de statistische verwachting) liggen.
 7. Arbitrageurs zijn professionele beleggers die door middel van het aan- of verkopen van effecten door hen opgespoorde marktinefficiënties proberen uit te winnen.
 8. Als grondlegger van de EMH wordt beschouwd de Amerikaanse econoom en latere nobelprijswinnaar Eugene Fama. In 1970 publiceerde hij in de *Journal of Finance* het baanbrekende artikel ‘Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work’.
 9. Zie over de EMH in de Nederlandse literatuur Kristen 2004, p. 850-853; Nelemans 2007, p. 20-30; De Jong 2010, p. 112-117; Hijink 2010, p. 252-258; Vandendriessche 2011, nr. 5-7; De Jongh 2014, p. 397-399; Overkleef 2017, p. 163-172.
 10. Zie Fama 1970, p. 383; Fama 1991, p. 1576-1577. Zie voor een overzicht onder meer Brealey, Myers & Allen 2020, p. 340-348; Gilson & Black 1993, p. 136-138.

HOOFDSTUK 2

voor de (waardering van de) desbetreffende onderneming, dus zowel informatie die publiekelijk bekend is als informatie die alleen bij *insiders* bekend is, weerspiegelt. De koers is met andere woorden op elk moment gelijk aan de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel.¹¹ Aangezien algemeen wordt erkend dat handel met voorkennis in de regel leidt tot het behalen van bovengemiddelde rendementen, mag ervan worden uitgegaan dat de sterke vorm van de EMH moet worden verworpen.¹² Zou de sterke vorm in de praktijk wel gelden en zouden aandelenkoersen altijd de fundamentele waarde van de onderliggende aandelen weerspiegelen, dan is het overbodig om (de poging tot) misleiding van het beleggende publiek juridisch te sanctioneren. Op een markt die efficiënt is in de meest sterke vorm, zal het beleggende publiek de misleiding namelijk meteen doorzien en zich dus per definitie niet laten misleiden.

De semi-sterke vorm van de EMH houdt in dat in de aandelenkoers alle *publiekelijk beschikbare* informatie (dus niet de informatie die slechts bekend is bij *insiders*) is verwerkt.¹³ In het Amerikaanse recht is deze vorm van de EMH zowel in de wet- en regelgeving¹⁴ als in de rechtspraak erkend. Een voorbeeld van de rechterlijke erkenning van de semi-sterke vorm van de EMH is de uitspraak van het Amerikaanse (Federaal) Hoogerechtshof (de ‘US Supreme Court’) uit 1988 in de zaak *Basic*

-
11. Met de ‘fundamentele waarde’ van een aandeel bedoel ik de (theoretische) waarde die in de markt tot stand zou komen, wanneer alle beleggers zouden beschikken over alle relevante informatie over de fundamentele waarde van de desbetreffende onderneming. In werkelijkheid weet niemand wat die fundamentele waarde is. Men kan zich daarom afvragen of *de* fundamentele waarde überhaupt wel bestaat, maar aan deze ‘fundamentele’ discussie wil ik mij hier verder niet wagen.
 12. De termen ‘abnormaal rendement’ en ‘bovengemiddeld rendement’ hanteer ik hier als synoniemen.
 13. Zie voor empirisch bewijs voor de geldigheid van de semi-sterke vorm van de EMH Chordia, Roll & Subrahmanyam 2005. Ook na de kredietcrisis (die zich voordeed in de periode 2007-2011) kent de semi-sterke vorm van de EMH in de financieel-economische literatuur nog steeds veel aanhangers, zie onder meer Malkiel 2015, p. 284-287; Brown 2011; Ball 2009, p. 10 e.v. Zie in dit verband ook de uitgebreide analyse van Gilson & Kraakman 2014. Terzijde merk ik hierbij nog op dat in de laatste druk (*twelfth edition*) van het fameuze boek “A Random Walk Down Wall Street” (Malkiel 2019) de zojuist genoemde passage uit Malkiel 2015 niet meer terugkeert.
 14. Zo is onder meer het in 1982 aangenomen ‘Integrated Disclosure System’ op de EMH gebaseerd. Hetzelfde geldt voor het in 1983 aangenomen ‘Shelf Registration System’. Zie hierover kritisch Langevoort 1992, p. 872-889. Zie over de rol van de EMH binnen het Amerikaanse federale effectenrecht onder meer ook Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 225-258; Gordon & Kornhauser 1985, p. 762-763 en p. 810-824.

v. Levinson.¹⁵ In deze uitspraak omarmde de Supreme Court de zogenoemde ‘fraud-on-the-market’-theorie.¹⁶

De minst vergaande versie van de EMH is de zwakke vorm. Volgens de zwakke vorm van de EMH is alle *historische* koersinformatie, een deelverzameling van alle *publiekelijk beschikbare* informatie, in de koers verwerkt. Aangezien alle historische koersinformatie in de koers is verwerkt, is het volgens deze hypothese niet mogelijk om aan de hand van historische koersgegevens (of technische analyse van deze gegevens) toekomstige koersbewegingen te voorspellen. Zou dit laatste namelijk wel mogelijk zijn, dan is er kennelijk nog informatie beschikbaar die niet in de koers is verwerkt, hetgeen in strijd is met (het uitgangspunt van) de hypothese.

Wanneer in een bepaalde effectenmarkt de semi-sterke vorm van de EMH (en daarmee de zwakke vorm)¹⁷ opgeld doet, is het niet mogelijk om op basis van publiekelijk beschikbare informatie abnormale rendementen te behalen. Zodra nieuwe informatie namelijk eenmaal publiekelijk bekend is geworden, heeft deze daarna geen enkele voorspellende waarde meer. Dit is gemakkelijk in te zien. Stel dat een door een vennootschap gepubliceerde mededeling tot gevolg heeft dat de aandelenkoers stijgt van € 80 naar € 100 en dat op basis van de nieuw beschikbare informatie in de markt de algemene verwachting bestaat dat de koers binnen een week verder zal stijgen naar € 120. In dat geval zal er in beginsel¹⁸ geen enkele zittende aandeelhouder bereid zijn om het aandeel voor een prijs van minder dan € 120 van de hand te doen.¹⁹ Tegelijkertijd zal er in de markt massale belangstelling bestaan om het aandeel voor de actuele prijs van € 100 (of een andere prijs tussen de € 100 en € 120) te kopen. Bij de huidige koers van € 100 is derhalve geen sprake van een evenwicht tussen vraag en aanbod. Door de (efficiënte) werking van het marktmechanisme zal de koers vrijwel direct de nieuwe evenwichtsprijs van € 120 bereiken. Zou dit anders zijn, dan heeft de informatie ook na de algemene verkrijgbaarstelling ervan nog voorspellende waarde voor de toekomst (namelijk voor de koers van volgende week) en dat is in strijd met de EMH.

15. Basic v. Levison, 485 U.S. 224 (1988).

16. De *fraud-on-the-market*-theorie bespreek ik uitgebreid in § 6.2.3.

17. Als in de koers alle *publiekelijk beschikbare* informatie is verwerkt, is daarin ook automatisch alle *historische* koersinformatie verwerkt. De zwakke vorm van de EMH wordt dus door de semi-sterke vorm geïncorporeerd.

18. Alleen voor de belegger die op zeer korte termijn dringend verlegen zit om liquiditeit, zal dit anders zijn.

19. Voor het gemak wordt even geabstraheerd van het feit dat in de tussentijd nieuwe informatie bekend kan worden (gemaakt).

HOOFDSTUK 2

Ter relativering wijs ik er nog op dat marktefficiëntie een relatief begrip is (zie hierover ook § 2.6). Daarmee bedoel ik dat in de praktijk informatie nooit *meteen* in de koers wordt verwerkt, maar dat dit altijd gepaard gaat met enige vertraging (hoe gering die vertraging ook is).²⁰ Dit komt omdat in de praktijk informatie vrijwel nooit kosteloos en onmiddellijk verkrijgbaar is. Voor het vergaren en verwerken van informatie zijn inspanningen vereist. De professionele handelaren die deze inspanningen leveren, willen daar een beloning voor hebben. Zou de markt op perfect efficiënte wijze functioneren en zou informatie daadwerkelijk gelijktijdig met de publicatie ervan in de koers worden verwerkt, dan zou aan deze handelaren hun beloning worden onthouden. De meeste handelaren zullen dan de markt moeten verlaten en de perfect efficiënte functionerende markt zal terugvallen naar een lager niveau van efficiëntie. De (mate van) marktefficiëntie zal afnemen tot het niveau wordt bereikt waarop het voor handelaren weer aantrekkelijk wordt informatie op te sporen en naar de markt terug te keren. Dit proces kan zich – in theorie althans – tot in het oneindige voortzetten, zodat nooit een evenwicht wordt bereikt. De markt zal voortdurend tussen twee uitersten bewegen, namelijk volledige efficiëntie en volledige inefficiëntie. Dit probleem is in de literatuur bekend als de zogenoemde ‘efficiency paradox’. Het dilemma kan worden opgelost door ervan uit te gaan dat in de evenwichts-situatie de markt in zodanige mate *inefficiënt* is dat professionele handelaren nog net voldoende rendement behalen om hun inspanningen terug te verdienen. Grossman en Stiglitz refereren in dit verband aan een ‘equilibrium degree of disequilibrium’.²¹ Men zou ook kunnen spreken van een ‘efficient degree of inefficiency’.²²

2.2.4 Drie (basis)veronderstellingen die aan de EMH ten grondslag liggen

In de modellen van de neoklassieke economische school werd zoals al opgemerkt aangenomen dat alle beleggers volledig rationeel zijn, volledig zijn geïnformeerd en homogene verwachtingen hebben. Hoewel in bijna elk standaard *asset pricing model*²³ van deze assumpties wordt uitgegaan,

20. Zie hierover Grossmann & Stiglitz 1980; Cornell & Roll 1981. Zie in dit verband ook Cornell 2014, p. 2-4.

21. Grossmann & Stiglitz 1980, p. 393.

22. Aldus Stout 2003, p. 640.

23. Een *asset pricing model* is een (waarderings)model waarmee, gegeven het risico, het door de markt geëiste rendement op een *asset* kan worden bepaald, waarbij ervan wordt uitgegaan dat de desbetreffende *asset* onderdeel uitmaakt van een volledig gediversificeerde portefeuille. Zie voor een introductie over *asset pricing theory* Brealey, Myers & Allen 2020, p. 198-227; Hillier, Grinblatt & Titman 2012, p. 121-200; Gilson & Black 1993, p. 85-135.

DE INVLOED VAN INFORMATIE OP DE KOERS

erkennen de aanhangers van de EMH dat in de praktijk vrijwel nooit aan deze aannames wordt voldaan. Het interessante van de EMH is echter dat ook wanneer sommige beleggers irrationeel zijn en/of niet volledig zijn geïnformeerd en/of heterogene verwachtingen hebben, de hypothese nog steeds standhoudt. Dit is gebaseerd op drie veronderstellingen.²⁴ In de eerste plaats gaan de aanhangers van de EMH ervan uit dat voor zover beleggers in de markt actief zijn die irrationeel zijn en/of niet volledig zijn geïnformeerd, de transacties van deze beleggers (en de daaruit voortvloeiende koerseffecten) niet onderling zijn gecorreleerd. Op macroniveau zullen de transacties van deze beleggers elkaar daarom opheffen.

In de tweede plaats gaan de aanhangers van de EMH ervan uit dat wanneer de transacties van de irrationele en/of niet volledige geïnformeerde beleggers om een bepaalde reden wél zijn gecorreleerd (en elkaar dus niet opheffen), rationele arbitrageurs hiervan (risicoloos) zullen profiteren en het door de eerstgenoemde beleggers veroorzaakte koerseffect zullen uitwinnen (en daarmee teniet zullen doen). Dit arbitrageproces werkt kort gezegd als volgt.²⁵ Stel dat een bepaald aandeel X als gevolg van transacties van irrationele en/of ongeïnformeerde beleggers € 5 is overgewaardeerd. De huidige koers is € 55, terwijl de fundamentele waarde € 50 bedraagt. Rationele arbitrageurs zullen het aandeel dan *short* verkopen teneinde te kunnen profiteren van de koersdaling die intreedt wanneer de koers weer terugvalt naar zijn fundamentele waarde.^{26, 27} In een competitieve effectenmarkt zullen vele arbitrageurs tegelijkertijd *short* gaan, zodat door de werking van het marktmechanisme en de daardoor veroorzaakte (neerwaartse) koersdruk de koers snel weer zijn fundamentele waarde van € 50 zal bereiken.

Een *short* positie is uiteraard niet zonder risico. Om dit risico geheel of gedeeltelijk af te dekken zal de arbitrageur tegelijkertijd met het innemen van een *short* positie in aandeel X een zogenoemde 'long' positie²⁸

24. Zie hierover onder meer Shleifer 2000, p. 2-5. Zie in dit verband ook Dunbar & Heller 2006, p. 474-475; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 104-105; De Jong 2015, p. 317.

25. Zie in dit verband onder meer Barberis & Thaler 2003, p. 1056-1057; Gilson & Kraakman 2003, p. 725-726.

26. Zie over de *ins* en *outs* van *short selling* en over de manier waarop een *short sale* (praktisch gezien) tot stand komt zeer helder Boettrich 2013, p. 6-10.

27. Zie over (de voor- en nadelen van) *short selling* in de Nederlandse juridische literatuur reeds Peeters 2012, p. 189-197; Kuilman & Poelgeest 2009, p. 40-43; De Jong 2010, p. 69-71; Raaijmakers 2007, p. 12-19.

28. Het innemen van een *long* positie in een bepaald aandeel behelst niets anders dan dat het desbetreffende aandeel wordt gekocht.

HOOFDSTUK 2

innemen in een ander aandeel Y dat (tot op zekere hoogte) vergelijkbaar²⁹ is met aandeel X (behoudens dat het niet eveneens is overgewaardeerd) en dat tevens afkomstig is uit dezelfde sector als X. Zo'n tegengestelde transactie wordt ook wel 'hedge' genoemd. Stel dat zo'n verwant aandeel Y inderdaad beschikbaar is en dat de arbitrageur dit aandeel tegen een prijs van € 50 kan kopen.³⁰ Als nu de koers van aandeel X, conform de verwachting, terugvalt naar € 50 en de koers van aandeel Y blijft staan op € 50, verdient de arbitrageur per saldo € 5. Zijn *short* positie kan hij namelijk met € 5 koerswinst sluiten, terwijl hij aandeel Y zonder koerswinst of -verlies kan verkopen. Als daarentegen de koers van X als gevolg van onverwachte (positieve) sectorontwikkelingen (verder) stijgt van € 55 naar € 60 (in plaats van € 5 daalt naar € 50), zal aandeel Y waarschijnlijk ook met € 5 stijgen. Is dit laatste inderdaad het geval, dan zal de arbitrageur zijn *short* positie met € 5 koersverlies sluiten, maar tegelijkertijd zal hij op aandeel Y € 5 winst maken. Per saldo draait hij dan *break even*. Ook in het scenario waarin als gevolg van onverwachte (negatieve) sectorontwikkelingen beide aandelen met € 5 *dalen*, zal de arbitrageur zijn transacties met gesloten beurs kunnen afsluiten. Op zijn *short* positie zal hij dan namelijk € 5 winst maken, terwijl hij op aandeel Y € 5 verlies zal lijden. Het is echter ook mogelijk dat de koersen van aandeel X en Y in tegengestelde richting bewegen. Stel bijvoorbeeld dat X stijgt met € 5, terwijl Y daalt met € 5. In dat geval zal de arbitrageur zowel op zijn *short* positie in X als op zijn *long* positie in Y € 5 koersverlies lijden. In totaal verliest hij dan dus € 10. Hoewel het laatstgenoemde scenario geenszins is uitgesloten en de door de arbitrageur opgezette hedgeconstructie dus niet zonder meer risicoloos hoeft te zijn, is dit scenario niet erg waarschijnlijk.³¹ De aandelen X en Y zijn namelijk substituten, dus het ligt niet voor de hand dat de koersen van beide aandelen tegen elkaar in zullen bewegen. Wanneer dit scenario zich onverhoopt toch voordoet, ligt het meer voor de hand aan te nemen dat X en Y toch niet in die mate substitueerbaar zijn als aanvankelijk door de arbitrageur werd verondersteld. Deze vergissing kan uiteraard ook gunstig voor de arbitrageur uitpakken. Als aandeel X en Y in tegengestelde richting naar elkaar toe bewegen, aandeel X daalt bijvoorbeeld met

29. Met '(tot op zekere hoogte) vergelijkbaar' wordt hier bedoeld dat aandeel Y een min of meer vergelijkbaar risicoprofiel heeft als aandeel X.

30. Het is uiteraard niet noodzakelijk dat de fundamentele waarde van aandeel Y ook € 50 bedraagt. Bedraagt deze bijvoorbeeld € 25, dan koopt de arbitrageur simpelweg 2 aandelen Y.

31. Het in de hoofdtekst genoemde scenario zou zich bijvoorbeeld kunnen voordoen als vennootschap X onverwacht positief (bedrijfsspecifiek) nieuws publiceert en vennootschap Y tegelijkertijd onverwacht negatief nieuws. Hierbij zou het tevens zo kunnen zijn dat het goede nieuws van X, het slechte nieuws is van Y, maar dat hoeft natuurlijk niet.

DE INVLOED VAN INFORMATIE OP DE KOERS

€ 2.50 naar € 52.50 en aandeel Y stijgt met € 2.50 naar € 52.50, zal de arbitrageur per saldo € 5 koerswinst maken (€ 2.50 op het sluiten van de *short* positie in X en € 2.50 op de verkoop van aandeel Y).

De derde reden waarom de aanhangers van de EMH ervan uitgaan dat de door de (transacties van) irrationele en/of ongeïnformeerde beleggers veroorzaakte koerseffecten uiteindelijk geen standhouden, is dat deze beleggers op de langere termijn (per saldo) geld zullen verliezen aan de rationele en beter geïnformeerde arbitrageurs. Zo zal in het voorgaande voorbeeld het (naar verwachting te lijden) koersverlies van de irrationele belegger die het aandeel tegen de overgewaardeerde prijs van € 55 koopt, ten goede komen aan de arbitrageur die zijn *short* positie met een koerswinst kan sluiten. Op de lange termijn zal dit effect zich herhalen, zodat de irrationele en/of ongeïnformeerde beleggers (gemiddeld gezien) systematische verliezen lijden en de arbitrageurs (gemiddeld gezien) systematische winsten behalen. Uiteindelijk, zo is de verwachting, zullen de irrationele beleggers de markt verlaten, ofwel omdat zij te veel geld hebben verloren om door te gaan, ofwel omdat zij tot de conclusie komen dat (participatie in) de effectenmarkt niet aan hen is besteed.

Critici van de EMH stellen zich op het standpunt dat hoewel bovenstaande veronderstellingen vanuit theoretisch oogpunt plausibel zijn, deze in de praktijk geen standhouden. Aanhoudende kritiek op de basisveronderstellingen van de EMH lag eind jaren tachtig, begin jaren negentig aan de basis van de opkomst van een geheel nieuw vakgebied binnen de (financieel-)economische wetenschap: de *behavioral finance*.³² Aanhangers van de *behavioral finance* verwerpen de EMH en stellen zich op het standpunt dat (zowel particuliere als professionele) beleggers systematisch te kampen hebben met cognitieve beperkingen.³³ Hierdoor staan effectenmarkten, en de koersen van aandelen op die markten,

32. Een interessante observatie in dit verband is dat eind jaren tachtig, begin jaren negentig (naar aanleiding van de uitspraak van de Supreme Court in 1988 inzake *Basic v. Levinson*) de EMH in de Amerikaanse rechtspraak op grote schaal werd toegepast, terwijl in diezelfde periode de EMH in de financieel-economische wetenschap stevig ter discussie stond. Zie over de ontwikkeling van de EMH in de Amerikaanse rechtspraak onder meer Oldham 2003, p. 1014-1020.

33. De bekende en veel geciteerde (hand)boeken op het gebied van *behavioral finance* zijn Statman 2019; Statman 2017; Statman 2011; Akerlof & Shiller 2009; Thaler 2005; Shiller 2005; Tvede 2002; Shefrin 2001; Shefrin 2000; Shleifer 2000. Aan het zojuist genoemde rijtje van (hand)boeken kan sinds kort worden toegevoegd Lo 2019. Lo kiest voor een vernieuwende en buitengewoon originele insteek en zou daarmee wellicht aan de basis kunnen staan van een nieuwe (sub)stroming binnen het vakgebied van de *behavioral finance*. Zie voor een heldere beschouwing van de EMH versus de *behavioral finance* in de Nederlands(talig)e literatuur reeds De Jong 2015, 316-318; Van Dyck 2009, nr. 100-101 (met uitgebreide verwijzingen).

HOOFDSTUK 2

voortdurend bloot aan de grillen van irrationeel beleggersgedrag en veranderlijke beleggerssentimenten. In het vakgebied van de *behavioral finance* worden deze sentimenten onderzocht en wordt geprobeerd, mede aan de hand van inzichten uit de cognitieve psychologie, in kaart te brengen in hoeverre koersbewegingen door de gedragingen van irrationele beleggers kunnen worden verklaard. Eén van de kerngedachten waarop de *behavioral finance* leunt, is dat rationele arbitrageurs onvoldoende in het werk stellen om de koerseffecten veroorzaakt door irrationele beleggers weg te werken en daarvan te profiteren. In § 2.3 zal ik nader ingaan op de ideeën van de aanhangers van de *behavioral finance* en zal ik nader uiteenzetten waarom zij de basisveronderstellingen van de EMH verwerpen.³⁴

Een relatief jong verschijnsel dat hier nog genoemd moet worden, is de opkomst van geautomatiseerde computergestuurde effectenhandel, waarbij natuurlijk met name gedacht kan worden aan *algorithmic trading* en *high frequency trading*. Deze relatief nieuwe handelstechnieken stellen de aanhangers van de EMH voor nieuwe uitdagingen. Zo is er in de literatuur onder meer op gewezen dat de toename van computergestuurde effectenhandel afbreuk zou doen aan de hierboven genoemde basisveronderstellingen van de EMH.³⁵ Ook zijn studies verschenen waarin wordt verdedigd dat *high frequency trading* leidt tot volatielere en minder efficiënte effectenmarkten.³⁶ Maar er zijn ook studies verschenen waarin precies het tegenovergestelde standpunt wordt verdedigd: *high frequency trading* zou juist leiden tot meer liquide en daarmee tot efficiëntere effectenmarkten.³⁷ Over de vele vragen die op dit moment nog spelen rondom de (effecten van de) computergestuurde effectenhandel, zal de komende jaren ongetwijfeld nog veel gezegd en geschreven worden. Wellicht dat zich op termijn in de literatuur ook een soort consensus laat aftekenen over de al dan niet gunstige invloed van *high frequency trading* op de efficiëntie van het marktmechanisme. Het feit dat hier op dit moment nog zo verschillend over wordt gedacht, heeft er mijns inziens in ieder geval voor een deel mee te maken dat het hier om

34. Zie voor een genuanceerd geluid over de (veronderstelde) tegenstelling EMH versus *behavioral finance* echter ook Wójcik, Kreston & McGill 2013.

35. Zie onder meer de uitvoerig gedocumenteerde studies Balp & Strampelli 2018 en Yadav 2015. Zie in dit verband ook Korsmo 2014, p. 571-574; Levens 2015, p. 1530-1533.

36. Zie onder meer Zhang 2010; Korsmo 2014, p. 571-574 en p. 577-580; Fox, Glosten & Rauterberg 2015, p. 244-249 en p. 271-274; Balp & Strampelli 2018, p. 356-164 en p. 371-388.

37. Zie onder meer Hendershott, Jones & Menkveld 2011; Brogaard, Hendershott & Riordan 2014; Brogaard e.a. 2018.

een relatief jong verschijnsel gaat, waarover nog relatief veel onduidelijkheid bestaat.³⁸

2.2.5 De EMH empirisch getoetst

Voordat begin jaren negentig van de vorige eeuw de *behavioral finance* als vakgebied opkwam, was de EMH eind jaren zeventig/begin jaren tachtig al onderhevig aan felle kritiek. Deze kritiek richtte zich niet zozeer op de (basis)veronderstellingen die aan de EMH ten grondslag lagen, maar veeleer op de mate waarin haar aanhangers in staat waren om empirische resultaten die in strijd leken met de EMH te verklaren of te weerleggen.³⁹ In de jaren tachtig ontstond in de financieel-economische literatuur een ware hype om empirische afwijkingen van de EMH, zogenoemde ‘anomalieën’, op te sporen. Met deze anomalieën meende men tegenbewijs te kunnen leveren ten aanzien van de EMH. Voor veel van de opgespoorde anomalieën is vooralsnog geen adequate verklaring gevonden (althans, niet wanneer wordt vastgehouden aan het neoklassieke paradigma van de EMH en haar basisveronderstellingen). En voor zover wel verklaringen zijn gevonden, worden deze controversieel geacht. Het debat over het al dan niet bestaan van anomalieën en de eventuele verklaringen daarvoor duurt daarom nog steeds voort.⁴⁰

Een van de fundamentele problemen bij het toetsen van de EMH en het verklaren van de gesignaleerde anomalieën is het zogenoemde ‘joint-hypothesis problem’.⁴¹ Dit probleem houdt in dat het empirisch toetsen van de EMH niet mogelijk is zonder het formuleren van een evenwichtsmodel dat (het verloop van) de aandelenrendementen beschrijft: een *asset pricing model*. Wordt namelijk met behulp van een (a priori opgesteld) *asset pricing model* de EMH empirisch getoetst, dan wordt daarmee tegelijkertijd getoetst of het model wel in overeenstemming is met de

38. Vgl. Levens 2015, p. 1533.

39. Zie voor een overzicht van de empirische kritiek op de EMH onder meer Fama 1991, p. 1577-1610; Campbell, Lo & MacKinlay 1997, p. 27-82 en p. 314-326; Jacobsen 2000, p. 36 e.v.; Malkiel 2003, p. 59-82; Brealey, Myers & Allen 2020, p. 349-353. Zie voor een overzicht in de Nederlandse literatuur onder meer Van der Sar 2002, p. 7-65; Nelemans 2007, p. 23-27.

40. Voor kritiek op de in de financieel-economische literatuur gerapporteerde anomalieën wijs ik bijvoorbeeld op Fang, Jacobsen & Qin 2014; Li, Sullivan & García-Feijóo 2014; Malkiel 2011, p. 267-300; Ball 2009, p. 15; Schwert 2003, p. 940 e.v. Terzijde merk ik hierbij op dat Malkiel sinds de elfde editie van zijn fameuze boek “A Random Walk Down Wall Street” (Malkiel 2015) het desbetreffende hoofdstuk heeft vervangen door een ander hoofdstuk.

41. Fama 1991, p. 1589. Zie over het *joint hypothesis problem* ook Brav & Heaton 2003, p. 526-530.

HOOFDSTUK 2

werkelijkheid. Een opgespoorde anomalie kan dus twee dingen betekenen. Ofwel er is inderdaad sprake van een marktinefficiëntie, maar dan moet het gehanteerde *asset pricing model* wel conform de werkelijkheid zijn. Ofwel er is *geen* sprake van een marktinefficiëntie en in dat geval moet de anomalie worden toegeschreven aan een verkeerd gespecificeerd model.

Het gaat het bestek van dit onderzoek te buiten om de in de financieel-economische literatuur gedetecteerde anomalieën uitgebreid te bespreken. Ik volsta hier met de opmerking dat hoewel vanuit het neoklassieke paradigma van de EMH voor deze anomalieën dus geen plausible verklaring bestaat, er vanuit het vakgebied van de *behavioral finance* wel plausible verklaringen voor zijn aangedragen. Hierbij teken ik nog aan dat het vanuit het perspectief van de *behavioral finance* niet helemaal zuiver is om te spreken van een ‘anomalie’. In de *behavioral finance* wordt namelijk niet vastgehouden aan het paradigma van de rationele belegger. Wordt dit paradigma verlaten en wordt aangenomen dat in de markt irrationele beleggers actief zijn van wie de transacties op macroniveau zijn gecorreleerd, dan is het observeren van afwijkingen van de EMH min of meer logisch te verklaren.

2.3 Kritiek op de EMH vanuit de behavioral finance

2.3.1 Inleiding

Hiervoor kwamen de drie basisveronderstellingen van de EMH aan bod:⁴² (i) voor zover beleggers irrationeel handelen, zijn hun fouten niet onderling gecorreleerd, zodat op macroniveau deze elkaar opheffen; (ii) voor zover de transacties van irrationele beleggers wél onderling zijn gecorreleerd, zal de koersinvloed daarvan worden weggewerkt door rationele arbitrageurs; en (iii) op de lange termijn zullen de irrationele beleggers van de markt verdwijnen. De aanhangers van de *behavioral finance* trekken deze drie veronderstellingen in twijfel. Ten eerste achten zij aannemelijk dat vanwege systematische cognitieve beperkingen de transacties van irrationele beleggers onderling wél zijn gecorreleerd. Ten tweede kent het arbitrageproces volgens hen de nodige (juridische en praktische) beperkingen, waardoor rationele arbitrageurs kunnen worden belemmerd in hun activiteiten bestaande uit het opsporen en vervolgens uitwinnen van marktinefficiënties. Ten derde achten de aanhangers van de *behavioral finance* het niet waarschijnlijk dat irrationele

42. Zie hierover Shleifer 2000, p. 2-5. Zie in dit verband ook Dunbar & Heller 2006, p. 474-475; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 104-105; De Jong 2015, p. 317.

beleggers na verloop van tijd daadwerkelijk de markt zullen verlaten. Als de aanhangers van de *behavioral finance* gelijk hebben en het inderdaad zo is dat in de praktijk niet aan de basisveronderstellingen van de EMH wordt voldaan, bestaat geen enkele garantie dat nieuwe informatie onder alle omstandigheden tijdig en correct in de koers wordt verwerkt. In dat geval moet terdege ermee rekening worden gehouden dat effectenmarkten, en de koersen van aandelen op die markten, bloot (kunnen) staan aan de grillen van irrationeel beleggersgedrag en veranderlijke beleggerssentimenten.

In deze paragraaf geef ik een korte introductie op het vakgebied van de *behavioral finance*. Hierbij zal ik in § 2.3.2-§ 2.3.4 achtereenvolgens bespreken op welke wijze de drie basisveronderstellingen van de EMH in de *behavioral finance* worden verworpen.

2.3.2 *Beleggers lijden aan systematische cognitieve beperkingen*

In de neoklassieke economische wetenschap wordt uitgegaan van het paradigma van de rationele belegger. De rationele belegger wordt verondersteld rationale beslissingen te nemen die erop gericht zijn het verwachte (toekomstige) nut te maximaliseren. Hieraan liggen twee (nadere) veronderstellingen ten grondslag. Ten eerste dat beleggers in staat zijn om verschillende (vermogens)uitkomsten die in de toekomst mogelijk zijn (en de daarbij behorende kansen) correct te evalueren. Ten tweede dat het verwachte nut zoals dat voortvloeit uit de algemene nutsfunctie, een correcte maatstaf is om de aantrekkelijkheid van risicovolle beleggingen te beoordelen. Ten aanzien van de eerste component van rationaliteit wordt in de psychologische literatuur gerefereerd aan ‘rational beliefs’, ten aanzien van de tweede aan ‘rational preferences’.⁴³ Voor beide componenten van rationaliteit is (via experimenteel onderzoek) inmiddels een groot aantal afwijkingen vastgesteld.⁴⁴ Voorbeelden

43. Zie hierover Barberis & Thaler 2003, p. 1063-1073. Zie ook Dunbar & Heller 2006, p. 496-491.

44. Het meest baanbrekende werk op dit terrein is verricht door de psychologen Kahneman en Tversky, zie het bekende artikel Kahneman & Tversky 1974. Zie ook de latere overzichtswerken Kahneman & Tversky 2000 en Kahneman 2003. In de Nederlandse juridische literatuur is het met name Broekhuizen geweest die aan de beperkte rationaliteit van (particuliere) beleggers en andere financiële consumenten belangwekkende beschouwingen heeft gewijd. Zie Broekhuizen 2016, § 2.112-§ 2.118 en § 2.134-§ 2.158; Broekhuizen 2018, § 3-§ 5.

HOOFDSTUK 2

van afwijkingen van *rational beliefs* zijn⁴⁵ (i) *overconfidence* (mensen lijden aan overmoed waardoor zij zowel kansen als risico's verkeerd inschatten);⁴⁶ (ii) *optimism* (de neiging van mensen om hun eigen capaciteiten te overschatten); (iii) *the law of small numbers*⁴⁷ (de neiging om in een kleine reeks van toevallige gebeurtenissen te snel een trend te ontwaren); (iv) *conservatism* (de neiging om te lang vast te houden aan een eerder ingenomen positie); (v) *anchoring* (de neiging om een oordeel te laten beïnvloeden door een bepaald referentiepunt);⁴⁸ (vi) *framing* (de neiging om een oordeel te laten beïnvloeden door de wijze waarop een probleem wordt gepresenteerd);⁴⁹ (vii) *availability* (de neiging om een oordeel te laten beïnvloeden door een gebeurtenis die nog vers in het geheugen ligt)⁵⁰ en (viii) *hindsight bias* (de neiging om met de kennis van nu anders te oordelen over een situatie in het verleden).⁵¹

Het belangrijkste voorbeeld van een afwijking van 'rational preferences' is *loss aversion*.⁵² Letterlijk betekent dit dat mensen, en dus ook

-
45. Voor een nuttig overzicht verwijs ik naar Barber & Odean 2013. Zie over afwijkingen van *rational beliefs* verder Barberis & Thaler 2003, p. 1063-1067; Gilson & Black 1993, p. 173-182. Zie hierover in de Nederlands(talig)e literatuur reeds Broekhuizen 2018, § 3.11-§ 3.14; Broekhuizen 2016, § 2.151-§ 2.158; De Jong 2015, p. 317; Van Dyck 2009, nr. 100-101 (met uitgebreide verwijzingen). En zie in dit verband ook het AFM-rapport 2015, p. 15-19.
 46. Zie over *overconfidence* (onder meer) Barber & Odean 2001; Odean 1999. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Broekhuizen 2016, § 2.153. Zie in dit verband ook het AFM-rapport 2015, p. 15-16.
 47. Ik wijs erop dat *the law of small numbers* in de literatuur doorgaans onder de zogenoemde 'representativeness bias' of 'representativeness heuristic' wordt geschaard. Zie Barberis & Thaler 2003, p. 1064-1065; Hirshleifer 2001, p. 1545-1546. Zie over *the law of small numbers* in de Nederlandse literatuur Broekhuizen 2016, § 2.154.
 48. Zie over *anchoring* in de Nederlandse literatuur Broekhuizen 2016, § 2.152; Broekhuizen 2018, § 3.13.
 49. Zie over *framing* uitgebreid Kahneman 2003, p. 1458-1460. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Broekhuizen 2016, § 2.157; Broekhuizen 2018, § 3.14. Zie in dit verband ook het AFM-rapport 2015, p. 17.
 50. Zie voor empirisch bewijs van de hypothese dat met name particuliere beleggers te kampen hebben met de *availability bias* de interessante studie Goetzmann, Kim & Shiller 2016. Zie voor ander empirisch bewijs van de *availability bias* de studie Chang e.a. 2017.
 51. Zie over het fenomeen van de *hindsight bias* in de Nederlandse literatuur Perquin-Deelen 2020, hoofdstuk 5.3; Hermans 2017, hoofdstuk 8; Giard 2017; Giard 2009.
 52. Zie over *loss aversion* onder meer Dunbar & Heller 2006, p. 487-489; Barberis & Thaler 2003, p. 1067-1072; Odean 1998. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Broekhuizen 2016, § 2.152; Broekhuizen 2018, § 3.13. Zie in dit verband ook het AFM-rapport 2015, p. 16. En zie voor empirisch bewijs van de hypothese dat systematische cognitieve beperkingen waaraan beleggers (kunnen) lijden, kan resulteren in *loss aversion* Barber, Odean & Zhu 2009b.

beleggers, er een hekel aan hebben een verlies te incasseren. *Loss aversion* uit zich in twee gedaantes. Ten eerste blijkt uit onderzoek dat het slechte gevoel dat beleggers overhouden aan het lijden van verlies, veel sterker is dan het goede gevoel dat zij beleven na het behalen van winst. Het doet dus meer 'pijn' om € 100 te verliezen dan dat het genoegens geeft om € 100 te winnen. Ten tweede blijkt dat de natuurlijke mate van risico-aversie waarover (de meeste) beleggers beschikken als sneeuw voor de zon verdwijnt wanneer zij een eventueel verlies kunnen vermijden. Hun bereidheid risico te nemen is dan ineens veel groter dan dat die zou zijn wanneer zij een potentiële winst zouden kunnen behalen. Zo zal enerzijds een risico-averse belegger het met 100% zekerheid verkrijgen van € 100 verkiezen boven het aangaan van een weddenschap waarbij hij met een kans van 50% € 200 kan winnen (en met een kans van eveneens 50% € 0 krijgt). Anderzijds zal diezelfde belegger het aangaan van een weddenschap waarbij hij met een kans van 50% € 200 verlies kan voorkomen verkiezen boven het incasseren van een (100%) zeker verlies van € 100.

Uit het grote aantal gesignaleerde afwijkingen blijkt dat vele beleggers te kampen hebben met cognitieve beperkingen. Het gaat hier niet om beperkingen die van persoon tot persoon verschillen. De beperkingen zijn van zodanige aard dat zij een bepaald systematisch karakter hebben. Deze observatie is van groot belang voor de (efficiënte) werking van effectenmarkten. Zij impliceert namelijk dat *niet* langer kan worden aangenomen dat de fouten van individuele beleggers niet met elkaar correleren en elkaar dus op macroniveau opheffen.⁵³ Hierdoor kunnen van tijd tot tijd irrationele effecten (voortvloeiend uit die fouten) in de aandelenkoers sluipen.

2.3.3 Beperkingen in het arbitragemechanisme

Het is aan de rationele arbitrageurs om van die irrationele effecten te profiteren en deze weg te werken. Dit blijkt in de praktijk echter lang niet altijd te gebeuren. De reden hiervoor is dat arbitrageurs geconfronteerd worden met een aantal structurele beperkingen die hen ervan weerhouden gesignaleerde inefficiënties te corrigeren. In de kern gaat het om vier (categorieën van) beperkingen: (i) beperkingen verband houdend met het zogenoemde 'fundamentele risico'; (ii) beperkingen verband houdend met het zogenoemde 'noise trader' risico; (iii) institutionele beperkingen

53. Zie voor empirisch bewijs van de hypothese dat systematische cognitieve beperkingen waaraan beleggers kunnen lijden, ertoe kunnen leiden dat hun transacties op macroniveau zijn gecorreleerd eveneens Barber, Odean & Zhu 2009b.

HOOFDSTUK 2

en (iv) cognitieve beperkingen waaraan (ook rationeel geachte) arbitrageurs kunnen lijden.⁵⁴

Het fundamentele risico betreft het koersrisico dat onvermijdelijk wordt gelopen wanneer een significante *long* of *short* positie wordt ingenomen in een aandeel dat volgens de arbitrageur is onder- of overgewaardeerd.⁵⁵ Gedoeld wordt hier op het risico dat de koers stijgt of daalt als gevolg van macro-economische, sectorgerelateerde en/of bedrijfsspecifieke ontwikkelingen die niets met de opgespoorde onder- of overwaardering van doen hebben. Aangezien de meeste arbitrageurs (tot op zekere hoogte) risico-avers zijn, gaat het hier om een niet-verwaarloosbaar risico.⁵⁶ Natuurlijk zal de arbitrageur zich geheel of gedeeltelijk tegen zulke koersveranderingen kunnen indekken door het afsluiten van een *hedge* (zie hierover § 2.2.4), maar het is geen garantie dat dat lukt. Het afsluiten van zo'n *hedge* vereist namelijk de aan- of verkoop van een substitueerbaar aandeel. Niet zelden is zo'n substituuut niet beschikbaar. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin alle aandelen uit een bepaalde sector zijn over- of ondergewaardeerd. En als een substitueerbaar aandeel *wel* beschikbaar is, zal de *hedge* de arbitrageur niet beschermen tegen onverwachte bedrijfsspecifieke ontwikkelingen.⁵⁷ Zo zal in het in § 2.2.4 gegeven voorbeeld waarbij de arbitrageur zijn *short* positie in aandeel X afdekt met een *long* positie in aandeel Y, de arbitrageur niet zijn beschermd tegen onverwacht positief nieuws over specifiek vennootschap X. Daar komt bij dat als X en Y nauwe concurrenten zijn (een reëel scenario omdat beide aandelen onderling substitueerbaar moeten zijn) het goede nieuws van X vaak het slechte nieuws van Y zal zijn. In dat geval zal de arbitrageur dus zowel op zijn *short* positie in X als op zijn *long* positie in Y verlies lijden. Voor het blootstaan aan een dergelijk fundamenteel risico zal de arbitrageur een extra risicopremie willen bedingen. Hierdoor zijn (relatief) grotere inefficiënties (grotere onder- of overwaarderingen) nodig, alvorens de arbitrageur in actie komt. Dat werkt als een belemmering voor de marktefficiënte.

54. Zie over arbitragebeperkingen in de juridische literatuur onder meer Boettrich 2013, p. 1-17; Dunbar & Heller 2006, p. 480-483; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, 112-113; Gilson & Kraakman 2003, p. 725-731; Stout 2003, 651-659. Zie daarover in de financieel-economische literatuur bijvoorbeeld Barberis & Thaler 2003, p. 1054-1063. Zie verder over arbitragebeperkingen de *special* uit 2002 van de *Journal of Financial Economics*, Volume 66, Issues 2-3, p. 169-508.

55. Zie hierover Barberis & Thaler 2003, p. 1056; Gilson & Kraakman 2003, p. 725-726.

56. Ik wijs erop dat arbitrageurs in de praktijk nooit honderd procent risico-avers zijn. Anders zouden zij wel hebben gekozen voor het (passief) aanhouden van een volledig gediversificeerde portefeuille.

57. Zie over dit probleem uitgebreid Pontiff 2006, p. 35-52.

Het *noise trader* risico betreft het risico dat de door de arbitrageur opgespoorde inefficiëntie niet tijdig door de markt wordt gecorrigeerd, zodat hij zijn positie met een (potentieel groot) verlies moet sluiten.⁵⁸ Het gaat hier om een reëel risico, want dezelfde irrationaliteit die ervoor zorgt dat een onder- of overwaardering in de koers sluipt, kan er ook voor zorgen dat deze op de middenlange termijn standhoudt en eventueel groter wordt ('a bargain that stays a bargain is no bargain').⁵⁹ Hoewel dit risico zich zowel bij een *long* als bij een *short* positie kan voordoen, is het risico pregnanter aanwezig in geval van een door de arbitrageur ingenomen *short* positie (dus bij een door hen opgespoorde overwaardering). Dit komt omdat de arbitrageur de aandelen die hij *short* wil verkopen, eerst moet lenen.⁶⁰ Aangezien de uitlener van het aandeel meestal zal bedingen dat hij het aandeel op ieder moment kan terugvorderen, is altijd de kans aanwezig dat hij dat doet op een moment dat de markt zich nog niet heeft gecorrigeerd. En ook wanneer de uitlener het aandeel niet voortijdig terugroept, kunnen bij een voortdurende en zich versterkende overwaardering de kosten van de arbitrageur aanzienlijk oplopen. Hij zal dan namelijk extra stortingen moeten doen op de door hem aangehouden margin en die gelden heeft hij dan niet beschikbaar voor andere beleggingen. Daar komt nog bij dat bij een *short* positie het risico van de arbitrageur in theorie onbeperkt is. Een aandelenkoers kent immers geen bovengrens, dus de overwaardering kan zich – althans in theorie – tot in het oneindige voortzetten. Bij een *long* positie bestaat dat gevaar niet. Het maximale bedrag dat een belegger op een *long* positie kan verliezen is zijn initiële inleg.

Het negatieve effect van het *noise trader* risico op het arbitrageproces kan worden versterkt, wanneer arbitrageurs ertoe besluiten om hun strategie te wijzigen en om in plaats van overgewaardeerde aandelen *short* te verkopen, deze aandelen (*long*) te kopen.⁶¹ Dit kan voor hen een rationele strategie zijn op het moment dat zij voorzien dat de door hen opgespoorde inefficiëntie niet binnen afzienbare tijd zal worden gecorrigeerd en in plaats daarvan zal verergeren. Ook al zijn de arbitrageurs zich dan (rationeel) bewust van de irrationele tendens die in de markt gaande is, aan de 'gekke' meedoen ('jumping on the bandwagon' of 'riding the bubble') is in dat geval een lucratievere strategie dan de tendens proberen te keren via het innemen van een *short* positie. Wat bij deze strategiewijzi-

58. Zie hierover Barberis & Thaler 2003, p. 1056-1057; Gilson & Kraakman 2003, p. 726; Dunbar & Heller 2006, p. 481.

59. De geciteerde uitspraak is afkomstig van Stout 2003, p. 655.

60. Dit is alleen anders wanneer de arbitrageur aan 'naked short selling' doet. Dat is het *short* verkopen van aandelen zonder deze eerst te lenen. Zie over *naked short selling* onder meer Cristian, Shapiro & Whalen 2006; Boettrich 2013, p. 7-10.

61. Zie Gilson & Kraakman 2003, p. 729.

HOOFDSTUK 2

ging mede een rol speelt, is dat veel arbitrageurs niet (direct) voor eigen rekening handelen, maar dat zij als ‘asset manager’ in dienst zijn van grote beleggingsfondsen.⁶² Hierdoor zullen traditionele *agency* problemen aan het licht treden. Een zo’n probleem is dat de beloning van veel fondsbeheerders gerelateerd is aan kortetermijnresultaten (althans aan resultaten gemeten over een termijn die korter is dan de periode gedurende welke het irrationele sentiment naar verwachting voortduurt). Hierdoor krijgen zij vanuit hun beloningsstructuur een prikkel om irrationele tendensen zoveel mogelijk te volgen.⁶³ Een ander probleem dat in het verlengde hiervan ligt, is dat de prestaties van fondsbeheerders doorgaans worden afgemeten aan het gemiddelde marktrendement.⁶⁴ Ook dat kan ertoe bijdragen dat fondsbeheerders worden gestimuleerd zoveel mogelijk de marktgekte te volgen. Kiezen zij namelijk voor een strategie bestaande uit het innemen van *short* posities, maar worden zij niettemin onverhoopt gedwongen deze posities voortijdig met een verlies te sluiten (bijvoorbeeld omdat het irrationele sentiment te lang aanhoudt), dan zullen de *fondsbeleggers* geneigd zijn dit verlies toe te schrijven aan de slechte beleggingscapaciteiten van de fondsbeheerder. De markt vertoonde namelijk een opwaartse trend en toch werd geld verloren, dus dan moet het wel aan de fondsbeheerder liggen, aldus is de redenering. Voor de *fondsbeleggers* kan dit aanleiding zijn hun geïnvesteerde gelden voortijdig terug te trekken. Kiezen de fondsbeheerders er daarentegen voor aan de marktgekte mee te doen en blijkt deze keuze onverhoopt slecht uit te pakken (bijvoorbeeld omdat de zeepbel voortijdig uit elkaar spat), dan zullen de *fondsbeleggers* geneigd zijn het verlies toe te schrijven aan negatieve marktontwikkelingen. De gehele markt heeft immers geld verloren, dus de fondsbeheerders is niets te verwijten, aldus luidt dan de redenering. Ook de *agency* relatie *fondsbelegger(s)*-*fondsbeheerder*, een relatie waarbinnen een kortetermijnblik bij de *fondsbeheerder* wordt gestimuleerd, kan dus de nodige arbitragebeperkingen met zich brengen.⁶⁵ Hierbij doet zich het merkwaardige fenomeen voor dat juist wanneer de corrigerende krachten van de arbitrageurs het hardste nodig zijn – dat is wanneer het irrationele *beleggers*sentiment zijn hoogste punt bereikt – zij de grootste prikkels ervaren om aan de marktgekte mee te doen.⁶⁶

62. Zie Gilson & Kraakman 2003, p. 729-730; Dunbar & Heller 2006, p. 481-482 en p. 505.

63. Zie over dit probleem uitgebreid Chevalier & Ellison 1999; Allen & Gorton 1993.

64. Zie over dit probleem uitgebreid Shleifer & Vishny 1997, p. 38-43 en p. 47-49.

65. Gilson en Kraakman scharen de *agency* kosten van arbitrage onder de hierna te bespreken categorie institutionele beperkingen, zie Gilson & Kraakman 2003, p. 729-730.

66. Zie over dit perverse effect uitgebreid Shleifer & Vishny 1997, p. 43-54. Zie hierover ook Gilson & Kraakman 2003, p. 730; Gilson & Kraakman 2014, p. 346-350.

Andere beperkingen waarmee de arbitrageur zich geconfronteerd kan zien, zijn de zogenoemde ‘institutionele beperkingen’. Ook bij deze categorie gaat het voornamelijk om beperkingen op het terrein van *short selling*. Onder de institutionele beperkingen vallen zowel wettelijke beperkingen, als beperkingen in – wat zou kunnen worden genoemd – de ‘marktstructuur’ van de *short sale market*. Een voorbeeld van een wettelijke beperking is het verbod op *short selling* dat in het najaar van 2008 werd uitgevaardigd naar aanleiding van de tumultueuze ontwikkelingen in de financiële sector.⁶⁷ Het verbod is per 1 januari 2009 vervallen en vervangen door de Tijdelijke Regeling inzake Melding Short Posities.^{68, 69} Deze Tijdelijke Regeling is slechts een aantal jaren van kracht geweest en per 1 november 2012 ingetrokken⁷⁰ naar aanleiding van de inwerkingtreding van de Europese Short sell verordening⁷¹ per diezelfde datum. Een ander voorbeeld van een wettelijke beperking tot *short selling* is de verplichting die in de Short sell verordening aan marktpartijen wordt opgelegd om aanmerkelijke (wijzigingen in) *netto* shortposities openbaar te maken (zie art. 6 van de Short shell verordening)⁷² en de verplichting die in de Wft aan marktpartijen wordt opgelegd om substantiële (wijzigingen in) *bruto* shortposities bekend te maken (zie art. 5:38 lid 3 respectievelijk 5:39 Wft lid 2).^{73, 74} Een voorbeeld van een beperking in de marktstructuur van de *short sale market* is het feit dat *short selling* onder met name institutionele beleggers nog steeds een zeker

-
67. Zie over dit verbod onder meer Oppelaar 2008, p. 552-554; Kuilman & Poelgeest 2009, p. 49-54. Ik wijs erop dat het verbod alleen betrekking had op het innemen van *short* posities in aandelen in de financiële sector.
68. Zie over deze regeling onder meer Hijink 2009, p. 412-415; Kuilman & Poelgeest 2009, p. 54-56. De regeling hield kort gezegd in dat significante *short* posities moesten worden gemeld aan de AFM.
69. Voor een uitgebreide empirische analyse van het effect op de marktefficiëntie van verschillende wettelijke maatregelen ten aanzien van *short selling* zoals die op het hoogtepunt van de kredietcrisis door de toezichthouders in verschillende Europese lidstaten zijn genomen, verwijs ik naar Bernal, Herinckx & Szafarz 2014, p. 244-256.
70. *Stert.* 7 november 2012, nr. 22885.
71. Verordening (EU) Nr. 236/2012 (*PbEU* 2012, L 86/1).
72. Zie art. 3 van de Short sell verordening voor de definitie van een (netto) shortpositie in de zin van de verordening.
73. Op grond van art. 5:38 lid 3, tweede volzin, Wft respectievelijk art. 5:39 lid 2, derde volzin, Wft kunnen bij of krachtens algemene maatregel van bestuur regels worden gesteld met betrekking tot de bepaling van een (bruto) shortpositie als bedoeld in deze leden. In de Beleidsregel aangaande de definitie en de berekening van een shortpositie in de zin van de Wft (*Stert.* 2013, 17690), heeft de AFM hier nadere invulling aan gegeven.
74. Voor een uitgebreide bespreking van deze meldingsplichten verwijs ik naar Wissing 2013, p. 112-114 en p. 116-118. En voor een uitgebreide empirische analyse van de effecten in de praktijk van de invoering van een Europees publicatieregime voor aanmerkelijke *short* posities verwijs ik naar Jones, Reed & Waller 2016.

HOOFDSTUK 2

controversieel karakter heeft, waardoor sommige institutionele beleggers in het geheel niet op deze markt actief zijn en andere institutionele beleggers slechts in beperkte mate. Dit controversiële karakter blijkt onder meer uit Principe 11 van de Dutch Stewardship Code.⁷⁵ Op grond van deze bepaling dienen aandeelhouders met een shortpositie die groter is dan hun longpositie, zich te onthouden van het uitbrengen van hun stem op de algemene vergaderingen en dienen zij aandelen die zij hebben uitgeleend terug te roepen voor de registratiedatum van de algemene vergadering, indien op die vergadering wordt gestemd over een of meer controversiële zaken. Bij dit controversiële karakter van *short selling* onder institutionele beleggers en de daaruit voortvloeiende terughoudendheid op deze markt actief te zijn, hebben wij het in principe over beperkingen aan de vraagzijde van de *short sale market*.⁷⁶ Aan de aanbodzijde is echter ook sprake van beperkingen.⁷⁷ Zo zal de uitlener van de aandelen voor het uitlenen een vergoeding bedingen, de zogenoemde ‘loan fee’.⁷⁸ Hiervoor geldt dat hoe hoger zij is, hoe onaantrekkelijker het voor de arbitrageur is aandelen *short* te verkopen. Naast de (hoogte van de) *loan fee* kan ook de zogenoemde ‘rebate rate’ een beperkende werking hebben. De *rebate rate* is de vergoeding die de uitlener van de aandelen aan de arbitrageur is verschuldigd voor het door de arbitrageur (ter dekking van zijn lening) in onderpand geven van de opbrengsten van zijn *short sale*. Het gaat hier om een soort rentevergoeding. Voor de *rebate rate* geldt dat hoe lager zij is, hoe onaantrekkelijker het voor de arbitrageur is *short* te gaan.

75. De Dutch Stewardship Code is een gedragscode die pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders hebben opgesteld om uiting te geven aan hun opstelling als betrokken en verantwoord aandeelhouder bij Nederlandse beursvennootschappen. De code is te raadplegen via <https://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/best-practices/2018-07-nederlandse-stewardship-code.pdf>.

76. Ik wijs erop dat de ‘verplichting’ voor aandeelhouders om uitgeleende aandelen terug te roepen indien op de algemene vergadering wordt gestemd over een of meer controversiële zaken (Principe 11, tweede volzin, van de Dutch), ook kan worden beschouwd als een beperking aan de aanbodzijde van de *short sale market*. Een voorbeeld van een *wettelijke* beperking in het arbitragemechanisme die eveneens betrekking heeft op de aanbodzijde van deze markt, is art. 135 van de Pensioenwet. Op grond van lid 1 van dit artikel dient een pensioenfonds een beleggingsbeleid te voeren dat in overeenstemming is met de zogenoemde ‘prudent person’-regel. Deze bepaling blijkt in de praktijk een beperkende werking te hebben op de bereidheid van pensioenfondsen tot het uitlenen van aandelen aan (potentiële) *short sellers*. Zie hierover Kuilman & Poelgeest 2009, p. 44.

77. Zie over dit onderscheid tussen enerzijds de vraagzijde van de *short sale market* en anderzijds de aanbodzijde van deze markt Gilson & Kraakman 2003, p. 727-728.

78. Zie voor verdere details over de wijze waarop een *short sale* tot stand komt (onder meer) Boettrich 2013, p. 6-10; Raaijmakers 2007, p. 12-19.

Tot slot wijs ik erop dat de gehele idee van arbitrage is gebaseerd op de gedachte dat *rationele* arbitrageurs in de markt actief zijn die het vermogen hebben door *irrationele* beleggers veroorzaakte inefficiënties op te sporen en deze vervolgens weg te werken. Hierbij wordt verondersteld dat professionele arbitrageurs volledig rationeel zijn, maar dat hoeft in werkelijkheid lang niet altijd niet het geval te zijn. Deze professionele beleggers kunnen in hun beoordelingsvermogen worden gehinderd door dezelfde cognitieve beperkingen als waaraan de meeste andere beleggers (kunnen) lijden.⁷⁹ Gebeurt dat op grote schaal, dan werkt dat fnuikend voor het arbitragemechanisme. De kredietcrisis aan het eind van de jaren nul vormt er het levende bewijs van dat ook professionele beleggers gevoelig kunnen zijn voor irrationele tendensen.

Uit het voorgaande volgt dat rationele arbitrageurs in de praktijk met de nodige arbitragebeperkingen worden geconfronteerd.⁸⁰ Aan de aan de EMH ten grondslag liggende veronderstelling dat irrationele koerseffecten door rationele arbitrageurs worden gecorrigeerd, hoeft in de praktijk dus niet zonder meer te zijn voldaan.⁸¹

2.3.4 *Irrationele beleggers worden niet van de markt gedreven*

Ook aan de aan de EMH ten grondslag liggende veronderstelling dat irrationele beleggers na verloop van tijd van de markt worden verdreven, hoeft in werkelijkheid niet te zijn voldaan.⁸² Dit is als volgt in te zien. Als irrationele beleggers – die van nature risico-avers zijn – er vanwege *overconfidence* en *overoptimism* nogal agressieve en risicovolle beleggingsstrategieën op na houden, zullen zij gemiddeld gezien een rendement behalen dat met dit grotere risico in lijn ligt. Weliswaar zullen velen van hen zich niet van hun risicovolle strategie bewust zijn, maar dat laat onverlet dat een aantal van hen – in ieder geval op de korte of middellange termijn – grote beleggingswinsten zal opstrijken. Deze winsten hebben een zichzelf versterkend effect,

79. Zie hierover onder meer Gilson & Kraakman 2003, p. 730-731; Choi & Pritchard 2003, p. 1-20; Langevoort 2009, p. 176; Griffin & Tversky 1992, p. 430. Zie in dit verband ook Van Dyck 2009, nr. 60.

80. Voor recent empirisch bewijs van de hypothese dat een aantal van de in de financieel-economische literatuur gesignaleerde anomalieën direct is te herleiden tot beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling* (de zogenoemde ‘short sale constraints’), wijs ik op de studie Chu, Hirshleifer & Ma 2020.

81. Voor een heldere beschrijving van de wijze waarop arbitragebeperkingen in de ‘hoogtijdagen’ van de kredietcrisis enorme marktinefficiënties tot gevolg hadden, verwijs ik naar Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 190-192.

82. Zie hierover Dunbar & Heller 2006, p. 482-483; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 113; Stout 2003, p. 665-666; Gilson & Black 1993, p. 164-165; Langevoort 2002, p. 146-147.

HOOFDSTUK 2

want door diezelfde *overconfidence* zullen de goed presterende beleggers nog even aan hun risicovolle strategie vasthouden. Wederom zal een deel van hen mooie winsten behalen en dat proces zal zich nog een aantal keer herhalen. Hoewel het onmiskenbaar zo is dat een deel van de irrationele beleggers door hun agressieve strategie veel geld (aan de rationele beleggers) zal verliezen en de markt zal (moeten) verlaten, zal een ander deel juist veel geld verdienen. Deze goedverdienende beleggers zullen onverminderd in de markt actief blijven. Dat *alle* irrationele beleggers uiteindelijk van de markt worden verdreven, is dus moeilijk vol te houden.

Daarnaast speelt ook nog een demografisch argument.⁸³ Voor zover irrationele beleggers inderdaad uit de markt worden gedrukt, zullen deze weer worden opgevolgd door nieuwe beleggers. Generaties volgen elkaar immers op en elke generatie zal haar eigen groep beleggers naar de markt voeren.⁸⁴ Aangezien elke nieuwe generatie weer met dezelfde (systematische) cognitieve beperkingen te kampen heeft, zullen altijd irrationele beleggers op de markt actief zijn.

2.4 Het fenomeen van de zeepbel

2.4.1 Inleiding

Een belangrijke en interessante toepassing van het vakgebied van de *behavioral finance* is het bieden van verklaringen waarom eens in de zoveel tijd zeepbellen in de economie ontstaan.⁸⁵ Met een zeepbel⁸⁶ bedoel ik dat de prijs van een *asset* gedurende langere tijd ver boven zijn fundamentele waarde ligt.⁸⁷ Vroeg of laat zal de zeepbel uit elkaar

83. Zie voor dit argument Stout 2003, p. 666.

84. Ook is het natuurlijk mogelijk dat beleggers die eerder (blut en/of gedisilluseerd) de markt hebben verlaten, op een later moment met nieuw verworven gelden (en vernieuwd vertrouwen) terugkeren.

85. Zeepbellen komen niet alleen voor op de financiële markten. Ook op andersoortige markten kunnen van tijd tot tijd zeepbellen ontstaan. Een bekend (historisch) voorbeeld is natuurlijk de gekte in de markt voor tulpenbollen in Nederland rond 1630. Het unieke van zeepbelvorming op financiële markten is echter dat deze markten veel gevoeliger zijn voor zogenoemde 'momentum-effecten'. Daarom zullen zeepbellen op financiële markten relatief vaker voorkomen. Zie hierover onder meer het rapport The Turner Review 2009, p. 39-49 van de Britse Financial Services Authority (tegenwoordig Financial Conduct Authority).

86. Waar ik hier spreek van een 'zeepbel', refereert De Jong in zijn proefschrift aan een 'luchtbel', zie De Jong 2010, p. 192-193. Volgens mij bedoelen wij met deze begrippen hetzelfde.

87. Zie over het fenomeen van de zeepbel recent de baanbrekende studie Greenwood, Shleifer & You 2019. En zie ook recent de studie Barberis e.a. 2018.

spatten en zal de *asset*prijs terugkeren naar zijn natuurlijke evenwichtsniveau.⁸⁸ Dit uit elkaar spatten van de zeepbel zal gepaard gaan met grote beleggingsverliezen en zal doorgaans – gedurende korte tijd – een ontwrichtende werking hebben op de reële economie. Relatief recente voorbeelden van zeepbellen die later uit elkaar zijn gespat, zijn de *dotcom*-hype rond de millenniumwisseling (uitmondend in de *dotcom*-crisis) en de *bubble* op de vastgoedmarkt rond 2004-2007 (uitmondend in de kredietcrisis).⁸⁹ Het fenomeen van de zeepbel is voor het financieel aansprakelijkheidsrecht van groot belang, want de ervaring leert dat het uit elkaar spatten van een zeepbel voor veel beleggers – al dan niet terecht – aanleiding is om geleden beleggingsverliezen via aansprakelijkheidsprocedures op derden (waaronder de vennootschap die de effecten heeft uitgegeven die deze beleggers hebben gekocht) te verhalen.

Als een voorloper op de zeepbel-theorieën uit de *behavioral finance* kan worden beschouwd de theorie van de zogenoemde ‘rational bubble’. Deze theorie is in 1982 voor het eerst goed onderbouwd door de economen Blanchard en Watson.⁹⁰ Met deze theorie werd de EMH ter discussie gesteld, omdat zij liet zien dat de koers van een aandeel over een langere periode aanzienlijk kan afwijken van zijn fundamentele waarde, zonder dat dit proces volledig wordt gedreven door irrationele sentimenten. De essentie van de theorie is dat het voor een belegger een rationele strategie kan zijn een overgewaardeerd aandeel te kopen, zolang hij verwacht dat hij het op een later tijdstip tegen een nog hogere prijs kan verkopen.⁹¹ Hoewel de theorie van de *rational bubble* op zichzelf kan verklaren waarom het voor rationele beleggers verstandig kan zijn aan de marktgekte mee te doen, kan zij niet goed verklaren hoe een zeepbel kan ontstaan en hoe zij gedurende langere tijd een stabiel evenwichtspad kan opleveren.⁹² Daar zijn geavanceerdere theorieën en modellen voor nodig,

88. Met het ‘natuurlijke evenwichtsniveau’ bedoel ik de aandelenkoers die ontstaat als alle ‘lucht’ eruit is gelopen.

89. Op het moment van afronding van dit manuscript vind ik het nog te vroeg om ook de hype die de afgelopen jaren rondom crypto-munten is ontstaan in dit rijtje van (uit elkaar gespatte) zeepbellen te scharen. Verder wijs ik erop dat in de literatuur de kredietcrisis en de *dotcom*-crisis meestal in één adem worden genoemd met de *beurscrash* van 19 oktober 1987. Bij deze *crash* verloor de Dow Jones-index in een dag ruim 22 procent van zijn waarde, terwijl geen sprake was van relevante wijzigingen in de *fundamentals* van de economie. Zie over deze *crash* onder meer Malkiel 2003, p. 80.

90. Blanchard & Watson 1982, p. 295-315. In hun recente studie naar zeepbelvorming op de financiële markten zetten Barberis, Greenwood, Jin en Shleifer (de uitkomsten van) hun model af tegen onder meer die van Blanchard & Watson 1982 en Tirole 1985, zie Barberis e.a. 2018, p. 215-216.

91. Zie over de theorie van de *rational bubble* in de (Amerikaanse) juridische literatuur Dunbar & Heller 2006, p. 491-493 en Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 114-116.

92. Vgl. Dunbar & Heller 2006, p. 492-493.

HOOFDSTUK 2

waarbij het in principe altijd gaat om ‘wijsheid achteraf’. Die geavanceerdere theorieën en modellen laat ik hier verder rusten en ik beperk mij tot een (nadere) uitleg van de theorie van de *rational bubble*.

2.4.2 De ‘*rational bubble*’

Volgens de theorie van de *rational bubble* kan een aandelenkoers alle publiekelijk beschikbare informatie weerspiegelen (in de zin dat het niet mogelijk is op basis van deze informatie abnormale rendementen te behalen) en daarnaast op efficiënte wijze op de publicatie van nieuwe informatie reageren, terwijl de koers niet de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel (en de onderliggende onderneming) weerspiegelt.⁹³ Het gaat bij de *rational bubble* om een zuiver theoretisch model dat inzichtelijk maakt hoe aandelenkoersen op rationele wijze bloot kunnen staan aan zeepbelvorming. Conceptueel ziet de theorie er als volgt uit.⁹⁴ Wij nemen aan dat de economie louter bestaat uit risiconeutrale beleggers en de risicovrije rentevoet 0% bedraagt.⁹⁵ Ook nemen wij aan dat de koers van een willekeurig aandeel X vandaag € 5 boven zijn fundamentele waarde van – zeg – € 10 ligt.⁹⁶ Normaal gesproken zouden rationele arbitrageurs van deze overwaardering willen profiteren door een *short* positie in het aandeel in te nemen.⁹⁷ Doen zij dat massaal, dan zal het aandeel snel terugvallen naar zijn fundamentele waarde van € 10. Er is echter een (reële) situatie denkbaar waarin rationele arbitrageurs dit toch niet zullen doen. Dat is de situatie waarin de € 5 overwaardering haar verklaring vindt in het feit dat het aandeel over een jaar met een verwachte kans van 50% € 10 is overgewaardeerd en met een verwachte kans van 50% terugvalt naar zijn fundamentele waarde.⁹⁸ In dat geval is het aandeel voor rationele beleggers een onverminderd aantrekkelijke belegging (althans niet minder aantrekkelijk dan sparen tegen de risicovrije rentevoet). De verwachte winst op het aandeel is dan namelijk gelijk aan het verwachte verlies. Daarmee is nog niet de vraag beantwoord hoe het kan dat het aandeel over een jaar (met een 50% kans) € 10 is overgewaardeerd. Dat is mogelijk, omdat over een jaar het vooruitzicht is dat het aandeel in het daaropvolgende jaar (vandaag over twee jaar) met een kans van 50% € 20 is overgewaardeerd en met een

93. Aldus Dunbar & Heller 2006, p. 492; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 114.

94. Zie Dunbar & Heller 2006, p. 491-493 en Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 114-116 onder verwijzing naar Blanchard & Watson 1982, p. 295-303.

95. Deze aannames maken de analyse eenvoudiger, maar zijn voor de theorie van de *rational bubble* niet noodzakelijk.

96. Zie voor andere getallenvoorbeelden Dunbar & Heller 2006, p. 492; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 114-115.

97. Vgl. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 115.

98. Dunbar & Heller 2006, p. 492; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 115.

kans van 50% terugvalt naar zijn fundamentele waarde.⁹⁹ Zolang het om een aandeel met een oneindige looptijd gaat, kan dit proces zich in theorie tot in het oneindige herhalen.¹⁰⁰ Deze zich voortzettende overwaardering wordt een *rational bubble* genoemd. Er is onder deze omstandigheden geen enkele reden om aan te nemen dat rationele arbitrageurs het aandeel zullen mijden of door middel van een *short sale* de overwaardering zullen corrigeren.¹⁰¹ Dit terwijl de meeste van hen zich zeer wel van de (voortdurende) overwaardering bewust zullen zijn. Weliswaar is de verwachting dat de *bubble* vroeg of laat uit elkaar spat, maar tot het moment dat dat gebeurt – de exacte *timing* daarvan kan niemand voorspellen – blijft het aandeel een aantrekkelijke belegging.¹⁰²

Aldus laat de theorie van de *rational bubble* zien hoe een aandelenkoers gedurende langere tijd boven zijn fundamentele waarde kan liggen. Tegelijkertijd is het niet mogelijk op basis van de publiekelijk beschikbare informatie abnormale rendementen te behalen. Weliswaar kan uit de beschikbare informatie worden afgeleid dat sprake is van een *bubble*, maar daarvan kan niet worden geprofiteerd. Deze vaststelling suggereert dat twee vormen van marktefficiëntie zijn te onderscheiden.¹⁰³ Enerzijds efficiëntie in de betekenis dat de aandelenkoers *op correcte wijze* alle publiekelijk beschikbare informatie weerspiegelt. De koers is dan dus gelijk aan de fundamentele waarde (fundamentele efficiëntie).¹⁰⁴ Anderzijds efficiëntie in de betekenis dat het voor beleggers niet mogelijk is aan de hand van de publiekelijk beschikbare informatie bovengemiddeld te presteren (informatieefficiëntie). Deze laatste vorm van marktefficiëntie gaat minder ver, omdat deze vorm ruimte laat voor de mogelijkheid dat de aandelenkoers relevante informatie over de fundamentele waarde van de onderliggende onderneming *niet* correct weerspiegelt. In § 2.5 zal ik nader op (het verschil van) beide vormen van marktefficiëntie ingaan.

In de voorgaande uitleg van de *rational bubble* werd geen rekening gehouden met de mogelijkheid dat tussentijds nieuwe informatie wordt

99. Idem.

100. Zolang geen faillissement wordt voorzien, is de aanname dat het aandeel een oneindige looptijd heeft in beginsel plausibel.

101. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 115.

102. Dunbar & Heller 2006, p. 492; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 115.

103. Zie Dunbar & Heller 2006, p. 492 en Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 115. Zie over deze twee vormen van marktefficiëntie ook Stout 2003, p. 639-641 en Fisher 2005, p. 850-854.

104. Hierbij wordt even geabstraheerd van de aanwezigheid van voorwetenschap ('inside information'). Is daar namelijk sprake van, dan kan de koers per definitie niet gelijk zijn aan de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel, ook al is alle *publiekelijk* beschikbare informatie correct in de koers verwerkt.

HOOFDSTUK 2

gepubliceerd. Hoewel deze abstractie de (uitleg van de) theorie minder ingewikkeld maakt, is zij geenszins noodzakelijk. Het beschikbaar komen van nieuwe informatie kan gemakkelijk in het model worden geïncorporeerd. Dat kan worden gedaan door een stochastische component in te bouwen die het vrijkomen van nieuwe informatie simuleert. Steeds wanneer dan nieuwe informatie wordt gepubliceerd, zal de fundamentele waarde van het aandeel (en daarmee het evenwichtspad van de *rational bubble*) in reactie daarop stijgen of dalen. Voor (het voortbestaan van) de *bubble* zelf en de daarbij behorende evenwichtskansen maakt de nieuwe informatie in beginsel echter niet uit.¹⁰⁵ Dit laat eens te meer zien dat bij een *rational bubble* de aandelenkoers wel efficiënt is in de zin dat nieuwe informatie meteen in de koers wordt verwerkt, maar niet efficiënt in de zin dat de fundamentele waarde correct wordt weerspiegeld.

2.5 Twee vormen van marktefficiëntie: fundamentele versus informatiele efficiëntie

De *behavioral finance* leert ons dat het geen vaststaand gegeven is dat een aandelenkoers altijd de fundamentele waarde van de onderliggende onderneming weerspiegelt. Integendeel, in dit vakgebied ontwikkelde zeepbeltheorieën laten zien dat het goed mogelijk is dat een aandelenkoers soms lange tijd van de fundamentele waarde kan afwijken. Dat inzicht dwingt tot een herbezinning op het begrip marktefficiëntie. Voor zover men in het licht van de ontwikkelingen in de *behavioral finance* überhaupt nog in termen van marktefficiëntie wil spreken, moeten in ieder geval twee modaliteiten worden onderscheiden: *fundamentele* versus *informatiele* marktefficiëntie.^{106, 107} Omdat de eerstgenoemde modaliteit een veel strengere hypothese behelst dan de laatstgenoemde, moeten

105. Bewust zeg ik 'in beginsel'. Wanneer de nieuw gepubliceerde informatie negatief van aard is, is namelijk denkbaar het scenario waarin deze informatie werkt als een soort 'wake up call', zodat beleggers daarmee worden geattendeerd op het bestaan van een *bubble*. Deze *wake up call* zorgt er dan voor dat de *bubble* voortijdig uit elkaar spat.

106. Zie over het onderscheid tussen fundamentele en informatiele marktefficiëntie zeer helder Gilson & Kraakman 2014, p. 321-326; Cornell 2014, p. 6; Stout 2003, p. 639-641. Op dit onderscheid was in de juridische literatuur overigens al eerder gewezen door Fischel 1989, p. 912-913. Zie over het onderscheid ook Fisher 2005, p. 850-854; Dunbar & Heller 2006, p. 472-474. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 116-117.

107. Zie over het onderscheid tussen fundamentele en informatiele marktefficiëntie kritisch Gilson & Kraakman 2003, p. 716, voetnoot 4.

beide goed uit elkaar worden gehouden.¹⁰⁸ Informatieefficiëntie heeft betrekking op de *snellheid* waarmee nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt. De markt is informatieel efficiënt, wanneer nieuwe informatie zodanig snel in de koers wordt verwerkt dat beleggers op basis van deze informatie geen abnormale rendementen kunnen behalen (ook gesproken zou kunnen worden van ‘trading rule efficiency’).¹⁰⁹ De in de financieel-economische literatuur gerapporteerde anomalie die eruit bestaat dat de aandelenkoers naar aanleiding van nieuwsberichten over onder meer gerapporteerde winsten (of verliezen),¹¹⁰ dividenduitkeringen of -inhoudingen¹¹¹ en aandeleninkopen¹¹² op korte termijn een onderreactie blijkt te vertonen, zal zich op een informatieel efficiënte markt dus niet voordoen. Fundamentele efficiëntie betreft de vraag of informatie – behoudens tijdig – tevens *correct* in de koers wordt verwerkt (correct bezien vanuit de fundamentele van de onderneming). De markt is fundamenteel efficiënt, wanneer de koers – gegeven alle publiekelijk beschikbare informatie – op een correcte wijze de contante waarde van de toekomstige kasstromen weerspiegelt. Ik benadruk dat beide vormen van marktefficiëntie niet gelijk op hoeven te gaan. De markt kan op hetzelfde tijdstip dus zowel *informatieel* efficiënt als *fundamenteel* inefficiënt zijn.

Het verschil tussen beide vormen van marktefficiëntie doet zich in het bijzonder gevoelen wanneer het begrippenpaar wordt toegepast op de situatie waarin zich in de aandelenkoers een zeepbel heeft gevormd. Bij

108. Het in de literatuur gemaakte onderscheid tussen fundamentele en informatieel marktefficiëntie is ook in de Amerikaanse rechtspraak onderkend. Zie onder meer de uitspraken *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 14-15 (1st Cir. 2005); *In re Xcelera.com Securities Litigation*, 430 F.3d 503, 509-511 (1st Cir. 2005); *Sapssov v. Health Management Associates, Inc.*, 608 Fed. Appx. 855, 861-862 (11th Cir. 2015); *Findwhat Investor Group v. Findwhat.com*, 658 F.3d 1282, 1310 (11th Cir. 2011); *In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation*, 295 F.R.D. 240, 247 (N.D. Cal. 2013); *Lumen v. Anderson*, 280 F.R.D. 451, 460-461 (W.D. Mo. 2012); *Beach v. Healthways, Inc.*, 2010 WL 1408791, at *3 (M.D. Ten. April 2, 2010); *In re Healthsouth Corporation Securities Litigation*, 257 F.R.D. 260, 283 (N.D. Ala. 2009); *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 610-612 (C.D. Cal. 2009); *In re Accredo Health, Inc. Securities Litigation*, 2006 WL 1716910, at *9-10 (W.D. Tenn. April 19, 2006); *In re VeriFone Securities Litigation*, 784 F. Supp. 1471, 1479 n. 7 (N.D. Cal. 1992). Ik wijs erop dat de First Circuit in de eerstgenoemde uitspraak herhaaldelijk verwijst naar Stout 2003 en Fischel 1989.

109. De term ‘trading rule efficiency’ is afkomstig van Fischel 1989, p. 913.

110. Bernard & Thomas 1989; Bernard & Thomas 1990; Chan, Jegadeesh & Lakonishok 1996; Bernard & Seyhun 1997; Bartov, Radhakrishnan & Krinsky 2000; Dontoh, Ronen & Sarath 2003.

111. Michaely, Thaler & Womack 1995.

112. Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen 1995; Mitchell & Stafford 2000.

HOOFDSTUK 2

een zeepbel is de koers zoals ik al opmerkte zodanig overgewaardeerd dat deze ver boven de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel ligt. De markt is op dat moment fundamenteel *inefficiënt*. Tegelijkertijd is het niet mogelijk op basis van de publiekelijk beschikbare informatie abnormale handelswinsten te behalen. Weliswaar zullen vele rationele arbitrageurs zich van de (fundamentele) inefficiëntie – de zeepbel – bewust zijn, maar vanwege imperfecte marktcondities (zoals bijvoorbeeld *short sale constraints*) lukt het hun niet hiervan te profiteren (zie § 2.3.3).

De aanwezigheid van een zeepbel hoeft – op zichzelf – echter nog niets te zeggen over de mate van informationele (in)efficiëntie. Zo is het goed mogelijk dat ten tijde van de zeepbel de koers onverminderd snel reageert op de publicatie van nieuwe informatie. De nieuwe informatie wordt dan zodanig snel in de koers verwerkt dat het niet mogelijk is via snel handelen een informatievoorsprong uit te winnen. Vanwege de aanwezige zeepbel wordt de informatie echter niet *correct* in de koers verwerkt. De informatie zal – in plaats daarvan – met een ‘zeepbel-effect’ door de koers worden geabsorbeerd.¹¹³ Zo zal in de situatie waarin de koers als gevolg van een zeepbel is verdubbeld ten opzichte van de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel (de actuele koers is bijvoorbeeld € 200, terwijl de fundamentele waarde slechts € 100 bedraagt), de publicatie van (positieve) informatie die een fundamentele waarde vertegenwoordigt van € 10, naar verwachting resulteren in een koersstijging van € 20 (in plaats van een koersstijging van € 10). Vindt deze koersstijging plaats vrijwel direct nadat de informatie is gepubliceerd, dan is de markt in dat geval dus *niet* fundamenteel efficiënt, maar *wel* informationeel efficiënt.

Het is echter ook mogelijk dat ten tijde van een zeepbel de koers niet meer (zichtbaar) reageert op de publicatie van nieuwe informatie. De marktgekte kan dan zodanige vormen hebben aangenomen dat beleggers alleen nog maar reageren op (gedragingen van) elkaar – zij vertonen kuddegedrag – en daardoor nieuwe relevante informatie volledig negeren.¹¹⁴ Deze situatie deed zich onder meer voor in de hoogtijdagen van de *dotcom* hype.¹¹⁵ Zo werd bij sommige internetfondsen relevante informatie over achterblijvende winstgevendheid door de markt volledig veronachtzaamd (het beleggerssentiment werd vooral gedreven door speculatie over het groeipotentieel van de ‘nieuwe economie’). Tegelij-

113. Zie Stout 2003, p. 651-652.

114. Zie over het door de markt negeren van belangrijke informatie onder meer Hirshleifer & Hong 2003. Zie in dit verband ook Shiller 2003, p. 95; Dunbar & Heller 2006, p. 508 en p. 513; Langevoort 2009, p. 175-176.

115. Zie over de marktgekte die zich voordeed tijdens de internethype en de eventuele juridische implicaties daarvan uitgebreid Fisher 2005, p. 890-932. Zie in dit verband ook Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 123-126.

kertijd was het voor rationele arbitrageurs niet mogelijk deze collectieve onverschilligheid uit te winnen. *Short sale constraints* (en andere arbitragebeperkingen) stonden hieraan in de weg. Men kan er overigens over twisten of in de laatstgenoemde situatie nog wel kan worden gesproken van informatiele efficiëntie. Enerzijds wordt nieuwe informatie niet meer in de koers verwerkt (dat pleit tegen het aannemen van informatiele efficiëntie), anderzijds kan hier niet van worden geprofiteerd (dat pleit vóór het aannemen van informatiele efficiëntie).

Een belangrijke juridische consequentie van de fundamenteel *inefficiënte* markt is dat bij een civielrechtelijke aansprakelijkheidsprocedure ingesteld door (beweerdelijk) gedupeerde beleggers of bij een bestuursrechtelijke procedure geëntameerd door de toezichthouder de procespartijen met lastige bewijsvragen worden geconfronteerd.¹¹⁶ Zo is een lastig bewijsrechtelijk probleem *hoe* op een fundamenteel inefficiënte markt de materialiteit van een bepaalde mededeling kan worden vastgesteld.¹¹⁷ Normaal gesproken kan deze mede worden bepaald door te kijken naar de koersreactie die de desbetreffende mededeling teweegbrengt. In de praktijk wordt hierbij meestal gebruik gemaakt van een *event study*.¹¹⁸ Zolang de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld informatieel efficiënt is, is de *event study* hiervoor op zichzelf een geëigend middel. In een informatieel efficiënte markt zal de koers namelijk meteen op de mededeling reageren. Het probleem bij een fundamenteel *inefficiënte* markt is echter dat vaak onduidelijk is hoe de gemeten koersreactie zich verhoudt tot de fundamentele waarde van de in de mededeling vervatte informatie.¹¹⁹ Enerzijds kan een (vanuit de fundamentele van de onderneming gezien) *onbelangrijke* mededeling een significante koersreactie veroorzaken, anderzijds kan bij een belangrijke mededeling een significante koersreactie uitblijven. Hierdoor bestaat het gevaar dat uit de (uitkomst van de) *event study* de verkeerde conclusies worden getrokken.¹²⁰ Zo kan een mededeling van niet-materieel¹²¹ belang ten onrechte als materieel worden aangemerkt (uit de

116. Zie over de juridische implicaties van fundamentele inefficiëntie voor *securities fraud* in de Amerikaanse literatuur onder meer Black 2013; Dunbar & Heller 2006; Ribstein 2006; Fisher 2005; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004; Langevoort 2002; Langevoort 1992. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 116-117, p. 192-193 en p. 252-253.

117. Over de materieelrechtelijke complicaties bij een fundamenteel inefficiënte markt kom ik in § 7.8 nader te spreken.

118. Zie over de *event study* uitgebreid § 8.4.2.

119. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 117 en p. 252.

120. Zie over dit probleem Cornell 2014, p. 10-11; Langevoort 2009, p. 180; Dunbar & Heller 2006, p. 507-510; Fisher 2005, p. 920-921 en p. 930-931; De Jong 2010, p. 117.

121. Materieel gezien vanuit de fundamentele van de onderneming.

HOOFDSTUK 2

event study volgt dat het koerseffect *wel* statistisch significant is) en evenzeer kan een mededeling van materieel belang ten onrechte als niet-materieel worden aangemerkt (uit de *event study* volgt dat het koerseffect *niet* statistisch significant is). Alvorens aan de (uitkomst van de) *event study* juridische consequenties te verbinden, zal dus steeds zorgvuldig moeten worden bekeken of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld wel voldoende fundamenteel efficiënt is.¹²²

2.6 Marktefficiëntie is een relatief begrip

Voor het verbinden van juridische consequenties aan het concept marktefficiëntie is verder van belang te beseffen dat de vraag of een bepaalde markt efficiënt is, geen ja/nee kwestie betreft. Marktefficiëntie is namelijk een relatief begrip. Niet zozeer relevant is daarom de vraag *of* een bepaalde markt al dan niet efficiënt is, veel relevanter is de vraag *in welke mate* de desbetreffende markt al dan niet efficiënt is.¹²³

Dat het efficiëntiebegrrip niet al te binair moet worden benaderd, volgt alleen al uit het feit dat de absoluut efficiënte markt niet bestaat. Ik wijs op de eerdergenoemde *efficiency paradox* (zie § 2.2.3).¹²⁴ Zou alle informatie gelijktijdig met het moment van publicatie in de koers zijn verwerkt, dan zouden professionele handelaren geen prikkel meer hebben informatie te vergaren en deze te analyseren. Zij krijgen er dan namelijk niets voor terug en zullen dan hun activiteiten staken. Maar als er geen beleggers meer zijn die informatie opsporen en analyseren, is er ook geen mechanisme meer dat ervoor zorgt dat informatie in de koers wordt verwerkt. De aandelenkoers is hierdoor geen correcte weerspiegeling meer van de waarde van het onderliggende aandeel en dus is de markt niet langer efficiënt. De oplossing voor dit dilemma is dat (in de evenwichtssituatie) de markt in zodanige mate *inefficiënt* moet zijn dat professionele handelaren nog net voldoende rendement behalen om voor hun inspanningen te worden beloond.

122. Voor de wijze waarop kan worden getoetst of de markt op een bepaald moment kenmerken vertoont van fundamentele inefficiëntie verwijs ik naar § 8.5.3.2.

123. Zie hierover in de literatuur Cornell 2011, p. 250-252; Langevoort 2009, p. 167; Goshen & Parchomovsky 2005, p. 730; Stout 2003, p. 653-656; Macey & Miller 1990, p. 1083-1087. En zie over deze kwestie ook de uitspraken van de Supreme Court *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 470-471 & n. 6 (2013) en *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 272 and 279 (2014).

124. Zie hierover Grossmann & Stiglitz 1980; Cornell & Roll 1981.

Ook de absoluut *inefficiënte* markt kan onmogelijk bestaan. Een absoluut inefficiënte markt is een markt waarbij geen enkele relatie (meer) bestaat tussen prijs en onderliggende waarde. Zo'n markt is niet goed voorstelbaar, omdat markten nu juist bestaan bij de gratie van het feit dat zij als een effectief allocatiemechanisme kunnen dienen voor de verdeling van schaarse middelen. Zouden op een bepaalde markt de prijzen op geen enkele wijze zijn gerelateerd aan de onderliggende waarde van de desbetreffende goederen (in dit geval aandelen), dan zal het allocatiemechanisme op deze markt volledig mislukken. Vroeg of laat zal die markt dan verdwijnen. Het enkele feit dat een bepaalde markt bestaat (hoe inefficiënt deze wellicht ook is), betekent daarom per definitie dat sprake is van enig verband tussen prijs en onderliggende waarde van de verhandelde goederen. Marktprijzen zullen derhalve altijd *in enige mate* worden beïnvloed door de beschikbaarheid van nieuwe informatie over de waarde van de verhandelde goederen.

De vaststelling dat marktefficiëntie een relatief begrip is, geldt zowel voor marktefficiëntie in fundamentele zin als voor marktefficiëntie in informatiele zin. Omdat de laatstgenoemde modaliteit door de eerstgenoemde wordt omsloten (een markt die informatieel *inefficiënt* is, is per definitie fundamenteel *inefficiënt*; andersom geldt dit niet),¹²⁵ beperk ik mij hier tot marktefficiëntie in informatiele zin. Zoals ik al opmerkte, heeft informatiele efficiëntie betrekking op de vraag hoe *snel* nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt. In het algemeen geldt dat hoe sneller informatie in de koers wordt verwerkt, hoe efficiënter de markt. Deze snelheid is op haar beurt weer afhankelijk van onder meer de omvang van het handelsvolume en – in het verlengde daarvan – de mate van liquiditeit.¹²⁶ Voor de laatstgenoemde factoren geldt dat hoe vaker en hoe meer op de desbetreffende markt wordt gehandeld (en dus ook hoe dieper de liquiditeit van die markt), hoe sneller de informatie wordt geabsorbeerd. Afgezien van deze factoren is de snelheid waarmee nieuwe informatie wordt verwerkt ook afhankelijk van de complexiteit van de

125. Wanneer informatie niet *direct* in de koers wordt verwerkt (de markt is informatieel *inefficiënt*), is het onmogelijk dat zij wel *correct* in de koers wordt verwerkt (dit laatste wordt verondersteld bij fundamentele marktefficiëntie). Andersom geldt dat wanneer informatie wel *direct* in de koers wordt verwerkt (de markt is informatieel efficiënt), dit nog niet hoeft te betekenen dat de informatie tevens *correct* in de koers wordt verwerkt (de markt hoeft dus niet tevens fundamenteel efficiënt te zijn).

126. In het algemeen geldt dat hoe groter het handelsvolume waarmee op een bepaalde markt wordt gehandeld, hoe meer liquide deze markt zal zijn. Dit hoeft echter niet altijd het geval te zijn. Er zijn ook markten waarop weliswaar sprake is van een groot handelsvolume, maar die desondanks toch niet al te liquide zijn.

HOOFDSTUK 2

informatie.¹²⁷ Zo zal een belangrijk overnamebericht of een belangrijke winstwaarschuwing sneller in de koers worden verwerkt dan bijvoorbeeld een (moeilijk te interpreteren) mededeling over een pensioenverplichting, een ‘off balance sheet liability’ of bepaalde *subprime*-risico’s.^{128, 129} Dit toont eens te meer aan hoe relatief marktefficiëntie is: de markt kan voor de ene soort informatie wel efficiënt zijn, terwijl zij dat voor de andere soort niet is.

Dat de mate van informationele marktefficiëntie verschillende gradaties kent (en per informatiesoort kan verschillen), is van belang voor het leerstuk van aansprakelijkheid voor misleiding van het beleggend publiek. Voor het antwoord op de vraag of – en zo ja, in welke mate – een bepaalde misleidende mededeling de koers heeft beïnvloed, kan namelijk niet simpelweg worden gekeken naar het antwoord op de vraag of de desbetreffende markt al dan niet (informationeel) efficiënt is.¹³⁰ Zelfs op een relatief inefficiënte markt kan (de publicatie van) misleidende informatie een koerseffect tot gevolg hebben.^{131, 132} In vergelijking met een

127. Vgl. Langevoort 2009, p. 170. Zie in dit verband ook de uitspraak van de Supreme Court inzake Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 470-471 & n. 6 (2013).

128. Zie hierover reeds De Jong 2010, p. 117; De Jong 2015, 318.

129. Naar aanleiding van (het uitbreken van) de kredietcrisis aan het eind van de jaren nul zijn verschillende studies verschenen waarin is onderzocht in hoeverre in de jaren voorafgaand aan de crisis informatie over (blootstelling aan) *subprime*-risico’s voor het beleggende publiek beschikbaar was en in hoeverre deze informatie door de markt werd opgepikt en in marktprijzen werd verdisconteerd. Zie in dit verband onder meer Schwarcz 2008; Bartlett 2010; Gilson & Kraakman 2014, p. 331-346. Het algemene beeld dat in deze studies naar voren komt, is dat in de markt wel degelijk informatie over *subprime*-risico’s beschikbaar was, maar dat deze informatie door het beleggende publiek niet of onvoldoende werd opgepikt en deze niet of nauwelijks in beurskoersen werd verwerkt. Dit laatste wordt door Schwarcz en Gilson & Kraakman met name toegeschreven aan de *complexiteit* van de desbetreffende informatie.

130. Zie in dit verband onder meer Gilson & Kraakman 2014, p. 319, voetnoot 9; Fisch 2013, p. 913; Cox 2013a, p. 1727 en p.1730; Cox 2013b, p. 125; Langevoort 2012, p. 19; Langevoort 1992, p. 899; Hu & Marcus 2012, p. 3-4; Brav & Heaton 2003, p. 536; Macey e.a. 1991, p. 1017-1049.

131. Zie hierover uitgebreid Bebchuk & Ferrell 2014, p. 679-685 en Langevoort 2009, p. 161, p. 169-170, p. 179 en p. 186. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de Halliburton II-uitspraak van de Supreme Court: ‘That the price of a stock may be inaccurate *does not detract from the fact that false statements affect it, and cause loss (...)*’ (leestekens weggelaten en curs. *ACWP*), Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 272 (2014). En zie voorts de uitspraak Eckstein v. Balcors Film Investors, 8 F.3d 1121, 1130 (7th Cir. 1993).

132. Dat ook op een relatief inefficiënte markt (de publicatie van) misleidende informatie kan resulteren in een koerseffect, wordt door Franx in zijn dissertatie mijns inziens onvoldoende onderkend, zie Franx 2017, p. 242-243.

efficiënte(re) markt kan het alleen even duren voordat de misleiding effect sorteert.¹³³ Of op een inefficiënte markt de belegger die ten tijde van de misleiding aandelen heeft gekocht door de misleiding is benadeeld, hangt daarom mede af van het exacte tijdstip van aankoop.¹³⁴ Heeft de belegger zijn aandelen gekocht vlak nadat de misleidende mededeling werd gepubliceerd, dan is hij wellicht *niet* benadeeld, omdat de mededeling nog *niet* in de koers was verwerkt. Een vergelijkbare redenering kan worden gevolgd voor de mededeling waarmee de eerdere misleiding wordt gecorrigeerd. Ook daarvoor geldt dat het antwoord op de vraag of de belegger door de misleiding is benadeeld, afhankelijk is van het exacte tijdstip waarop hij zijn aandelen heeft gekocht. Heeft de belegger zijn aandelen gekocht vlak nadat de corrigerende mededeling werd gepubliceerd, dan heeft hij – niettegenstaande de nieuw beschikbare informatie – wellicht toch nog koersschade geleden. Op een inefficiënte markt kan het namelijk even duren voordat de koers de corrigerende mededeling heeft verwerkt.

In de praktijk blijkt vooral misleiding op de *primaire* markt aanleiding te geven tot discussies over (de mate van) marktefficiëntie. In de Amerikaanse rechtspraak wordt over het algemeen aangenomen dat bij een zogenoemde ‘Initial Public Offering’ (IPO) geen sprake is van een efficiënte markt (voor de secundaire markt die ontstaat direct na de IPO – de zogenoemde ‘direct after market’ – wordt overigens aangenomen dat die wel efficiënt kan zijn).^{135, 136} Als reden hiervoor wordt aangevoerd dat ‘in an IPO there is no well-developed market in offered

133. Zelfs Nobelprijswinnaar Robert Shiller, wiens wetenschappelijk werk grotendeels bestaat uit het bekritisieren van de EMH, erkent dat het in het algemeen zo is dat publiekelijk beschikbare informatie in de beurskoers wordt verwerkt, zie onder meer Robert J. Shiller, ‘Sharing Nobel Honors, and Agreeing to Disagree’, *New York Times* October 26, 2013.

134. Vgl. De Jong 2010, p. 117.

135. Zie over de afwezigheid van marktefficiëntie in de primaire markt onder meer de volgende uitspraken uit de Amerikaanse rechtspraak: *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42-43 (2d Cir. 2006); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743, 752 (3d Cir. 2010); *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 198-199 (6th Cir. 1990); *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151, 1158-1159 (6th Cir. 1994); *West v. Prudential Sec., Inc.*, 282 F.3d 935, 938 (7th Cir. 2002); *Asher v. Baxter Int’l Inc.*, 377 F.3d 727, 732 (7th Cir. 2004); *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723, 729 (11th Cir. 1989); *Lipton v. Documation, Inc.*, 734 F.2d 740, 746 (11th Cir. 1984); *Berwecky v. Bear, Stearns & Co.*, 197 F.R.D. 65, 68 (S.D.N.Y. 2000). Zie over deze rechtspraak kritisch Newkirk 1991, p. 1407-1422; Isaacson 2015, p. 971-972.

136. Zie over het feit dat in de *after market* direct na de IPO wel sprake kan zijn van een efficiënte markt, onder meer de uitspraak *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 544 F. Supp. 2d 277, 296-297 (S.D.N.Y. 2008).

HOOFDSTUK 2

securities'.¹³⁷ Het marktefficiëntiebeprip wordt hier dus vrij binair benaderd.¹³⁸ Wat mij betreft ligt de zaak net iets genuanceerder. Weliswaar is de secundaire markt van reeds uitgegeven en genoteerde aandelen in de regel efficiënter dan de primaire markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen aandelen,¹³⁹ maar dat betekent niet dat (in algemene zin kan worden gesteld dat) de laatstgenoemde markt volledig *inefficiënt* is.¹⁴⁰ Ook bij een IPO is namelijk sprake van marktwerking op basis van gepubliceerde informatie.¹⁴¹ De *bookbuilding*-methode is er immers niet voor niets. Hiermee wordt beoogd om voorafgaand aan de IPO de belangstelling voor de aangeboden aandelen in de markt te peilen. Wordt in deze fase misleidende informatie verspreid (hierbij kan natuurlijk in de eerste plaats worden gedacht aan een misleidend prospectus), dan zal dat die belangstelling beïnvloeden en dat zal uiteindelijk zijn weerslag hebben op de uitgifteprijs (weliswaar binnen de vooraf vastgestelde bandbreedte), de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand komt in de *direct after market*.¹⁴² Dit effect wordt miskend wanneer wordt gesteld dat de primaire markt per definitie *inefficiënt* is.¹⁴³ Ik benadruk dat het hier niet om een louter theoretische kwestie gaat. De mate waarin de primaire markt al dan niet efficiënt wordt geacht, kan namelijk medebepalend zijn voor de wijze waarop bij

137. Freeman v. Laventhol & Horwath, 915 F.2d 193, 199 (6th Cir. 1990); In re Initial Public Offering Securities Litigation, 471 F.3d 24, 42 (2d Cir. 2006).

138. Dit is overigens niet voor niets. Zodra namelijk eenmaal wordt aangenomen dat de markt waarop het litigieuze aandeel wordt verhandeld tijdens het tijdvak van de misleiding voldoende efficiënt was, ligt (toepassing van) het zogenoemde 'fraud-on-the-market'-vermoeden binnen handbereik en is het certificeren van de *class* een stap dichterbij. En zodra de *class* eenmaal is gecertificeerd, krijgt het proces zijn eigen dynamiek en is het treffen van een schikking voor de vennootschap niet zelden de meest aantrekkelijke optie. Wanneer dus al te gemakkelijk zou worden aangenomen dat de markt ten tijde van de misleiding efficiënt was, bestaat het reële gevaar dat de vennootschap onder druk akkoord gaat met een schikking, terwijl in werkelijkheid de misleiding geen enkele invloed heeft gehad op de koers.

139. Als bij een beursgang niet alleen door de vennootschap zelf, maar ook door zittende (groot)aandeelhouders aandelen aan het publiek worden aangeboden, moet voor de passage 'nieuw uit te geven en in de notering op te nemen aandelen' worden gelezen 'reeds uitgegeven, maar voor het eerst in de notering op te nemen aandelen'.

140. Zie over het verschil in (de mate van) marktefficiëntie tussen enerzijds de primaire en anderzijds de secundaire markt uitgebreid Carney 1989, p. 1284-1291. Zie ook Gilson & Kraakman 2014, p. 344.

141. Zie hierover in de financieel-economische literatuur onder meer Benveniste & Spindt 1989.

142. Zie ook reeds Pijls 2009a, p. 183-184. Vgl. in dit verband Isaacson 2015, p. 971-972.

143. Dat ook het verspreiden van misleidende informatie in het kader van een IPO zijn weerslag kan hebben op de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand komt in de *direct after market*, wordt door Franx mijns inziens onvoldoende onderkend, zie Franx 2017, p. 237-243.

prospectusaansprakelijkheid het causaliteits- en schadevraagstuk worden benaderd. Ik verwijs naar mijn analyse in § 6.2.3.4-§ 6.2.3.5.

2.7 Uitleiding

In dit hoofdstuk bestudeerde ik de invloed van informatie op de koers van beursgenoteerde effecten en de wijze waarop die invloed tot stand komt. In dat verband heb ik uitgebreid aandacht besteed aan de Efficiënte Markthypothese. Een fundamenteel punt dat ik hierbij heb willen maken, is dat marktefficiëntie een relatief begrip is en dat de mate van efficiëntie per informatiesoort kan verschillen. Een kwestie die daarmee nauw verband houdt, is dat de marktefficiëntie ook per type markt kan verschillen. Zo zal de secundaire markt van reeds uitgegeven en genoteerde aandelen doorgaans efficiënter zijn dan de primaire markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen aandelen. Marktefficiëntie is daarnaast ook een dynamisch begrip. Dezelfde markt die op het ene moment overwegend efficiënt is, kan op het andere moment overwegend *inefficiënt* zijn. Verder is het van belang twee typen markt(in)efficiëntie te onderscheiden: fundamentele (in)efficiëntie en informatiele (in)efficiëntie. Is een bepaalde markt informatieel *inefficiënt*, dan betekent dit *niet* dat (de publicatie van) misleidende informatie geen koerseffect tot gevolg kan hebben en beleggers hierdoor geen koersschade zouden kunnen lijden. Wél betekent dit dat misleidende informatie (en later de correctie van die misleidende informatie) met enige vertraging in de koers wordt verwerkt en daar in de juridische analyse rekening mee gehouden moet worden. Is een markt *wel* informatieel efficiënt, maar *niet* fundamenteel efficiënt, ook dan moet dat in rechte worden verdisconteerd. In dat geval is namelijk onzeker hoe de koersreactie die intreedt naar aanleiding van een gepubliceerde mededeling zich verhoudt tot de fundamentele waarde van de in die mededeling vervatte informatie. Wordt deze onzekerheid miskend, dan kan enerzijds een mededeling (of omissie) die in werkelijkheid van materieel belang is, worden aangemerkt als een mededeling (of omissie) van niet-materieel belang. Anderzijds kan een mededeling (of omissie) die in werkelijkheid van niet-materieel belang is, worden aangemerkt als een mededeling (of omissie) van materieel belang.

Deel III: Aansprakelijkheid voor
misleidende beursberichten naar
Amerikaans recht

Hoofdstuk 3. Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten onder het Amerikaanse federale effectenrecht

3.1 Inleiding

Het Amerikaanse effectenrecht is grotendeels federaal recht. De belangrijkste federale wetten zijn de Securities Act 1933 en de Securities Exchange Act 1934. Weliswaar hebben de deelstaten ook allemaal eigen effectenwetgeving – aangeduid als ‘blue-sky laws’ –¹ maar het belang hiervan is (zeker voor beursvennootschappen) in de loop der jaren sterk afgenomen. Aanleiding voor de totstandkoming van de Securities Act 1933 en de Securities Exchange Act 1934 waren de beursschandalen in de jaren twintig van de vorige eeuw, uiteindelijk resulterend in de beurscrash van 1929. Het politieke klimaat dat hierdoor ontstond, maakte het mogelijk op federaal niveau met gedetailleerde wet- en regelgeving te komen waarmee het vertrouwen in de effectenmarkten kon worden hersteld. De doelstelling van deze wet- en regelgeving was enerzijds bescherming van het beleggende publiek en anderzijds het handhaven van de integriteit van de effectenmarkten.

Ook de civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek is voornamelijk gebaseerd op het federale effectenrecht. Het systeem kent zowel in de wet vastgelegde aansprakelijkheidsgronden, als van de wet afgeleide aansprakelijkheidsgronden (zogenoemde ‘implied remedies’). Hoewel de (federaal-)effectenrechtelijke aansprakelijkheid een zelfstandig bestaan kent ten opzichte van (aansprakelijkheid uit hoofde van) de *common law fraud*, vindt de eerstgenoemde aansprakelijkheid daarin wel haar oorsprong en zijn de aansprakelijkheidsvereisten grotendeels daarvan afgeleid. Deze vereisten zal ik in het vervolg van dit hoofdstuk voor de belangrijkste aansprakelijkheidsgrondslagen afzonderlijk bespreken. Een van de voornaamste kenmerken van de civielrechtelijke aansprakelijkheid gebaseerd op het federale recht is dat de handhaving grotendeels plaatsvindt via – door (groepen van) benadeelde beleggers ingestelde – zogenoemde ‘class actions’.

1. Zie voor een verklaring van deze aanduiding Van Ginneken 2003, p. 64.

HOOFDSTUK 3

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. Als opstapje naar de inhoudelijke bespreking in het vervolg van dit hoofdstuk begin ik in § 3.2 met het noemen van twee sterke punten en een zwak punt die mij in mijn studie naar het Amerikaanse federale effectenrecht zijn opgevallen. In § 3.3 behandel ik daarna de belangrijkste publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen onder het federale effectenrecht. Achtereenvolgens komen hierbij aan bod de publicatieverplichtingen van de Securities Act 1933 (§ 3.3.1), van de Securities Exchange Act 1934 (§ 3.3.2) en – heel kort – de publicatieverplichtingen die voortvloeien uit de relevante beursregelgeving (§ 3.3.3). In § 3.4 staat vervolgens het prospectusaansprakelijkheidsrecht centraal, waarbij ik achtereenvolgens de drie belangrijkste aansprakelijkheidsgronden van de Securities Act 1933 zal bespreken. Kort gezegd gaat het om de aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1) Securities Act wegens het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act (§ 3.4.2), de aansprakelijkheid op grond van Section 11 Securities Act wegens het aanbieden van effecten onder een misleidend *registration statement* (§ 3.4.3) en de aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2) Securities Act wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus (§ 3.4.4). Tot besluit ga ik in § 3.4.5 in op de wijzigingen die in de Securities Act 1933 zijn doorgevoerd op grond van de Private Securities Litigation Reform Act 1995 en de Securities Litigation Uniform Standards Act 1998. In § 3.5 behandel ik daarna de civielrechtelijke aansprakelijkheid uit hoofde van SEC Rule 10b-5. Hierbij ga ik eerst in op de wettelijke context van de *implied remedy* van SEC Rule 10b-5 (§ 3.5.1), vervolgens bespreek ik de verschillende aansprakelijkheidsvereisten (§ 3.5.2-§ 3.5.6), waaronder *reliance* en *(loss) causation* (§ 3.5.5) en daarna sta ik stil bij de aansprakelijkheid uit hoofde van SEC Rule 10b-5 wegens het schenden van een in de rechtspraak ontwikkelde (dus niet in de wet vastgelegde) publicatieverplichting (§ 3.5.7). Ik rond het hoofdstuk af met een korte bespreking van de wijzigingen die in de Securities Exchange Act 1934 zijn doorgevoerd naar aanleiding van de Private Securities Litigation Reform Act 1995 (§ 3.5.8).

Vooraf merk ik nog op dat hoewel de belangrijkste onderwerpen op het terrein van de civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek in dit hoofdstuk wel aan bod zullen komen, één belangrijk thema onbesproken blijft. Dat thema betreft de aansprakelijkheid van zogenoemde ‘secondary actors’.² Ofschoon dit thema ook

2. Met *secondary actors* bedoel ik de personen of rechtspersonen die weliswaar nauw bij de misleiding van het beleggende publiek door de *primary violator* zijn betrokken, maar die het desbetreffende misleidende document niet zelf hebben ondertekend of gepubliceerd.

vanuit rechtsvergelijkend perspectief buitengewoon interessant en leerzaam is, acht ik het voor het onderhavige onderzoek minder van belang.

3.2 Een woord vooraf

Voor het onderhavige onderzoek heb ik uitgebreid studie gedaan naar het Amerikaanse federale effectenrecht en daarbij zijn mij zowel sterke als zwakke punten opgevallen. Gelet op de prominente plaats in dit onderzoek van het Amerikaanse effectenrecht en gelet op de uitgebreide rechtsvergelijkende beschouwingen die ik hieraan wijd in Deel IV en Deel V, veroorloof ik mij op deze plaats – zij het beknopt – twee sterke punten en één zwak punt te noemen.

Een eerste sterk punt vind ik de wijze waarop in het Amerikaanse effectenrecht beleidsmatige afwegingen een rol spelen en dan met name de wijze waarop deze afwegingen worden geëxpliciteerd. Vooral in de federale rechtspraak valt op dat rechters er absoluut niet voor terugdeinzen *policy considerations* expliciet in hun oordeel te betrekken. Dat spreekt mij aan, omdat op deze wijze rechtspolitieke keuzes die aan een bepaald rechterlijk oordeel ten grondslag kunnen liggen, openlijk worden bediscussieerd. Dat draagt bij aan de legitimatie van het desbetreffende rechterlijk oordeel. Vergelijk ik deze wijze van rechtsvinding en rechterlijke motivering met de wijze waarop Nederlandse rechters tot een oordeel komen en de wijze waarop rechterlijke uitspraken bij ons worden gemotiveerd, dan bekruipt mij het gevoel – en ook dat veroorloof ik mij te zeggen – dat diezelfde beleidsmatige afwegingen en rechtspolitieke keuzes in Nederlandse rechterlijke uitspraken nogal eens worden verdoezeld. Overigens ziet men in de Amerikaanse (juridische) literatuur een vergelijkbare (voornamelijk) rol weggelegd voor *policy considerations*. In bijna ieder *Law Review*-artikel worden de relevante beleidsafwegingen openlijk bediscussieerd en het zijn vaak diezelfde beleidsafwegingen – in plaats van de juridische dogmatiek – die de desbetreffende auteur(s) tot een bepaalde conclusie voeren. Ook dat is een wezenlijk verschil met het Nederlandse recht. Weliswaar is in Nederlandse rechtsgeleerde artikelen ook niet zelden aandacht voor *policy considerations*, maar dat laat onverlet dat de analyse toch veelal positiefrechtelijk van aard is en dat voor de wijze van redeneren de heersende doctrine vaak leidend is.

Een tweede sterk punt vind ik de wijze waarop in het Amerikaanse effectenrecht gebruik wordt gemaakt van inzichten uit de financieel-economische wetenschap. Dat is in de eerste plaats heel duidelijk terug te zien in de Amerikaanse literatuur. In veel artikelen worden bevindingen en/of hypothesen uit de financieel-economische literatuur als uitgangs-

HOOFDSTUK 3

punt genomen en vervolgens wordt daar in de juridische analyse dan op voortgeborduurd. De methodologie die daarbij wordt gehanteerd is veelal rechtseconomisch van aard. Hierbij valt op dat de vooraanstaande financieel-economische tijdschriften tot de standaard vakliteratuur lijken te behoren van menig rechtsgeleerd auteur.³ Deze wijze van multidisciplinaire rechtsbeoefening spreekt mij aan, omdat het effectenrecht bij uitstek een terrein is waar enige kennis van (de werking van) financiële markten onontbeerlijk is. Ik ben bang dat zonder (gebruikmaking van) deze kennis (effectenrecht)juristen door beoefenaars van de financieel-economische wetenschap niet snel serieus genomen worden. Dit laatste is iets waar juristen – die zich een normatief oordeel aanmeten over hoe financiële markten moeten worden gereguleerd – toch op z'n minst naar zouden moeten streven. Gelet op de wijze waarop in veel juridische artikelen gebruik wordt gemaakt van inzichten en resultaten uit de financieel-economische literatuur en de wijze waarop financieel-economische concepten en theorieën in de juridische analyse worden verdisconteerd, is overigens de vraag gerechtvaardigd of men hier nog wel kan spreken van 'rechtsgeleerde' of 'juridische' literatuur en van 'rechtsgeleerde' of 'juridische auteurs'. Veel artikelen zijn zodanig technisch van opzet, dat de indruk ontstaat van doen te hebben met een geheel eigen tak van sport. Een tak van sport die multidisciplinair is ingericht, waarin beleidsanalyse de boventoon voert en die in de verste verte niet te vergelijken is met de rechtswetenschap zoals wij die in Nederland beoefenen.

Het verschijnsel dat gebruik wordt gemaakt van inzichten en concepten uit de financieel-economische wetenschap, beperkt zich overigens niet tot de literatuur. Ook bij de wetgever⁴ en in de rechtspraak⁵ is te zien dat men – zeer waarschijnlijk in navolging van de literatuur – open staat voor ontwikkelingen in de financieel-economische wetenschap. Ik ervaar dit als zeer positief, omdat ik denk dat rechtsregels – en de rechtspolitieke

-
3. De volgende financieel-economische tijdschriften komt men in verwijzingen in *Law Review*-artikelen vaak tegen: de *American Economic Review*, *Journal of Finance*, de *Journal of Economics Perspectives*, de *Journal of Financial Economics* en de *Journal of Political Economy*.
 4. Zo is onder meer het in 1982 aangenomen 'Integrated Disclosure System' op de efficiënte markthypothese gebaseerd. Hetzelfde geldt voor het in 1983 aangenomen 'Shelf Registration System'.
 5. Het bekendste voorbeeld uit de rechtspraak is de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Basic v. Levison*, 485 U.S. 224 (1988). In deze uitspraak aanvaardde de Supreme Court de bekende *fraud-on-the-market*-theorie en ter onderbouwing daarvan beriep hij zich mede op de efficiënte markthypothese. Voor een uitgebreide bespreking van de *Basic v. Levison*-uitspraak en de *fraud-on-the-market*-theorie verwijs ik naar § 6.2.3.2.

keuzes die aan deze regels ten grondslag liggen – op deze wijze beter kunnen worden onderbouwd.

Maar ik heb ook een punt van kritiek. Dit punt is vermoedelijk de keerzijde van de zojuist genoemde sterke punten. Mijn punt van kritiek is dat in het Amerikaanse recht minder aandacht lijkt te bestaan voor en/of minder waarde lijkt te worden gehecht aan – wat ik noem – dogmatische zuiverheid en consistentie in de gehanteerde terminologie. Een duidelijk voorbeeld hiervan is het – in § 3.5.5 te bespreken – begrippenpaar *transaction causation/loss causation*. In vrijwel iedere rechterlijke uitspraak en in vrijwel ieder juridisch artikel krijgt dit begrippenpaar steeds weer een (net iets) andere invulling. Mijns inziens werkt dat complicerend en vertroebelend. Een goed begrip van de (op zichzelf toch al) lastige causaliteitsvragen die zich op het terrein van *securities fraud* voordoen, is namelijk gebaat bij een consistente terminologie en een consistent gebruik van de onderliggende juridische concepten. Zolang van een consistent conceptueel raamwerk geen sprake is, wordt gemakkelijk langs elkaar heen gepraat en verliest de inhoudelijke analyse van de relevante causaliteitsvragen aan scherpte. Dit gebrek aan dogmatische scherpte vind ik duidelijk een minder sterk punt.

3.3 Informatieverplichtingen onder het federale effectenrecht

3.3.1 *De Securities Act 1933*

In de Securities Act 1933 (hierna: ‘Securities Act’) wordt de primaire markt (de markt waar effecten voor het eerst aan het publiek worden aangeboden) gereguleerd. De doelstelling van deze wet is tweeledig.⁶ Ten eerste wordt beoogd het beleggende publiek te voorzien van adequate informatie over aan te bieden effecten. Ten tweede wordt beoogd misleiding omtrent deze effecten te voorkomen. Deze doelstellingen worden bereikt door een uitgevende instelling te verplichten bij de Securities Exchange Commission (hierna: ‘SEC’) een zogenoemd ‘registration statement’ ten aanzien van de aan te bieden effecten te deponeren.⁷ Van de *registration statement* maakt het prospectus onderdeel uit. De voorschriften voor de inhoud daarvan zijn te vinden in Section 10 en Schedule A Securities Act, alsmede in door de SEC krachtens Section 10(c) Securities Act uitgevaardigde regelgeving.⁸

6. Nederveen 2006, p. 7. Zie ook De Jong 2010, p. 85; Haazen 2017, p. 80.

7. Nederveen 2006, p. 7.

8. Zie hierover Hazen, 1 Law Securities Regulation § 3.3; Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation, p. 717-722. Zie ook Hijink 2010, p. 46.

HOOFDSTUK 3

De kernbepaling van de Securities Act is Section 5.⁹ Op grond van deze bepaling is het eenieder verboden om:¹⁰

- i. effecten bij uitgifte of reeds uitgegeven effecten aan te bieden, tenzij een *registration statement* is gedeponereerd bij de SEC;
- ii. een prospectus of andere schriftelijke informatie over aan te bieden effecten te verspreiden, tenzij het prospectus (als onderdeel van de bij de SEC gedoneerde *registration statement*) aan bepaalde technisch inhoudelijke vereisten voldoet;
- iii. effecten uit te geven of te verkopen, tenzij die effecten het onderwerp vormen van een van kracht verklaard *registration statement* en voorafgaand aan of bij het plaatsen of leveren van de effecten het definitieve prospectus, dat deel uitmaakt van de *registration statement*, wordt overgelegd.

Het verbod van Section 5 omvat zowel het aanbieden en plaatsen van effecten bij uitgifte, als het aanbieden, verkopen en leveren van reeds uitgegeven effecten.¹¹ Hierbij moeten drie fasen worden onderscheiden.¹² De eerste fase (de zogenoemde ‘pre-filing’ of ‘quiet period’) heeft betrekking op de periode voordat een *registration statement* is ingediend bij de SEC.¹³ Gedurende de *quiet period* is het verboden op enige wijze reclame te maken of belangstelling te wekken voor de aanstaande aanbieding (het handelen in strijd met dit verbod noemt men ook wel ‘gun-jumping’). Vanaf het indienen van de *registration statement* begint de zogenoemde ‘interim period’ of ‘waiting period’, die in beginsel 20 dagen duurt.¹⁴ Tijdens de *interim period* is de *registration statement* nog niet van kracht. De effecten die het onderwerp vormen van de *registration statement* mogen gedurende deze periode uitsluitend worden aangeboden op grond van een (voorlopig) prospectus, maar zij mogen nog niet worden uitgegeven of geleverd. Het maken van reclame voor de aangeboden effecten is evenmin toegestaan, tenzij gelijktijdig het (voorlopig) prospectus wordt uitgereikt.¹⁵ Voldoet de *registration statement* (een-

9. Zie hierover Hazen, 1 Law Securities Regulation § 2.2; Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation, p. 580-581. Zie ook Nederveen 2006, p. 23-64.

10. Zie voor deze weergave van Section 5 Nederveen 2006, p. 23.

11. Nederveen 2006, p. 23.

12. Hazen, 1 Law Securities Regulation § 2.3-§ 2.5; Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation, p. 645-694, p. 695-751 en p. 753-800; Nederveen 2006, p. 25-27.

13. Zie hierover Hazen, 1 Law Securities Regulation § 2.3; Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation, p. 645-694. Zie ook Nederveen 2006, p. 31-41.

14. Zie hierover Hazen, 1 Law Securities Regulation § 2.4; Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation, p. 695-751. Zie ook Nederveen 2006, p. 41-50.

15. Zie voor uitzonderingen Hazen, 1 Law Securities Regulation § 2.4[2][A]-[B]; Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation, p. 695-716. Zie ook Nederveen 2006, p. 46-50.

maal) aan de technische informatievereisten, dan verklaart de SEC de *registration statement* van kracht en begint de zogenoemde ‘post-effective period’.¹⁶ Vanaf dat moment mogen de effecten worden aangeboden, mits dit geschiedt op basis van de *registration statement* (en dus niet meer, zoals tijdens de *interim period*, op basis van – en tegen uitreiking van – het *voorlopige prospectus*). De effecten mogen dan tevens worden geplaatst of geleverd, mits voorafgegaan door of vergezeld van het definitieve prospectus. Het door de SEC van kracht verklaren van de *registration statement* mag vanzelfsprekend niet worden opgevat als een aanbeveling aan het beleggende publiek om de aangeboden effecten te kopen.¹⁷

De Securities Act is van origine transactiegericht.¹⁸ Daarmee wordt bedoeld dat de voorschriften over de *registration statement* en het prospectus *steeds* van toepassing zijn als effecten worden aangeboden en/of uitgegeven aan het beleggende publiek. Het maakt in beginsel niet uit of de informatie die door middel van de *registration statement* en het prospectus moet worden gepubliceerd, reeds eerder is gepubliceerd uit hoofde van de doorlopende informatieverplichtingen van de Securities Exchange Act 1934 (zie over de laatstgenoemde verplichtingen § 3.3.2). Dit aanvankelijk strikte onderscheid tussen enerzijds de initiële informatieverplichtingen van de Securities Act 1933 en anderzijds de doorlopende informatieverplichtingen van de Securities Exchange Act 1934 is in de loop der jaren echter steeds meer vervaagd. Verschillende ontwikkelingen liggen hieraan ten grondslag. De belangrijkste zijn de invoering van het ‘Integrated disclosure system’ en de invoering van het ‘Shelf registration system’.¹⁹ Het gevolg van deze ontwikkelingen is dat gaandeweg steeds meer het accent is komen te liggen op het *op doorlopende basis* informeren van het beleggende publiek.

3.3.2 De Securities Exchange Act 1934

De Securities Exchange Act 1934 (hierna: ‘Securities Exchange Act’) is gericht op de secundaire markt (de markt waar reeds uitgegeven effecten worden verhandeld).²⁰ Nagenoeg alle aspecten van de openbare beurs-

16. Zie hierover Hazen, 1 Law Securities Regulation § 2.5; Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation, p. 753-800. Zie ook Nederveen 2006, p. 51-53.

17. Zie Section 23 Securities Act.

18. Zie Nederveen 2006, p. 3 en p. 9.

19. Zie hierover Loss, Seligman & Paredes, 2 Securities Regulation, p. 3-71. Zie hierover in de Nederlandse literatuur (met veel verwijzingen naar Amerikaanse literatuur) Hijink 2010, p. 51-53; Nederveen 2006, p. 59-64.

20. Zie hierover in de Nederlandse literatuur (met veel verwijzingen naar Amerikaanse literatuur) Hijink 2010, p. 46-50; Van Ginneken 2003, p. 64-66; Haazen 2017, p. 80.

HOOFDSTUK 3

handel worden door de Securities Exchange Act gereguleerd.²¹ Daarmee heeft zij een veel breder toepassingsbereik dan de Securities Act. Dit brede toepassingsbereik vertaalt zich onder meer in het feit dat zowel effectenuitgevende instellingen, als houders van effecten, als alle andere partijen die bij de beurshandel betrokken zijn (zoals effectenbeurzen en effectenmakelaars) aan de Securities Exchange Act zijn onderworpen.²² Voor het onderhavige onderzoek is van belang dat in deze wet onder meer uitgebreide publicatieverplichtingen worden opgelegd aan beursvennootschappen.

Het publicatieregime voor beursvennootschappen komt in het kort op het volgende neer.²³ Alvorens een vennootschap tot een effectenbeurs kan worden toegelaten, dient zij zich eerst bij de SEC te laten registreren.²⁴ Kort gezegd houdt dit in dat zij de SEC van uitgebreide informatie dient te voorzien over haarzelf en over aan haar verbonden ondernemingen.²⁵ Deze registratie geldt in principe ook voor niet-Amerikaanse vennootschappen. Is de vennootschap eenmaal geregistreerd, dan dient zij te voldoen aan de periodieke informatieverplichtingen van Section 13(a) Securities Exchange Act.²⁶ Was de vennootschap reeds geregistreerd in het kader van een eerdere uitgifte van effecten onder de Securities Act, dan dient zij te voldoen aan de periodieke informatieverplichtingen van Section 15(d) Securities Exchange Act.²⁷ De laatstgenoemde informatieverplichtingen zijn nagenoeg gelijk aan die van Section 13(a) Securities Exchange Act. De periodieke rapportages dienen bij de SEC te worden gedeponeerd op bepaalde door de SEC voorgeschreven formulieren. Deze formulieren hebben een vast *format*, waarop gedetailleerd is vermeld welke informatie precies moet worden verstrekt.

De belangrijkste rapportageverplichting is de deponering van de jaarlijkse financiële verslaggeving.²⁸ De meeste Amerikaanse beursvennootschappen doen dit via 'Form' 10-K, de *niet*-Amerikaanse beursvennootschappen doen dit via 'Form' 20-F.²⁹ Na afloop van ieder kwartaal dienen Ameri-

21. Van Ginneken 2003, p. 65.

22. Idem.

23. Zie hierover Loss, Seligman & Paredes, 4 Securities Regulation, p. 281-402. Zie hierover in de Nederlandse literatuur (met veel verwijzingen naar Amerikaanse literatuur) Hijink 2010, p. 46-48; Van Ginneken 2003, p. 64-66; Hoff 2011, p. 22-26.

24. Van Ginneken 2003, p. 65.

25. Idem.

26. Hijink 2010, p. 47; Van Ginneken 2003, p. 65.

27. Idem.

28. Van Ginneken 2003, p. 65.

29. Zie hierover Loss, Seligman & Paredes, 4 Securities Regulation, p. 284-294. Zie ook Hijink 2010, p. 46-47; Van Ginneken 2003, p. 65; Hoff 2011, p. 23.

kaanse beursvennootschappen daarnaast een kwartaalbericht te publiceren via 'Form' 10-Q.³⁰ Bovendien hebben Amerikaanse beursvennootschappen de (incidentele) verplichting om bepaalde belangrijke (in de wet vastgelegde) gebeurtenissen te melden via 'Form' 8-K.³¹ Ook de informatie die uit hoofde van de zogenoemde 'Regulation Fair Disclosure' dient te worden gepubliceerd, moet via dit 'Form' 8-K worden gedeponereerd.³² Verder geldt voor *niet*-Amerikaanse beursvennootschappen de verplichting om de informatie die zij krachtens hun nationale wet- en regelgeving moeten publiceren, ook bij de SEC te deponeren.³³ Dat doen zij via 'Form' 6-K. Niet-Amerikaanse beursvennootschappen hebben echter niet de verplichting om (via 'Form' 10-Q) kwartaalberichten te publiceren.³⁴ Ook de publicatieverplichtingen van de Regulation Fair Disclosure gelden niet voor hen.

Afgezien van de verplichting tot het publiceren van bepaalde belangrijke gebeurtenissen via 'Form' 8-K, kent het Amerikaanse federale effectenrecht geen afzonderlijke verplichting tot het publiceren van voorwetenschap.³⁵ Belangrijke informatie waarover een beursvennootschap beschikt en waarmee het beleggende publiek nog niet bekend is, mag zij dus in beginsel voor zich houden (zie in dit verband ook § 3.5.7). Dit is een wezenlijk verschil met het Nederlandse recht (zie art. 17 verordening Marktmissbruik).³⁶ Wel is de afgelopen jaren in het Amerikaanse recht een tendens gaande om het aantal gebeurtenissen dat via het genoemde 'Form 8-K' moet worden gepubliceerd, uit te breiden.³⁷ Door deze

-
30. Zie hierover Loss, Seligman & Paredes, 4 Securities Regulation, p. 295-308. Zie ook Hijink 2010, p. 46-47; Van Ginneken 2003, p. 65; Hoff 2011, p. 23.
31. Zie over deze verplichting Loss, Seligman & Paredes, 4 Securities Regulation, p. 295-308. Zie hierover ook Hoff 2011, p. 24-26; Hijink 2010, p. 47-48; Van Ginneken 2003, p. 65.
32. Met de Regulation Fair Disclosure wordt beoogd zogenoemde 'selective disclosure' tegen te gaan. Op grond van deze regeling dient een vennootschap voorwetenschap onverwijld te publiceren, zodra zij (of iemand namens haar) deze informatie aan bepaalde personen (selectief) kenbaar heeft gemaakt. De gedachte is dat alle marktpartijen op hetzelfde moment over dezelfde informatie moeten kunnen beschikken. Vgl. voor het Nederlandse recht art. 17 lid 8 verordening Marktmissbruik (verordening nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)). Zie voor een rechtsvergelijkende beschouwing van de Regulation Fair Disclosure in relatie tot art. 17 lid 8 verordening Marktmissbruik Giltjes & Pijls 2020, § 4.
33. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 9.3[1][B]. Zie ook Hijink 2010, p. 47-48; Van Ginneken 2003, p. 65.
34. Zie ook Hijink 2010, p. 48.
35. Zie hierover Hoff 2011, p. 24-26; Van Ginneken 2003, p. 65.
36. Verordening nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).
37. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.19[1][A].

HOOFDSTUK 3

ontwikkeling schuift ook het Amerikaanse systeem langzaam in de richting van een zogenoemd ‘continuous disclosure regime’.³⁸

De Securities Exchange Act is sinds haar totstandkoming veelvuldig gewijzigd. Een zeer ingrijpende wijziging die is doorgevoerd, is die in het kader van de Sarbanes Oxley Act 2002.³⁹ De Sarbanes Oxley Act was een rechtstreekse reactie op de boekhoudschandalen die rondom de eeuwwisseling in Amerika aan het licht kwamen (waarvan Enron de bekendste is). De wet bevat vele stringente en gedetailleerde regels waarmee beoogd werd het vertrouwen van het beleggende publiek in de financiële verslaggeving (en daarmee in de financiële markten) te herstellen. Wat de publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen betreft, zijn vooral de bepalingen van Title IV van de Sarbanes Oxley Act (‘Enhanced Financial Disclosures’) van belang.⁴⁰ Deze titel voorziet onder meer in strenge voorschriften op het terrein van risicobeheersing en interne controle.⁴¹ Daarnaast bevat Title IV informatieverplichtingen over ‘off-balance sheet transactions’,⁴² voorschriften om te publiceren over de naleving van een integriteitscode⁴³ en voorschriften voor publicatie van zogenoemde ‘pro forma financials’.⁴⁴ De Sarbanes Oxley Act laat ik in het vervolg van het onderzoek verder buiten beschouwing.

Een andere zeer ingrijpende wijziging die in de Securities Exchange Act is doorgevoerd – wellicht nog ingrijpender dan de Sarbanes Oxley Act – is die in het kader van de Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (beter bekend als de ‘Dodd-Frank Act’ en hierna als zodanig aangeduid).⁴⁵ Deze wet was het antwoord van de Amerikaanse wetgever op de – wereldwijde – kredietcrisis aan het eind van de jaren nul.

38. Zie echter kritisch Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 797-801.

39. Ik wijs erop dat met de (invoering van de) Sarbanes-Oxley Act ook – minder ingrijpende – wijzigingen zijn doorgevoerd in de Securities Act 1933. Zie over de Sarbanes-Oxley Act in de Nederlandse literatuur (met veel verwijzingen naar Amerikaanse literatuur) Van Ginneken 2003 en Van Ginneken 2004. Zie ook Hijink 2010, p. 48-50; Strik 2010, p. 173-193.

40. Hijink 2010, p. 49.

41. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Strik 2010, p.173-179 .

42. Zie over de informatieverplichtingen over *off-balance transactions* Van Ginneken 2004, p. 155.

43. Zie over de voorschriften over de integriteitscode Van Ginneken 2004, p. 154.

44. Kort gezegd gaat het hier om publicaties van beursvennootschappen waarin financiële informatie wordt gegeven die niet is opgesteld conform ‘General Accepted Accounting Principles’. Zie over de voorschriften over *pro forma financials* Van Ginneken 2004, p. 155.

45. Ik wijs erop dat ook met de (invoering van de) Dodd-Frank Act – minder ingrijpende – wijzigingen zijn doorgevoerd in de Securities Act 1933. Zie over de Dodd-Frank Act in de Nederlandse literatuur Boersma 2012.

Zij heeft als doelstelling de financiële stabiliteit in de Verenigde Staten te vergroten door het financiële systeem doorzichtiger te maken, een oplossing te bieden voor instellingen die ‘too big to fail’ zijn, Amerikaanse belastingbetalers te beschermen tegen nieuwe staatssteun voor financiële instellingen en consumenten te beschermen tegen financiële misbruikpraktijken.⁴⁶ De Dodd-Frank Act kent echter een veel breder toepassingsbereik dan alleen de financiële sector, omdat daarin voor alle Amerikaanse beursvennootschappen regels zijn voorgeschreven op het terrein van *corporate governance*, waaronder regels over de benoeming en bezoldiging van bestuurders en regels over het terugvorderen van prestatiebeloningen van bestuurders, wanneer de financiële verslaggeving moet worden herzien als gevolg van een materiële onjuistheid en/of onvolledigheid.⁴⁷ Ook de Dodd-Frank Act laat ik in het vervolg van het onderzoek verder buiten beschouwing.

3.3.3 Beursregelgeving

Naast de hiervoor besproken publicatieverplichtingen, rusten op beursvennootschappen ook nog publicatieverplichtingen uit hoofde van de beursregelgeving.⁴⁸ De belangrijkste effectenbeurzen zijn de New York Stock Exchange (‘NYSE’) en de NASDAQ. Zowel de NYSE als de NASDAQ zijn zogenoemde ‘Self Regulatory Organizations’, wat betekent dat zij onder toezicht van de SEC eigen voorschriften mogen uitvaardigen. Voor het onderhavige onderzoek is in dit verband van belang dat de NYSE en NASDAQ haar leden aanbeveelt om voorwetenschap onverwijld te publiceren.⁴⁹

3.4 Prospectusaansprakelijkheid op grond van de Securities Act 1933

3.4.1 Inleiding

Het niet voldoen aan de voorschriften van de Securities Act kan (voor onder meer de uitgevende instelling) tot civielrechtelijke aansprakelijkheid leiden. De belangrijkste bepalingen in dit verband zijn Section 11,

46. Aldus Boersma 2012, § 1.

47. Zie over deze *corporate governance*-regels uitgebreid Boersma 2012.

48. Zie Van Ginneken 2003, p. 66. Zie ook Hoff 2011, p. 29-31.

49. Zie Section 202.05 (‘Timely Disclosure of Material New Developments’) van de NYSE Listed Company Manual respectievelijk Rule 5250(b)(1) en IM-5250-1 (‘Disclosure of Material Information’) van de NASDAQ Equity Rules.

HOOFDSTUK 3

Section 12(a)(1) en Section 12(a)(2) Securities Act.⁵⁰ Section 12(a)(1) bevat een aansprakelijkheidsgrondslag voor het geval de voorschriften van Section 5 Securities Act niet worden nageleefd, Section 11 bevat een aansprakelijkheidsgrondslag voor het geval effecten worden aangeboden onder een misleidend *registration statement* en Section 12(a)(2) bevat een aansprakelijkheidsgrondslag voor de situatie waarin bij het aanbieden en/of verkopen van effecten gebruik wordt gemaakt van een misleidend *prospectus*. De aansprakelijkheid voor een misleidend *registration statement* of een misleidend *prospectus* kan overigens ook worden gebaseerd op (de in § 3.5 te bespreken) SEC Rule 10b-5.⁵¹ De genoemde wettelijke aansprakelijkheidsgronden bespreek ik hierna achtereenvolgens.

3.4.2 Aansprakelijkheid wegens het overtreden van Section 5 Securities Act op grond van Section 12(a)(1) Securities Act

Op grond van Section 12(a)(1) Securities Act is iedere persoon die effecten heeft aangeboden, verkocht en/of geleverd terwijl daarbij niet is voldaan aan Section 5 Securities Act, aansprakelijk jegens de koper van deze effecten.⁵² Van het overtreden van Section 5 kan onder meer sprake zijn wanneer:⁵³

- i. effecten zijn verkocht terwijl nog geen *registration statement* van kracht was verklaard;
- ii. niet of niet tijdig een *prospectus* is overgelegd dat voldoet aan de wettelijke vereisten;⁵⁴

50. De algemene verbodsbepaling omtrent misleidende informatie is opgenomen in Section 17(a) Securities Act. Op grond van deze bepaling is het eenieder verboden gelden of goederen te verkrijgen via het geven van een onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken bij het aanbieden of verkopen van effecten. Het is zeer omstrede of deze *strafrechtelijke* bepaling een grondslag biedt voor het aannemen van *civielrechtelijke* aansprakelijkheid en of benadeelde beleggers uit dien hoofde schadevergoeding kunnen vorderen (het is met andere woorden zeer omstrede of benadeelde beleggers aan deze bepaling een *implied remedy* kunnen ontleen). Section 17(a) laat ik hier verder onbesproken.

51. Voor Section 11 is dit uitgemaakt in de zaak *Herman & MacLean v. Huddleston* 459 U.S. 375 (1983). Voor Section 12(a)(2) was dit al eerder uitgemaakt in de zaak *Berger v. Bishop Investment Corporation*, 695 F.2d 302 (8th Cir. 1982). De redenering die de Supreme Court in *Herman & MacLean v. Huddleston* bezigt voor Section 11, kan overigens overeenkomstig worden toegepast voor Section 12(a)(2). Zie over de relatie tussen de verschillende aansprakelijkheidsgrondslagen ook De Jong 2010, p. 103-104.

52. Zie over Section 12(a)(1) Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1749-1751 en p. 1781-1782. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Nederveen 2006, p. 103-105.

53. Zie Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[1][A]. Zie ook Nederveen 2006, p. 103-104.

54. Het *tijdig* overleggen van een *prospectus* dat *niet* voldoet aan de wettelijke vereisten schaar ik ook onder deze categorie.

- iii. in de periode voorafgaand aan het deponeren van de *registration statement* de effecten reeds zijn aangeboden.

Voor aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1) geldt daarnaast het zogenoemde vereiste van ‘privity’. Dit houdt in dat een vordering uit hoofde van Section 12(a)(1) in beginsel alleen kan worden ingesteld tegen de persoon of rechtspersoon van wie de belegger de effecten (direct) heeft gekocht. In de uitspraak *Pinter v. Dahl* oordeelde de Supreme Court in dit verband – kort gezegd – dat alleen degene die in de litigieuze transactie is opgetreden als *onmiddellijke* en *directe* verkoper kan worden beschouwd als ‘seller’ in de zin van Section 12(a). Dus alleen deze persoon kan op grond van Section 12(a)(1) aansprakelijk worden gesteld.⁵⁵ Degene die slechts deelnam aan het opstellen van de *registration statement* en/of het prospectus kan volgens deze interpretatie niet als ‘seller’ worden gekwalificeerd en kan derhalve niet uit dien hoofde aansprakelijk zijn.⁵⁶ Zelfs degene die substantiële betrokkenheid had bij het samenstellen van de *registration statement* en het prospectus, kan niet op grond van Section 12(a)(1) aansprakelijk worden gesteld.⁵⁷ Dit laatste is alleen anders als deze partij tevens betrokken was bij de onderhandelingen die uiteindelijk resulteerden in de aankoop van de litigieuze effecten door de belegger en deze partij daarbij werd gemotiveerd door persoonlijke financiële belangen.⁵⁸

De remedie bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1) is *ontbinding* (‘rescission’) van de litigieuze transactie wanneer de belegger op de datum uitspraak zijn effecten nog niet heeft verkocht.⁵⁹ Met ontbinding wordt hier bedoeld dat de belegger onder aanbidding (‘tender’) van de litigieuze effecten de door hem betaalde koopprijs (verminderd met eventueel ontvangen uitkeringen) krijgt gerestitueerd. Heeft de belegger zijn effecten inmiddels wel verkocht, dan heeft hij recht op *schadevergoeding* ten bedrage van de koopprijs verminderd met de

55. *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 650-654 (1988). Zie over deze uitspraak Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[2] en § 7.7; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1772-1779.

56. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Ackerman v. Schwartz*, 947 F.2d 841, 844-845 (7th Cir. 1991); *Moore v. Kayport Package Exp., Inc.*, 885 F.2d 531, 537 (9th Cir. 1989).

57. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[2]. Zie in dit verband ook de uitspraak *Craftmatic Securities Litigation v. Kraftsow*, 890 F.2d 628, 636 (3d Cir. 1989).

58. Zie *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 647 (1988).

59. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[1][C]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1781-1782. Zie over deze remedie in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 93; Nederveen 2006, p. 137-138.

HOOFDSTUK 3

verkoopprijs (en eventueel ontvangen uitkeringen).⁶⁰ In dit verband wordt ook wel gesproken van een zogenoemde ‘rescissory measure of damages’.⁶¹ De remedie van Section 12(a)(1) kent uitdrukkelijk geen causaliteitseis.⁶² Dit betekent dat ook beleggingsverlies dat weliswaar in csqn-verband staat met de misleiding, maar dat *niet* direct op de misleidende informatie is terug te voeren en dat – in plaats daarvan – moet worden toegeschreven aan (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico’s, voor vergoeding in aanmerking komt. Daarnaast kan de benadeelde belegger ook nog de zogenoemde ‘prejudgment interest’ (vergelijkbaar met onze wettelijke rente) vorderen.⁶³ Het is echter niet gegarandeerd dat deze ook daadwerkelijk wordt toegekend. De rechter heeft in deze een discretionaire bevoegdheid.

3.4.3 *Aansprakelijkheid voor een misleidend registration statement op grond van Section 11 Securities Act*

3.4.3.1 *Inleiding*

Het aanbieden van effecten onder een misleidend *registration statement* kan leiden tot aansprakelijkheid uit hoofde van Section 11 Securities Act.⁶⁴ Op grond van Section 11(a) zijn de uitgevende instelling en andere bij de beursgang en/of emissie betrokken partijen jegens de kopers van deze effecten aansprakelijk, wanneer de *registration statement* materieel onjuiste en/of onvolledige informatie bevat. De aansprakelijkheid van Section 11 is beperkt tot de (schriftelijke) informatie die is opgenomen in de *registration statement*. Het *mondeling* verspreiden van misleidende informatie kan derhalve niet leiden tot aansprakelijkheid uit hoofde van Section 11.⁶⁵

60. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[1][C]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1781-1782.

61. Zie voor deze maatstaf de uitspraak *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 659-660 (1986). De grondslag van aansprakelijkheid was in deze zaak overigens gelegen in Section 12(a)(2) en niet in Section 12(a)(1).

62. Vanwege het beschermende karakter van de bepaling was dit een welbewuste keuze van de Amerikaanse wetgever. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[1][E].

63. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.5[2][C]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1781-1782.

64. Zie over Section 11 Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.3; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1783-1798. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 87-91; Nederveen 2006, p. 139-155.

65. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.3.

3.4.3.2 *Potentiële aansprakelijke personen of rechtspersonen*

Section 11(a) bevat een limitatieve opsomming van de personen of rechtspersonen die aansprakelijk kunnen worden gesteld voor materieel onjuiste en/of onvolledige informatie in de *registration statement*.⁶⁶

1. alle personen of rechtspersonen die de *registration statement* hebben ondertekend, waaronder de uitgevende instelling, haar ‘chief executive officer’, haar ‘financial officer’ en haar ‘controller’ of ‘accounting officer’;⁶⁷
2. iedere *director* (of persoon met vergelijkbare functie) van de uitgevende instelling;
3. elke persoon die op korte termijn *director* wordt en die met zijn of haar toestemming in de *registration statement* als zodanig wordt genoemd;
4. Elke accountant, ingenieur, taxateur of ieder ander persoon die uit hoofde van zijn of haar expertise op een bepaald terrein gezag geeft aan een door hem of haar samengesteld of gecertificeerd gedeelte van de *registration statement* (hierna: de ‘expert’) en die met zijn of haar toestemming in de *registration statement* wordt genoemd als expert die het desbetreffende gedeelte van de *registration statement* heeft samengesteld of gecertificeerd.;⁶⁸
5. iedere ‘underwriter’ in de zin van Section 2(11) Securities Act.⁶⁹

3.4.3.3 *Aansprakelijkheidsvereisten*

Om een van de genoemde personen of rechtspersonen aansprakelijk te kunnen stellen, is ten eerste vereist dat de belegger aantoont dat sprake was van een misleidende mededeling of omissie ten aanzien van een *material fact*.⁷⁰ Dit vereiste heeft bij aansprakelijkheid op grond van

66. Zie ook Nederveen 2006, p. 139-140.

67. Hoewel de uitgevende instelling, haar *chief executive officer*, haar *financial* en *accounting officers* niet expliciet in Section 11(a)(1) worden genoemd, kunnen zij op grond van Section 11 onverkort aansprakelijk worden gesteld. Section 11(a) refereert namelijk aan personen die de *registration statement* ondertekend hebben en op grond van Section Section 6(a) Securities Act zijn dit onder meer de uitgevende instelling, de *chief executive officer* en de *financial* en *accounting officers*. Zie ook Nederveen 2006, p. 139, voetnoot 2.

68. Nederveen 2006, p. 139-140.

69. Ik wijs erop dat de aansprakelijkheid van de *underwriter* op grond van Section 11 niet onbegrensd is. Deze is in beginsel beperkt tot het totaalbedrag waarvoor de litigieuze effecten zijn aangeboden (zie Section 11(e)). Alleen wanneer een bepaalde *underwriter* door de uitgevende instelling is bevoordeeld ten opzichte van andere *underwriters*, kan deze limiet worden doorbroken.

70. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.3[1]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1783-1785. Zie ook De Jong 2010, p. 88.

HOOFDSTUK 3

Section 11 in beginsel dezelfde betekenis als bij aansprakelijkheid uit hoofde van SEC Rule 10b-5. Aangezien ik in het kader van de laatstgenoemde aansprakelijkheid nog uitgebreid over het *materiality*-vereiste kom te spreken (zie § 3.5.3), laat ik het hier verder rusten.

Voor aansprakelijkheid op grond van Section 11 is in beginsel geen *reliance* vereist.^{71, 72} *Reliance* houdt in dat de beleggingsbeslissing van de belegger daadwerkelijk door de misleidende informatie is beïnvloed: zonder de misleidende informatie zou de belegger hebben beslist de litigieuze effecten niet – of althans niet tegen dezelfde voorwaarden – te kopen (voor een uitgebreidere beschouwing verwijs ik naar § 3.5.5). Zodra de uitgevende instelling echter een zogenoemde ‘earnings statement’ algemeen verkrijgbaar heeft gesteld die een periode beslaat van ten minste twaalf maanden gemeten vanaf de datum waarop de *registration statement* door de SEC van kracht is verklaard, is wel (bewijs van) *reliance* vereist (zie Section 11(a), slotzin). De belegger moet dan dus aantonen dat hij op de misleidende *registration statement* is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed. De gedachte van de Amerikaanse wetgever is dat het in dat geval waarschijnlijker is dat de belegger zijn beleggingsbeslissing heeft gebaseerd op de (recente) *earnings statement* dan op de (minder recente) *registration statement*.⁷³ Niet vereist is echter dat de belegger aantoont dat hij *direct* op de misleidende *registration statement* is afgegaan, in de zin dat hij het zelf heeft gelezen (‘eyeball reliance’).⁷⁴ Kan de belegger aannemelijk maken dat hij *indirect* op de *registration statement* is afgegaan (zijn adviseur heeft het bijvoorbeeld voor hem bestudeerd), dan is dat in beginsel ook voldoende voor het aannemen van *reliance*.⁷⁵

-
71. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.3[4]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1785. Zie ook De Jong 2010, p. 88.
 72. Ik wijs erop dat Steinberg en Kirby in de rechtspraak een ontwikkeling signaleren die erop neerkomt dat in Section 11 gaandeweg een *reliance*-eis dreigt te sluipen. Zie Steinberg & Kirby 2010, p. 12-26. Zie over *reliance* in het kader van aansprakelijkheid op grond van Section 11 ook de uitspraken Hildes v. Arthur Andersen LLP, 734 F.3d 854, 850-864 (9th Cir. 2013); APA Excelsior III L.P. v. Premiere Technologies, Inc., 476 F.3d 1261 (11th Cir. 2007).
 73. Zie in dit verband ook de uitspraak In re WorldCom Inc. Securities Litigation, 219 F.R.D. 267, 295 (S.D.N.Y. 2003)
 74. Zie wederom Section 11(a), slotzin.
 75. In dit verband is nog interessant om te wijzen op de uitspraak In re WorldCom Inc. Securities Litigation, 219 F.R.D. 267, 294-295 (S.D.N.Y. 2003). Hierin werd geoordeeld dat ook de belegger die schadevergoeding vordert op grondslag van Section 11 (en dus niet alleen de belegger die de gedaagde aansprakelijk stelt op grond van SEC-regel 10b-5), *reliance* kan aantonen door gebruik te maken van het zogenoemde ‘fraud-on-the-market’-vermoeden (zie over dit vermoeden § 3.5.5.2).

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

Voor aansprakelijkheid op grond van Section 11 geldt verder de zogenoemde ‘tracing requirement’.⁷⁶ Deze eis houdt in dat de eisende belegger moet kunnen aantonen dat de door hem gekochte effecten zijn aangeboden ten tijde van de beursgang en/of emissie waarbij van de misleidende *registration statement* gebruikt werd gemaakt en vanaf dat moment in de notering zijn opgenomen (en deze effecten voor die tijd nog niet bestonden, althans nog niet op de beurs werden verhandeld). Het *tracing*-vereiste betekent uitdrukkelijk *niet* dat alleen de beleggers die hun effecten in de *primaire* markt hebben gekocht een beroep zouden kunnen doen op Section 11. Ook de beleggers die hun effecten direct na de beursgang en/of emissie in de *secundaire* markt (de zogenoemde ‘direct after market’) hebben gekocht, kunnen schadevergoeding vorderen op grondslag van Section 11.⁷⁷ Wel geldt voor deze beleggers dus onverkort de eis dat (zij kunnen aantonen dat) de door hen gekochte effecten *direct* zijn te herleiden tot de beursgang en/of emissie waarbij van het misleidende *registration statement* gebruik werd gemaakt.^{78, 79} In de praktijk blijkt dit een zware bewijslast te zijn.⁸⁰ Weten de beleggers de horde van de *tracing requirement* nietemin te nemen, dan is voor hun ontvankelijkheid niet vereist dat zij ten tijde van het instellen van de procedure (de ‘date of suit’) de litigieuze effecten nog in hun portefeuille aanhouden. Ook de beleggers die hun effecten voorafgaand aan de *date of suit* hebben verkocht, komen voor schadevergoeding in aanmerking (het tussentijds verkopen van de effecten heeft wel gevolgen voor de hoogte van de schadevergoeding, zie § 3.4.3.5). Dit laatste betekent dat voor elk effect dat is aangeboden onder de misleidende *registration statement*, meer dan één eiser kan zijn.⁸¹

76. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.3[4]. Zie over de *tracing requirement* ook Grundfest 2015, p. 38-47, Steinberg & Kirby 2010, p. 26-37 en de bekende uitspraak Barnes v. Osofsky, 373 F.2d 269 (2d Cir. 1976). Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 89; Nederveen 2006, p. 140.

77. Zie onder meer de uitspraken DeMaria v. Andersen, 318 F.3d 170, 176-178 (2d Cir. 2003); Krim v. pcOrder.com, Inc. 402 F.3d 489, 498 (5th Cir. 2005); Lee v. Ernst & Young, LLP, 294 F.3d 969, 978 (8th Cir. 2002); In re Century Aluminum Company Securities Litigation, 704 F.3d 1119, 1120-1121 (9th Cir. 2013); Hertzberg v. Dignity Partners, Inc., 191 F.3d 1076, 1080-1082 (9th Cir. 1999); Joseph v. Wiles, 223 F.3d 1155, 1159 (10th Cir. 2000).

78. Idem.

79. De vertaling van het woord ‘trace’ in ‘herleiden’ heb ik ontleend aan De Jong 2010, p. 89.

80. Zie in dit verband onder meer de uitspraken In re Century Aluminum Company Securities Litigation, 704 F.3d 1119, 1121 (9th Cir. 2013); Beaver County Employees’ Retirement Fund v. Tile Shop Holdings, Inc., 2016 WL 4098741, at *3-4 (D. Minn. July 28, 2016).

81. Aldus Nederveen 2006, p. 140.

HOOFDSTUK 3

Tot slot is niet vereist dat de belegger aantoont dat de aansprakelijk gestelde partij met opzet heeft gehandeld, dat zij van de misleiding op de hoogte was of dat haar anderszins ten aanzien van de misleiding een verwijt kan worden gemaakt. Wel kan de aansprakelijk gestelde partij zich proberen te disculperen met een zogenoemd ‘due diligence’-verweer (zie over dit verweer de volgende paragraaf).

3.4.3.4 Verweren

Een voor de hand liggend verweer dat de gedaagde in het kader van Section 11 kan voeren, is dat de belegger op het moment van zijn aankoop met de misleiding bekend was⁸² (of daarmee in ieder geval bekend had kunnen zijn).⁸³ De belegger die met de misleiding bekend was, is hierdoor immers niet op het verkeerde been gezet en heeft derhalve geen recht op schadevergoeding. De wijze waarop dit verweer in de praktijk gestalte krijgt, is doorgaans niet dat de gedaagde voor een *individuele* belegger probeert te bewijzen dat hij van de misleiding op de hoogte was (terwijl de rest van de markt dat nog niet was).⁸⁴ De meest voorkomende wijze waarop dit verweer wordt gevoerd, is daarentegen dat de gedaagde aanvoert dat *de gehele markt* van de misleiding op de hoogte was, of althans, daarvan op de hoogte had moeten zijn, nadat de uitgevende instelling (of een andere partij) de misleiding publiekelijk

82. Zie over dit verweer Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.3[4]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1787. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 89. Hoewel Section 11 in beginsel geen *reliance*-eis kent, zou dit verweer niettemin als een *reliance*-verweer kunnen worden opgevat.

83. Het verweer dat de belegger op het moment van aankoop van de litigieuze effecten met de misleiding *bekend had kunnen zijn*, zou ook kunnen worden opgevat als een *due diligence*-verweer. Ik benadruk dat het hierbij gaat om een *due diligence*-verweer dat in de sleutel staat van Section 11(a), te onderscheiden van het hierna te bespreken *due diligence*-verweer dat de gedaagde kan voeren in het kader van Section 11(b)(3). Zie over het *due diligence*-verweer van Section 11(a) onder meer de uitspraak APA Excelsior III L.P. v. Premiere Technologies, Inc., 476 F.3d 1261, 1277 (11th Cir. 2007).

84. Zie in dit verband echter ook de uitspraken N.J. Carpenters Health Fund v. RALI Series 2006-Q1 Trust, 477 Fed. Appx. 809, 813-814 (2d Cir. 2012); In re Initial Public Offering Securities Litigation, 471 F.3d 24, 43-44 (2d Cir. 2006); In re Kosmos Energy Ltd. Securities Litigation, 299 F.R.D. 133, 150-154 (N.D. Tex. 2014). In deze zaken wist de aansprakelijk gestelde vennootschap met succes het verweer te voeren dat vanwege het feit dat bepaalde individuele beleggers mogelijk met de misleiding bekend waren toen zij de litigieuze effecten kochten, niet was voldaan aan de *class certification*-voorwaarde dat ‘common questions predominate over individual questions’. Het verzoek tot *class certification* werd om deze reden niet gehonoreerd. In de zaak Fort Worth Employees’ Retirement Fund v. J.P. Morgan Chase & Co., 301 F.R.D. 116, 138-140 (S.D.N.Y. 2014) werd een soortgelijk verweer van de gedaagde echter afgewezen en werd het verzoek tot *class certification* wel toegekend.

bekend heeft gemaakt.⁸⁵ De gedachte is dat na de bekendwording van de misleiding de markt niet langer wordt misleid, zodat geen aansprakelijkheid kan bestaan jegens de beleggers die hun effecten nadien hebben gekocht.⁸⁶ Men zou ook kunnen zeggen dat na het bekend worden van de misleiding niet langer is voldaan aan het vereiste van *materiality*, omdat de corrigerende informatie inmiddels deel is gaan uitmaken van de totale mix van beschikbare informatie.⁸⁷

Het verweer dat de belegger met de misleiding bekend was, is in beginsel het enige verweer dat de uitgevende instelling ten dienste staat.⁸⁸ Afgezien van dit verweer is voor de uitgevende instelling sprake van een – wat wij zouden noemen – risicoaansprakelijkheid.⁸⁹ Voor andere aansprakelijke personen of rechtspersonen dan de uitgevende instelling zijn in Section 11(b) nog drie additionele verweren opgenomen.⁹⁰ De eerste twee verweren van Section 11(b) betreffen een klokkenluidersregeling.⁹¹ Deze laat ik hier verder onbesproken. Het derde verweer, tevens het verweer dat in de praktijk het meest wordt gevoerd, is het zogenoemde ‘due diligence’-verweer.⁹² Op het eerste gezicht steekt dit verweer nogal ingewikkeld in elkaar. Dat komt doordat de wijze waarop het verweer in concreto dient te worden gevoerd, steeds afhankelijk is van (i) het gedeelte van de *registration statement* dat misleidend is en waarop de vordering tot schadevergoeding betrekking heeft en (ii) de hoedanigheid van de aansprakelijk gestelde persoon of rechtspersoon. Meer specifiek gaat het bij het tweede element om de vraag of deze persoon of rechtspersoon al dan niet als ‘expert’ kan worden aangemerkt in de zin van Section 11. Ik zal het *due diligence*-verweer hier kort bespreken.

85. Choi & Pritchard 2019, p. 594. Aldus ook De Jong 2010, p. 89-90.

86. Het verweer zou ook als een zogenoemd ‘truth-on-the-market-defense’ kunnen worden opgevat. De bekendmaking van de misleiding wordt dan gezien als de ‘truth’ waarmee de eerdere misleiding wordt weggenomen. Zie over het *truth-on-the-market*-verweer § 6.2.3.2 *sub b*.

87. Choi & Pritchard 2019, p. 594. Aldus ook De Jong 2010, p. 89-90.

88. Volledigheidshalve merk ik op dat de uitgevende instelling ook nog een verjaringsverweer kan voeren. De verjaringsregeling voor vorderingen uit hoofde van Section 11 en Section 12(a)(2) is opgenomen in Section 13 Securities Act. Zie over deze regeling uitgebreid Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.3[9] en § 7.10.

89. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.4.

90. De andere aansprakelijk gestelde partijen kunnen evenals de uitgevende instelling uiteraard ook een verjaringsverweer voeren.

91. Zie over deze klokkenluidersregeling uitgebreid Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.4[1].

92. Zie over het *due diligence*-verweer uitgebreid Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.4[2]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1787-1792. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Nederveen 2006, p. 145-152.

HOOFDSTUK 3

In Section 11(b)(3) wordt ervan uitgegaan dat de *registration statement* in drie verschillende delen kan worden opgesplitst: (i) het gedeelte waarin de mededelingen zijn opgenomen afkomstig van officiële personen of officiële instanties; (ii) het gedeelte bestaande uit de mededelingen, rapporten en/of waarderingen van experts; en (iii) het overige gedeelte (dit gedeelte beslaat in de meeste gevallen overigens verreweg het grootste deel van de *registration statement*).⁹³ In de regeling wordt vervolgens een opsomming gegeven van de verweren die experts respectievelijk niet-experts kunnen voeren met betrekking tot de verschillende delen van de *registration statement*.

a. Experts

Voor het gedeelte van de *registration statement* waarin in hun eigen mededelingen, rapporten en/of waarderingen zijn opgenomen, kunnen experts ofwel aanvoeren dat (i) zij na een *redelijk onderzoek* gedaan te hebben, *redelijke grond* hadden aan te nemen, en ook daadwerkelijk aannamen, dat deze mededelingen, rapporten en/of waarderingen geen onjuiste en/of onvolledige informatie bevatten, dan wel (ii) deze mededelingen, rapporten en/of waarderingen niet op de juiste wijze in de *registration statement* zijn weergegeven. Experts zijn echter niet aansprakelijk voor de gedeeltes van de *registration statement* die zij niet hebben samengesteld en/of ondertekend en waar zij ook overigens geen bemoeienis mee hebben gehad.

b. Niet-experts

Voor het gedeelte van de *registration statement* dat de mededelingen bevat afkomstig van officiële personen of officiële instanties en het gedeelte dat bestaat uit de mededelingen, rapporten en/of waarderingen van experts, kunnen niet-experts aanvoeren dat zij *geen redelijke grond* hadden om te nemen en ook niet aannamen dat deze mededelingen, rapporten en/of waarderingen onjuiste en/of onvolledige informatie bevatten, dan wel dat deze mededelingen, rapporten en/of waarderingen op verkeerde wijze in de *registration statement* zijn weergegeven. Niet-experts mogen – getuige dit verweer – tot op zekere hoogte dus vertrouwen op de mededelingen van experts en op de mededelingen afkomstig van officiële personen of instanties.⁹⁴ Voor het overige gedeelte van de *registration statement* kunnen niet-experts zich disculperen door aan te tonen dat zij na een *redelijk onderzoek* gedaan te hebben, *redelijke grond* hadden aan te nemen, en ook daadwerkelijk aannamen, dat dit gedeelte geen onjuiste en/of onvolledige informatie bevatte. Gelet op de positieve formulering van het laatstgenoemde verweer (*redelijke grond* aan te nemen dat dit gedeelte geen onjuiste en/of onvolledige informatie bevatte) in plaats van *geen redelijke grond* aan te nemen dat dit gedeelte onjuiste en/of onvolledige informatie bevatte), ligt de lat om zich succesvol te kunnen disculperen voor niet-experts dus net iets hoger wanneer zij aansprakelijk worden gesteld voor het overige gedeelte van de *registration statement*, dan wanneer zij aansprakelijk worden gesteld voor de zojuist genoemde gedeeltes (i) en (ii).⁹⁵

93. Zie voor deze onderverdeling Vizcarrondo & Wilson 2016, p. 40.

94. Vgl. Vizcarrondo & Wilson 2016, p. 40-41.

95. Vgl. Nederveen 2006, p. 148-149.

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

In Section 11(c) is vervolgens bepaald dat het zojuist genoemde ‘redelijke onderzoek’ en de zojuist genoemde ‘redelijke grond aan te nemen’ moeten worden afgemeten aan de ‘prudent man in the management of his own property’, kort gezegd de goede huisvader.⁹⁶ Deze norm geldt zowel voor experts als voor niet-experts. Het betreft hier een nogal open norm die op zichzelf weinig duidelijkheid verschaft.⁹⁷ Zo is hieruit niet af te leiden aan welke eisen een *due diligence*-onderzoek precies moet voldoen om te kunnen worden aangemerkt als ‘reasonable’ in de zin van Section 11(b)(3). Wel is de norm in de loop der jaren door de SEC en in de rechtspraak nader uitgewerkt en is langs die weg alsnog enige duidelijkheid verschaft.⁹⁸ De belangrijkste rechterlijke uitspraken waarin richtlijnen (of misschien beter gezegd: gezichtspunten) zijn geformuleerd om te kunnen beoordelen of aan de eis van ‘reasonableness’ is voldaan, zijn nog altijd *Escott v. BarChris* uit 1968 van de Southern District Court of New York⁹⁹ en *Feit v. Leasco* uit 1971 van de Eastern District Court of New York.¹⁰⁰ Van iets recentere datum is de uitspraak *In re WorldCom Inc. Securities Litigation*¹⁰¹ van de Southern District Court of New York. Ik laat deze uitspraken hier verder onbesproken.¹⁰²

Schematisch kan het *due diligence*-verweer van Section 11(b)(3) als volgt worden weergegeven.¹⁰³

	Expert gedeelte	‘Officiële’ gedeelte	Overige gedeelte
Expert	1. Dubbele redelijkheidsstoets; 2. Mededeling, rapport of waardering niet goed weergegeven	Niet aansprakelijk	Niet aansprakelijk
Niet-expert	Enkele redelijkheidsstoets	Enkele redelijkheidsstoets	Dubbele redelijkheidsstoets

96. Zie over deze norm uitgebreid Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.4[2]. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Nederveen 2006, p. 145.

97. Vgl. Nederveen 2006, p. 145.

98. Zie Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.4[2]-[3].

99. *Escott v. BarChris Constr. Corp.* 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

100. *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971).

101. *In re WorldCom, Inc. Securities Litigation*, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004).

102. Zie over deze uitspraken onder meer Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.4[2]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1792. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Nederveen 2006, p. 146-152.

103. Zie in dit verband ook het schema van Choi & Pritchard 2019, p. 596.

HOOFDSTUK 3

3.4.3.5 De schade (vergoeding)

a. De schadebegrotingsmaatstaf

Bij aansprakelijkheid uit hoofde van Section 11 is de schadevaststelling¹⁰⁴ gebaseerd op een ingewikkelde methodiek die expliciet in de wet is vastgelegd (Section 11(e)).¹⁰⁵ De hoogte van de rechtens vergoedbare schade is mede afhankelijk van het antwoord op de vraag of de eisende belegger de litigieuze effecten al dan niet heeft verkocht en, zo ja, op welk moment:^{106, 107}

1. *De effecten zijn op de datum uitspraak nog niet verkocht.* De rechtens vergoedbare schade is gelijk aan het verschil tussen de koopprijs (met als plafond de uitgifteprijs) en de waarde van het effect op het tijdstip waarop de vordering werd ingesteld (de ‘date of suit’).¹⁰⁸

2. *De effecten zijn verkocht voordat de vordering werd ingesteld.* De rechtens vergoedbare schade is gelijk aan het verschil tussen de koopprijs (met als plafond de uitgifteprijs)¹⁰⁹ en de verkoopprijs.

3. *De effecten zijn verkocht in de periode gelegen tussen het tijdstip van het instellen van de vordering en de datum uitspraak.* De rechtens vergoedbare schade is gelijk aan het verschil tussen de koopprijs (met als plafond de uitgifteprijs)¹¹⁰ en de verkoopprijs, met dien verstande dat de schade wordt geacht niet hoger te zijn dan deze geweest zou zijn wanneer de belegger de

104. Bewust spreek ik van ‘schadevaststelling’ en niet van ‘schadevergoeding’. Vanwege het in Section 11 opgenomen *loss causation*-verweer hoeft het namelijk niet noodzakelijkerwijs zo te zijn dat de op grond van de wettelijke maatstaf vastgestelde schade daadwerkelijk wordt vergoed.

105. Zie over deze bepaling Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.5; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1797-1798. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 90-91.

106. Zie voor deze heldere weergave Nederveen 2006, p. 152. Zie voor de relevante scenario’s ook Grier 1999, p. 102-107.

107. Ik benadruk dat het hier steeds gaat om de rechtens vergoedbare schade *per gekocht effect*.

108. Volledigheidshalve wijs ik erop dat het feit dat bij schadevaststelling op grond van Section 11 de uitgifteprijs als plafond heeft te gelden, betekent dat wanneer de eisende belegger de litigieuze effecten na de beursgang en/of emissie in de secundaire markt heeft gekocht tegen een koers die hoger lag dan de uitgifteprijs (in de *after market* was dus sprake van een koersstijging), de rechtens vergoedbare schade gelijk is aan het verschil tussen de *uitgifteprijs* en de waarde van het effect ten tijde van de *date of suit*.

109. Ik verwijs naar mijn opmerking in de vorige voetnoot over de werking van de uitgifteprijs als plafond.

110. Idem.

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

effecten op de datum uitspraak nog niet zou hebben verkocht (zie het zojuist genoemde onderscheidingsgeval 1). Deze laatste regel impliceert dat koersdalingen ten opzichte van het koersniveau ten tijde van de *date of suit* niet voor vergoeding in aanmerking komen, terwijl koersstijgingen ten opzichte van het koersniveau ten tijde van de *date of suit* wél op de schadevergoeding in mindering worden gebracht.

Gegeven deze begrotingsmethodiek wordt de belegger ten tijde van de *date of suit* geconfronteerd met een nieuwe en tevens strategische beleggingsbeslissing:¹¹¹ houdt hij de effecten aan of doet hij er beter aan deze tussentijds te verkopen?

De belegger besluit de effecten aan te houden. In dit scenario kan de *date of suit* worden gezien als een peildatum die de hoogte van de schade fixeert. Stijgt de koers ten opzichte van de koers op de *date of suit*, dan wordt deze koersstijging niet op het schadebedrag in mindering gebracht. Daalt de koers ten opzichte van de koers op de *date of suit*, dan wordt deze koersdaling evenmin in het schadebedrag meegenomen. De koersdaling die intreedt ten opzichte van de koers op de *date of suit* betreft dan regulier beleggingsverlies.

De belegger besluit de effecten tussentijds te verkopen. In dit scenario kan de *date of suit* alleen worden gezien als een peildatum die de hoogte van de schade fixeert, wanneer de koers tussen de *date of suit* en het tijdstip van verkoop per saldo daalt.¹¹² Stijgt de koers over deze periode daarentegen, dan wordt de schadevergoeding door de koersstijging als het ware ‘opgegeten’.

Heeft de belegger ten tijde van de *date of suit* dus de verwachting dat de koers gaat stijgen, dan doet hij er verstandig aan de effecten aan te houden. Verwacht hij daarentegen dat de koers gaat dalen, dan kan hij de effecten beter zo snel mogelijk verkopen, teneinde beleggingsverlies te voorkomen.

Behoudens de schade die de benadeelde belegger op grond Section 11(e) kan vorderen, kan hij ook nog *prejudgment interest* (vergelijkbaar met onze wettelijke rente) vorderen.¹¹³ Het is echter niet gegarandeerd dat deze ook daadwerkelijk wordt toegekend. De rechter heeft in deze een discretionaire bevoegdheid.

111. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.5[2]. Aldus ook De Jong 2010, p. 201.

112. Met ‘per saldo dalen’ bedoel ik dat de koers op het tijdstip van de verkoop lager is dan de koers ten tijde van de *suite date*. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog stijgt. Zij stijgt over de genoemde periode alleen minder dan dat zij daalt.

113. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.5[2][C].

HOOFDSTUK 3

b. Causaliteitsverweer

Verder is in Section 11(e) een causaliteitsverweer opgenomen ('loss causation defense').¹¹⁴ Wanneer de gedaagde kan bewijzen dat de (via de wettelijke maatstaf vastgestelde) schade geheel of gedeeltelijk is terug te voeren op andere oorzaken dan de misleidende informatie in de *registration statement*, wordt de schadevergoeding dienovereenkomstig verminderd.

3.4.4 *Aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus op grond van Section 12(a)(2) Securities Act*

3.4.4.1 *Aansprakelijkheidsvereisten*

Het aanbieden en/of verkopen van effecten waarbij gebruik wordt gemaakt van misleidende informatie kan tevens leiden tot aansprakelijkheid uit hoofde van Section 12(a)(2) Securities Act. Op grond van deze bepaling is iedere persoon die met behulp van (mondelinge of schriftelijke) misleidende mededelingen (waarbij in de eerste plaats kan worden gedacht aan een misleidend prospectus) effecten heeft aangeboden en/of verkocht, aansprakelijk jegens de koper van deze effecten.¹¹⁵

Evenals geldt voor aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1), geldt ook voor aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2) het vereiste van *privity*.¹¹⁶ Dit betekent dat de benadeelde belegger in beginsel alleen een vordering uit hoofde van Section 12(a)(2) kan instellen tegen de persoon of rechtspersoon van wie hij de litigieuze effecten (direct) heeft gekocht. In de context van Section 12(a)(1) oordeelde de Supreme Court in *Pinter v. Dahl* in dit verband dat alleen degene die in de litigieuze transactie is opgetreden als *onmiddellijke* en *directe* verkoper kan worden beschouwd als 'seller' in de zin van Section 12(a)(1) en dus alleen deze persoon uit dien hoofde aansprakelijk kan worden gesteld.¹¹⁷ Hoewel de Supreme Court zich daar nog nooit expliciet over heeft uitgelaten, wordt in de lagere rechtspraak ervan uitgegaan dat deze uitleg van het begrip 'seller' ook van toepassing is in het kader van (aansprakelijkheid op grond van) Section 12(a)(2).¹¹⁸

114. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.5[2][B].

115. Zie over Section 12(a)(2) Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1749-1782. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 91-93; Nederveen 2006, p. 155-157.

116. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.7.

117. *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 650-654 (1988). Zie over deze uitspraak Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[2] en § 7.7; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1772-1779.

118. Voor een overzicht van de desbetreffende lagere rechtspraak verwijs ik naar Vizcarrondo & Wilson 2016, p. 50, voetnoten 171 en 172.

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

Gegeven het vereiste van *privity* werkte tot eind 2005 de wettelijke regeling aldus uit, dat het in beginsel niet mogelijk was om uit hoofde van Section 12(a)(2) met succes een vordering tegen de effectenuitgevende instelling in te stellen.¹¹⁹ In de praktijk worden de aangeboden effecten namelijk meestal door de *underwriter(s)* (op grond van een zogenoemde ‘underwriting agreement’) van de uitgevende instelling overgenomen en deze worden vervolgens door tussenkomst van *dealers* aan de man gebracht.¹²⁰ Er is in dat geval geen sprake van een koopovereenkomst tussen de belegger en de uitgevende instelling, zodat de uitgevende instelling niet met succes op grond van Section 12(a)(2) aansprakelijk kon worden gesteld.¹²¹ Om dezelfde reden kan doorgaans ook de *underwriter* niet op deze grond aansprakelijk worden gesteld.¹²² De *underwriter* verkoopt de effecten meestal door aan *dealers*, die op hun beurt de effecten weer verspreiden onder het beleggende publiek.¹²³ Alleen in de situatie waarin de *underwriter* direct betrokken is bij de onderhandelingen die uiteindelijk resulteren in de aankoop van de litigieuze effecten door de belegger, kan zij eventueel met succes aansprakelijk worden gesteld.¹²⁴

Het voorgaande is per 1 december 2005 in zoverre gewijzigd, dat als gevolg van de zogenoemde ‘Securities Offering Reform’ ook de uitgevende instelling, ongeacht de wijze waarop de emissie is geconstrueerd en de relatie met de *underwriter(s)* is vormgegeven, voor de toepassing van Section 12(a)(2) als ‘seller’ wordt aangemerkt.¹²⁵ Dit betekent dat de benadeelde belegger thans ook een vordering tegen de uitgevende instelling kan instellen, ongeacht of hij zijn effecten (direct) van de uitgevende instelling heeft verkregen.¹²⁶

Voor aansprakelijkheid uit hoofde van Section 12(a)(2) is verder vereist dat de belegger aantoont dat sprake was van een misleidende mededeling of omissie ten aanzien van een *material fact*.^{127, 128} Dit vereiste heeft hier

119. Zie hierover onder meer Vizcarrondo & Wilson 2016, p. 49-50. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Nederveen 2006, p. 155-156.

120. Nederveen 2006, p. 155.

121. Zie Vizcarrondo & Wilson 2016, p. 49. Zie ook Nederveen 2006, p. 155.

122. Nederveen 2006, p. 155.

123. Idem.

124. Zie *Pinter v. Dahl*, 486 U.S. 622, 647 (1988).

125. SEC Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 8591, Exchange Act Release No. 52,056, Investment Company Act Release No. 26,993, Fed. Sec. L. Rep. ¶ 87,421 (Dec. 1, 2005); 17 C.F.R. § 230.159A.

126. Nederveen 2006, p. 155-156.

127. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[1].

128. Voor aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2) is overigens ook nog vereist dat (de belegger aantoont dat) bij het aanbieden en/of verkopen van de litigieuze effecten gebruik is gemaakt van ‘any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails’.

HOOFDSTUK 3

in beginsel geen andere betekenis dan bij aansprakelijkheid uit hoofde van Section 11 Securities Act of SEC Rule 10b-5. *Reliance* is daarentegen geen vereiste voor het aannemen van aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2). Althans, wanneer de eisende belegger eenmaal heeft aangetoond dat de litigieuze mededeling of omissie *material* was, hoeft hij niet tevens *reliance* aan te tonen.¹²⁹

3.4.4.2 *Beperking reikwijdte Section 12(a)(2)*

Tot aan de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Gustafson v. Alloyd*¹³⁰ werd algemeen aangenomen dat Section 12(a)(2) van toepassing is zowel op publieke aanbiedingen van effecten,¹³¹ als op onderhandse plaatsingen van effecten, alsmede op reguliere secundaire markttransacties.¹³² In *Gustafson v. Alloyd* heeft de Supreme Court de reikwijdte van Section 12(a)(2) echter beperkt tot publieke aanbiedingen.¹³³ Dit heeft twee consequenties.¹³⁴ In de eerste plaats betekent dit dat Section 12(a)(2) niet van toepassing is in geval van misleiding bij een onderhandse plaatsing van effecten.¹³⁵ In de tweede plaats heeft dit als consequentie dat Section 12(a)(2) niet van toepassing is in geval van misleiding bij een secundaire markttransactie, ongeacht of deze transactie tot stand komt op de publieke effectenmarkt, dan wel via een onderhandse koopovereenkomst.¹³⁶

3.4.4.3 *Verhouding tussen Section 12(a)(2) en Section 11 Securities Act*

Section 12(a)(2) vult de bescherming die wordt geboden via Section 11 Securities Act in twee opzichten aan.¹³⁷ In de eerste plaats kunnen op

129. Hazen merkt in dit verband op dat zowel uit de tekst van de wet als uit de rechtspraak van de Supreme Court – *Gustafson v. Alloyd Co.*, 513 U.S. 561, 576 (1995) – blijkt dat *reliance* geen voorwaarde is om met succes een vordering in te stellen op grond van Section 12(a)(2). Zie Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[1]. Zie in dit verband ook Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1755-1758.

130. *Gustafson v. Alloyd Co.*, 513 U.S. 561 (1995).

131. Meer specifiek wordt hier bedoeld aanbiedingen waarbij de desbetreffende effecten worden aangeboden onder een (bij de SEC in te dienen) *registration statement*.

132. Zie over de reikwijdte van Section 12(a)(2) Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[2][A]-[B]. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Nederveen 2006, p. 156.

133. *Gustafson v. Alloyd Co.*, 513 U.S. 561, 583-584 (1995). Zie over deze uitspraak uitgebreider Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[2][C]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p.1761-1772; Vizcarrondo & Wilson 2016, p. 48-49.

134. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[2][A].

135. Vgl. Nederveen 2006, p. 156.

136. Zie in dit verband ook de uitspraak *Yates v. Mun. Mortg. & Equity, LLC*, 744 F.3d 874, 898-901 (4th Cir. 2014).

137. Zie over deze aanvullende bescherming Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[1]. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Nederveen 2006, p. 156; De Jong 2010, p. 91.

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

grond van Section 12(a)(2) personen of rechtspersonen aansprakelijk worden gesteld die niet aansprakelijk kunnen worden gesteld op grond van Section 11.¹³⁸ Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de eerdergenoemde *dealers*. Vereist blijft natuurlijk wel dat de eisende belegger zijn effecten (direct) van de desbetreffende *dealer* heeft gekocht (het vereiste van *privity*).¹³⁹ In de tweede plaats kan op grond van Section 12(a)(2) een vordering worden ingesteld tegen personen of rechtspersonen die effecten hebben aangeboden en/of verkocht met behulp van misleidende mededelingen die *mondeling* zijn gedaan.

3.4.4.4 Verweren

Het meest voor de hand liggende verweer dat de gedaagde kan voeren, is dat de belegger op het moment van zijn aankoop met de misleiding bekend was.¹⁴⁰ De belegger die met de misleidende informatie bekend was, kan hierdoor immers niet op het verkeerde been zijn gezet en heeft derhalve geen recht op schadevergoeding. Een ander verweer waarmee de gedaagde kan proberen aan aansprakelijkheid te ontkomen, is het *due diligence*-verweer.¹⁴¹ Dit verweer houdt in dat zij (moet aantonen dat zij) geen wetenschap had, en naar maatstaven van redelijke zorgvuldigheid geen wetenschap kon hebben, van de onjuistheid en/of onvolledigheid van de litigieuze mededeling.¹⁴² In de rechtspraak is aangenomen dat deze norm voor de verkoper van de effecten – afhankelijk van de omstandigheden van het geval – een zekere onderzoeksplicht met zich brengt.¹⁴³

Interessant is dat de *due diligence*-norm van Section 12(a)(2) anders is geformuleerd dan de desbetreffende norm van Section 11(b)(3) Securities Act.¹⁴⁴ Volgens de laatstgenoemde norm moet de gedaagde kunnen

138. Nederveen 2006, p. 156.

139. *Idem*.

140. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[1]. Zie echter ook de uitspraak *N.J. Carpenters Health Fund v. RALI Series 2006-Q1 Trust*, 477 Fed. Appx. 809, 813 n.1 (2d Cir. 2012), waarin werd geoordeeld dat het juist aan de eisende belegger is om te bewijzen dat hij op het moment van aankoop *niet* van de misleiding op de hoogte was.

141. De gedaagde kan uiteraard ook nog het eerdergenoemde verjaringsverweer voeren. Voor vorderingen uit hoofde van Section 12(a)(2) gelden dezelfde verjaringstermijnen als voor vorderingen uit hoofde van Section 11.

142. Zie over dit verweer Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[1] en § 7.8[3]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1760. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Nederveen 2006, p. 157; De Jong 2010, p. 92.

143. Zie met name de uitspraak *Sanders v. John Nuveen & Co.* 619 F.2d 1222, 1228 (7th Cir. 1980).

144. Volledigheidshalve wijs ik erop dat ik de *due diligence*-norm van Section 12(a)(2) hier vergelijk met de norm van Section 11(b)(3) Securities Act die geldt voor niet-experts ten aanzien van het niet-expert gedeelte (zie § 3.4.3.4).

HOOFDSTUK 3

aantonen dat zij, na een *redelijk onderzoek* te hebben ingesteld, *redelijke grond* had aan te nemen dat de *registration statement* geen onjuiste en/of onvolledige informatie bevatte. Zo'n dubbele redelijkheidstoets is niet te lezen in de *due diligence*-norm van Section 12(a)(2). Op grond hiervan wordt in de literatuur aangenomen dat bij de norm van Section 11 de lat voor de gedaagde (net iets) hoger ligt.¹⁴⁵

3.4.4.5 *De schade(vergoeding)*

De remedie bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2) is in beginsel dezelfde als de hiervoor besproken remedie van Section 12(a)(1) (ontbinding dan wel schadevergoeding), met dien verstande dat sinds de invoering van de Private Securities Litigation Reform Act in 1995 (zie daarover § 3.4.5) de gedaagde de mogelijkheid heeft een causaliteitsverweer te voeren (de zogenoemde 'loss causation defense').¹⁴⁶ Kan de gedaagde aantonen dat het door de belegger geleden koersverlies geheel of gedeeltelijk is terug te voeren op andere oorzaken dan de misleidende informatie, dan komt op grond van Section 12(b) dat gedeelte van het koersverlies niet voor vergoeding in aanmerking.¹⁴⁷

3.4.5 *Wijzigingen Securities Act op grond van de PSLRA en de SLUSA*

3.4.5.1 *De Private Securities Litigation Reform Act 1995*

In 1995 heeft het Amerikaanse Congres door middel van de Private Securities Litigation Reform Act ('PSLRA') een aantal belangrijke wijzigingen doorgevoerd in het Amerikaanse federale effectenrecht.¹⁴⁸ De aanleiding voor de PSLRA was een toenemende zorg die zich begin jaren negentig van de vorige eeuw ontwikkelde over een alsmaar uit-

145. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[1]. Deze opvatting in de literatuur is terug te voeren op de *dissenting opinion* van de rechters Rehnquist en Powell in de uitspraak *John Nuveen & Co. v. Sanders*, 450 U.S. 1005 (1981). De laatstgenoemde uitspraak betref de afwijzing van een zogenoemd 'certiorari'-verzoek. De *certiorari*-procedure is de procedure van de US Supreme Court waarin hij beslist of een bepaalde zaak al dan niet in behandeling wordt genomen. Slechts een klein percentage van de jaarlijks vele duizenden verzoeken wordt toegewezen.

146. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.6[1]. Zie ook De Jong 2010, p. 93.

147. Voor de remedie van Section 12(a)(2) is verder nog van belang de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647 (1986). Hierin oordeelde de Supreme Court dat bepaalde belastingvoordelen die de belegger via zijn belegging heeft behaald (de belegging fungeerde als een 'tax shelter investment'), niet op de schadevergoeding in mindering mogen worden gebracht.

148. Zie over de PSLRA uitgebreid Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17 en Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15. Zie over de PSLRA in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 93-94, p. 101-103 en p. 108-110; Haazen 2017, p. 81-82.

dijende civielrechtelijke aansprakelijkheid gebaseerd op het federale effectenrecht.¹⁴⁹ Ook werd vermoed dat op grote schaal misbruik werd gemaakt van het *class action*-instrument. Dit (veronderstelde) misbruik bestond eruit dat met gebruikmaking van dit instrument zogenoemde ‘strike suits’ werden ingesteld met het enkele doel om – onder dreiging van aansprakelijkheid van ongekende omvang – schikkingen voor (in werkelijkheid) waardeloze claims af te dwingen (‘extortionate settlements’).¹⁵⁰ Met de PSLRA stelde de Amerikaanse wetgever zich ten doel deze uitdijende aansprakelijkheid in te perken en het genoemde misbruik tegen te gaan.¹⁵¹ De PSLRA bevat in de eerste plaats bepalingen die specifiek gelden voor *class actions* die worden ingesteld ter handhaving van (de rechten voortvloeiend uit) het federale effectenrecht. Daarnaast zijn in de PSLRA bepalingen opgenomen die gelden voor aansprakelijkheidsclaims gebaseerd op het federale effectenrecht in het algemeen. Hierbij moet worden aangekend dat de PSLRA zowel aansprakelijkheidsclaims uit hoofde van de Securities Act 1933 adresseert, als claims uit hoofde van de Securities Exchange Act 1934. Grotendeels gaat het hier om parallelbepalingen, die voor beide wetten nagenoeg gelijkkluidend zijn.

De PSLRA-bepalingen voor claims ressorterend onder de Securities Act zijn opgenomen in Section 27 en Section 27A Securities Act. Section 27(a) bevat ten eerste een aantal bepalingen die specifiek van toepassing zijn wanneer onder de Securities Act een aansprakelijkheidsclaim wordt ingesteld door middel van een *class action*.¹⁵² Vervolgens zijn in Section 27(b)-(d) bepalingen opgenomen die gelden voor claims gebaseerd op de Securities Act in het algemeen: in Section 27(b) is een aantal specifieke regels opgenomen omtrent het bewijsrecht (‘Stay of Discovery; Preservation of Evidence’);¹⁵³ Section 27(c) bevat sancties die van toepassing zijn wanneer sprake is van misbruik van procesrecht (‘Sanctions for abusive litigation’);¹⁵⁴ en Section 27(d) voorziet in een procedurele waarborg voor de gedaagde (‘Defendant’s right to written interrogatories’). Verder is in Section 27A een speciale regeling opgenomen die van toepassing is wanneer de vennootschap (of iemand die namens haar handelt) aansprakelijk wordt gesteld voor zogenoemde ‘forward-looking statements’.¹⁵⁵ Gelet op de geringe relevantie voor het onderhavige onderzoek laat ik de regelingen van Section 27(a)-(d) buiten beschouwing. Ik stip hier alleen kort de beschermingsregeling voor *forward-looking statements* van Section 27A aan.

149. Vgl. De Jong 2010, p. 93.

150. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17[1].

151. Idem.

152. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17[1][A]-[E].

153. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17[1][D].

154. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17[1][F].

155. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17[1][G].

HOOFDSTUK 3

De beschermingsregeling voor toekomstvoorspellingen ('Safe harbor for forward-looking statements') kan worden gezien als een codificatie van de in § 3.5.3.3 te bespreken *bespeaks caution doctrine*.¹⁵⁶ Met de regeling wordt beoogd om vennootschappen te stimuleren met een zekere regelmaat prognoses en toekomstvoorspellingen te publiceren. Dergelijke informatie is namelijk van groot belang voor de marktefficiëntie. Kort gezegd houdt de regeling in dat vennootschappen (en andere personen of rechtspersonen) niet aansprakelijk zijn voor toekomstvoorspellingen die onder de *safe harbor* van Section 27A als zodanig kwalificeren. Hoezeer dan achteraf ook blijkt dat de vennootschap er met haar voorspelling naast zat, zij is dan volledig gevrijwaard van aansprakelijkheid. Grosso modo zijn er drie manieren waarop de vennootschap voor bescherming onder de *safe harbor*-regeling in aanmerking komt: (i) ofwel zij heeft de desbetreffende toekomstvoorspelling aangemerkt als *forward looking statement* in de zin van de *safe harbor* en deze omgeven met *betekenisvolle* en ter zake *relevante* waarschuwingen die voldoende *specifiek* de factoren identificeren die er eventueel voor kunnen zorgen dat de voorspelling niet uitkomt; (ii) ofwel de voorspelling is niet van materieel belang; (iii) ofwel (het bestuur van) de vennootschap was zich er niet van bewust dat de voorspelling misleidend was (in dit laatste geval gaat het om 'actual knowledge').¹⁵⁷

3.4.5.2 Securities Litigation Uniform Standards Act 1998

De aanpassingen die via de PSLRA zijn doorgevoerd in het *class actions*-mechanisme voor aansprakelijkheidsclaims gebaseerd op het federale effectenrecht, zijn alleen van toepassing op *class actions* die worden aangebracht bij de federale rechter. De *class actions*-bepalingen van de PSLRA zijn niet van toepassing wanneer een *class action* wordt aangebracht bij de deelstatelijke rechter. Aangezien voor aansprakelijkheidsclaims gebaseerd op de Securities Act zowel de federale als de deelstatelijke rechter bevoegd is, konden de bepalingen van de PSLRA gemakkelijk worden omzeild door de *class action* in te stellen bij de

156. Zie over de beschermingsregeling voor toekomstvoorspellingen Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[7][C]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1091-1093. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Hoff 2011, p. 493; De Jong 2010, p. 103.

157. Zie in dit verband onder meer de uitspraken Stone & Webster, 414 F.3d 187, 212 (1st Cir. 2005); In re Vivendi, S.A. Securities Litigation, 838 F.3d 223, 245-250 (2d Cir. 2016); Williams v. Globus Medical, Inc., 869 F.3d 235, 245-246 (3d Cir. 2017); OFI Asset Mgmt. v. Cooper Tire & Rubber, 834 F.3d 481, 502-503 (3d Cir. 2016); Miller v. Champion Enters. Inc., 346 F.3d 660, 672 (6th Cir. 2003); In re Cutera Sec. Litig., 610 F.3d 1103, 1112-1113 (9th Cir. 2010); Edward J. Goodman Life Income Trust v. Jabil Circuit, Inc., 594 F.3d 783, 795 (11th Cir. 2010).

deelstatelijke rechter.¹⁵⁸ Dit probleem leek zich aanvankelijk niet te kunnen voordoen voor aansprakelijkheidsclaims gebaseerd op de Securities Exchange Act, aangezien voor dergelijke claims de federale rechter exclusief bevoegd is. Toch werd ook voor deze claims geprobeerd de strenge bepalingen van de PSLRA te omzeilen, door in het concrete geval een bepaalde claim te baseren op deelstatelijk effectenrecht, dan wel deze vorm te geven als een vordering uit hoofde van *common law fraud*.¹⁵⁹ Praktisch gezien kan eenzelfde soort vordering – gebaseerd op één bepaald feitensubstraat – namelijk op verschillende manieren worden ingekleed: als een claim gebaseerd op de Securities Exchange Act, als een claim gebaseerd op deelstatelijk effectenrecht, dan wel als een *common law fraud* claim. Tot op zekere hoogte gaat het hier steeds om onderling uitwisselbare vorderingen. Met de invoering van de Securities Litigation Uniform Standards Act ('SLUSA') in 1998 heeft het Amerikaanse Congres aan deze ontwikkeling een halt willen toeroepen.¹⁶⁰ Kort gezegd is in de SLUSA bepaald dat (de meeste) *class actions* die betrekking hebben op (misleiding bij) publiek verhandelde effecten uitsluitend bij de federale rechter aanhangig kunnen worden gemaakt.¹⁶¹ Deze bevoegdheidsregeling geldt niet alleen wanneer een claim is gebaseerd op het federale effectenrecht, maar ook wanneer deze is gebaseerd op het deelstatelijke recht, dan wel is vormgegeven als een *common law fraud* claim.¹⁶²

3.5 Aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen op grond van SEC Rule 10b-5

3.5.1 Wettelijke context

De belangrijkste bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid onder de Securities Exchange Act 1934 is SEC Rule 10b-5 (die ik hierna

158. Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17[2] en Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15[2].

159. Idem.

160. Zie over de SLUSA Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.17[2] en Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15[2]. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Haazen 2017, p. 82, waarbij ik aanteken dat de laatstgenoemde *Nederlandse* auteur niet verward moet worden met de eerstgenoemde *Amerikaanse* auteur.

161. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de bepaling in de SLUSA over de verplichte competentie van de federale rechter alleen van toepassing is, wanneer de *class* uit meer dan 50 benadeelden bestaat.

162. De SLUSA wordt hier behandeld in het kader van mijn bespreking van de Securities Act 1933. Hoewel de wet evenzeer van belang is voor de Securities Exchange Act 1934, kom ik er, teneinde herhaling te voorkomen, in § 3.5 niet meer op terug.

HOOFDSTUK 3

aanduid als ‘SEC-regel 10b-5’).¹⁶³ Kort gezegd wordt met deze regel verboden een misleidende voorstelling van zaken te geven (sub b) of (anderszins) frauduleus en/of manipulatief te handelen (sub a jo. sub c) in verband met de aan- of verkoop van effecten.¹⁶⁴ SEC-regel 10b-5 is in 1942 door de SEC uitgevaardigd op basis van Section 10(b) Securities Exchange Act. Hoewel de regel geen expliciete grondslag biedt voor civielrechtelijke aansprakelijkheid, heeft zij zich in de rechtspraak wel ontwikkeld tot een zogenoemde ‘implied remedy’.¹⁶⁵ Reeds in 1946 oordeelde een lagere rechter dat civielrechtelijke aansprakelijkheid op deze grond kan worden aangenomen.¹⁶⁶ Het duurde echter tot 1971 voordat de *implied remedy* expliciet door de Supreme Court werd erkend.¹⁶⁷ SEC-regel 10b-5 heeft een veel bredere reikwijdte dan de hiervoor besproken bepalingen over civielrechtelijke aansprakelijkheid uit de Securities Act. Zo is SEC-regel 10b-5 niet alleen van toepassing in geval van misleiding bij het publiekelijk aanbieden en/of verkopen van effecten (waarbij natuurlijk in de eerste plaats kan worden gedacht aan het publiceren van een misleidend *registration statement* of een misleidend prospectus), maar is zij ook van toepassing bij misleiding buiten het geval waarin effecten aan het publiek worden aangeboden en/of verkocht.¹⁶⁸ SEC-regel 10b-5 biedt met andere woorden bescherming tegen misleiding van het beleggende publiek, ongeacht de wijze waarop de misleiding plaatsvindt en ongeacht de context waarin de misleiding plaatsvindt. Ofschoon het beschermingsbereik van de regel door verschillende uitspraken van de Supreme Court in de loop der jaren is ingeperkt, kan zij nog steeds worden beschouwd als het krachtigste wapen tegen fraude en/of misleiding op de effectenmarkt.¹⁶⁹

De *implied remedy* van SEC-regel 10b-5 is niet het enige civielrechtelijke beschermingsmiddel dat benadeelde beleggers ten dienste staat. De Securities Exchange Act bevat ook een aantal *expliciete* bepalingen

163. Zie over SEC Rule 10b-5 uitgebreid Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3; Loss & Seligman 2011, p. 1652-1690. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 94-101; Hoff 2011, p. 33-38.

164. Zie voor de letterlijke tekst de volgende link: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

165. Zie over deze ontwikkeling Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3[3].

166. Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa. 1946).

167. Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971).

168. Vanuit een ander perspectief bezien zou echter ook kunnen worden gezegd dat het toepassingsbereik van SEC-regel 10b-5 kleiner is dan dat van Sections 11 en 12 Securities Act. Zo kennen de laatstgenoemde bepalingen in beginsel lichtere aansprakelijkheidsvereisten dan SEC-regel 10b-5. De aansprakelijkheidsvereisten voor SEC-regel 10b-5 zal ik in § 3.5.2 -§ 3.5.6 uitgebreid bespreken.

169. Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3[3].

omtrent civielrechtelijke aansprakelijkheid.¹⁷⁰ In de eerste plaats biedt Section 9(a) een grondslag om personen of rechtspersonen aansprakelijk te stellen die zich schuldig hebben gemaakt aan enige vorm van marktmanipulatie omtrent beursgenoteerde effecten. Daarnaast kunnen benadeelde beleggers op grond van Section 18(a) personen of rechtspersonen aansprakelijk stellen die misleidende informatie opnemen in documenten die bij de SEC moeten worden ingediend. Section 18(a) kent een strikte *reliance*-eis, die erop neerkomt dat beleggers alleen op grond van deze bepaling met succes een vordering tot schadevergoeding kunnen instellen, wanneer zij (kunnen aantonen dat zij) daadwerkelijk van het misleidende document hebben kennis genomen en hun beleggingsbeslissing hierdoor *direct* is beïnvloed ('eyeball reliance').¹⁷¹ Verder biedt Section 16(b) een grondslag om voordeel dat is behaald via handel met voorwetenschap af te romen ('disgorgement of insider profits').¹⁷² Tot slot kunnen op grond van Section 20A personen die zich schuldig hebben gemaakt aan handel met voorwetenschap, aansprakelijk worden gesteld.¹⁷³ Gelet op de geringe relevantie van de genoemde bepalingen voor het onderhavige onderzoek, ga ik er verder niet op in.

Wel wijs ik nog op een belangrijk verschil tussen enerzijds de *implied remedy* van SEC-regel 10b-5 en anderzijds de expliciete aansprakelijkheidsbepalingen van de Securities Exchange Act. Dat is dat de laatstgenoemde bepalingen alleen van toepassing zijn wanneer de litigieuze effecten onder de publicatieverplichtingen van de Securities Exchange Act vallen.¹⁷⁴ Zijn de litigieuze effecten hieraan niet onderworpen, dan kunnen door misleiding benadeelde beleggers zich dus niet op de wettelijke aansprakelijkheidsgronden beroepen. Alleen een beroep op

170. Zie over deze wettelijke bepalingen Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3[1]; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1798-1807. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 94-95.

171. Dat voor aansprakelijkheid uit hoofde van Section 18(a) zogenoemde 'eyeball reliance' is vereist, is als zodanig beslist in de rechtspraak. Zie in dit verband onder meer de uitspraken Heit v. Weitzen, 402 F.2d 909, 916 (2d Cir. 1968), Ross v. Robins Co., 607 F.2d 545, 552-553 (2d Cir. 1979) en zie van recentere datum Gould v. Winstar Communications, Inc., 692 F.3d 148, 161 (2d Cir. 2012), al houdt de Second Circuit in de laatstgenoemde uitspraak wel een slag om de arm bij deze interpretatie van Section 18(a). Mede vanwege deze strenge *reliance*-eis is Section 18(a) in de loop der jaren een weinig effectieve remedie gebleken.

172. De vordering uit hoofde van Section 16(b) komt in eerste instantie toe aan de vennootschap die de effecten heeft uitgegeven. Besluit de vennootschap geen vordering in te stellen, dan hebben de aandeelhouders het recht om namens haar een afgeleide actie in te stellen.

173. Opgemerkt zij dat Section 20A pas in 1988 is ingevoerd via de 'Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act'.

174. Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3[1].

HOOFDSTUK 3

SEC-regel 10b-5 behoort dan tot de mogelijkheden. Wat het toepassingsbereik en toepassingsvereisten betreft zijn er ook nog andere verschillen tussen beide soorten remedies, maar die laat ik hier verder onbesproken.

3.5.2 Aansprakelijkheidsvereisten

Voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 moet aan de volgende vier vereisten zijn voldaan: a) *fraud or deceit* b) *by any person* c) *in connection with the purchase or sale* d) *of any security*.¹⁷⁵ Vanwege het *fraud or deceit* vereiste is bij de jurisprudentiële vormgeving van de aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 mede gekeken naar de traditionele eisen van *common law fraud*.¹⁷⁶ Dat betekent dat ook moet zijn voldaan aan de vereisten *materiality* (zie § 3.5.3), *scienter* (zie § 3.5.4), *reliance* (zie § 3.5.5.2), *loss causation* (zie § 3.5.5.3) en *damages* (zie § 3.5.6).

a. *Fraud or deceit*

Aangezien in Section 10(b) Securities Exchange Act wordt gerefereerd aan ‘deceptive devices’, moet voor het aannemen van een schending van SEC-regel 10b-5 sprake zijn van *deception* of *fraud*.¹⁷⁷ De regel biedt dus bescherming tegen *misleidende mededelingen* en *misleidende omissies*, maar niet tegen benadelende (of anderszins oneerlijke) transacties in het algemeen.¹⁷⁸ Hierbij moet worden aangetekend dat onder SEC-regel 10b-5 alleen maar sprake kan zijn van aansprakelijkheid voor een misleidende omissie, wanneer een afzonderlijke verplichting bestaat de achtergehouden informatie openbaar te maken (een zogenoemde ‘duty to disclose’).^{179, 180} Een dergelijke verplichting kan in beginsel op drie manieren ontstaan. In de eerste plaats ontstaat de verplichting wanneer actief een mededeling wordt gedaan en deze mededeling zonder de (thans) ontbrekende informatie een misleidend karakter krijgt (*‘to omit*

175. Volledigheidshalve merk ik op dat, tenzij anders vermeld, in het vervolg van deze paragraaf de aansprakelijkheid wegens *het geven van een misleidende voorstelling van zaken*, dus de aansprakelijkheid wegens het overtreden van SEC-regel 10b-5 *sub b* centraal staat en niet de aansprakelijkheid wegens het (anderszins) frauduleus of manipulatief handelen (de aansprakelijkheid wegens het overtreden van SEC-regel 10b-5 *sub a* jo. *sub c*).

176. Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2].

177. *Idem*.

178. Zie in dit verband onder meer Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S. 1 (1985); Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

179. Zie over deze kwestie uitgebreid Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2] en Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.19[1].

180. In het Amerikaanse recht bestaat met andere woorden geen *algemene* verplichting om informatie van materieel belang openbaar te maken. Ik kom hier in § 3.5.7 op terug.

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading').¹⁸¹

In de tweede plaats kan de verplichting ontstaan uit hoofde van een wettelijke (of van de wet afgeleide) informatieverplichting¹⁸² en in de derde plaats kan de verplichting ontstaan uit hoofde van een bepaalde 'fiduciare' relatie.¹⁸³ Het voorgaande betekent dat een persoon of rechtspersoon alleen uit hoofde van SEC-regel 10b-5 aansprakelijk kan zijn, wanneer deze persoon actief een mededeling heeft gedaan die misleidende informatie bevatte en/of wanneer deze persoon een op hem of haar rustende informatieverplichting heeft geschonden.

b. By any person

Om een persoon of rechtspersoon aansprakelijk te kunnen stellen wegens schending van SEC-regel 10b-5, is niet vereist dat deze persoon de litigieuze effecten heeft gekocht of verkocht.¹⁸⁴ Evenmin is vereist dat in de relatie tussen de eisende belegger en de aansprakelijk gestelde persoon of rechtspersoon is voldaan aan het eerdergenoemde vereiste van *privity* (zie over dit vereiste reeds § 3.4.2 en § 3.4.4.1).¹⁸⁵ Iedere persoon of rechtspersoon die een misleidende voorstelling van zaken geeft die redelijkerwijs de beleggingsbeslissing van de redelijk handelende belegger kan beïnvloeden, kan – ongeacht of hij of zij in de litigieuze effecten heeft gehandeld en ongeacht zijn of haar relatie tot de benadeelde belegger – uit hoofde van SEC-regel 10b-5 worden aangesproken.

181. Aldus SEC-regel 10b-5 sub b. Zie voor de letterlijke tekst de volgende link: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>

182. Een voorbeeld van een *duty to disclose* die voortvloeit uit de wet is de (hierna in § 3.5.3.3 te bespreken) informatieverplichting uit hoofde van Item 303(a) van Regulation S-K.

183. In verband met de informatieverplichting die ontstaat uit hoofde van een 'fiduciare' relatie, wijs ik – bij wijze van voorbeeld – op de bekende 'disclose or abstain rule', de kernregel die bij handel met voorwetenschap in acht moet worden genomen. Volgens deze regel is het eenieder die over relevante ('material') informatie beschikt ten aanzien van een beursvennootschap verboden om in de effecten van de desbetreffende vennootschap te handelen, indien op hem of haar een 'duty to disclose' rust de desbetreffende informatie openbaar te maken. Bij afwezigheid van een dergelijke *duty to disclose*, is handel met voorwetenschap in beginsel 'gewoon' toegestaan. Zo'n *duty to disclose* vloeit doorgaans voort uit een bepaalde 'fiduciare' relatie, waarbij natuurlijk in de eerste plaats kan worden gedacht aan de relatie die een beursvennootschap met de (potentiële) houders van haar effecten onderhoudt. Volgens de *disclose or abstain rule* is het een beursvennootschap die over (niet-gepubliceerde) informatie van materieel belang beschikt dus niet toegestaan in haar eigen effecten te handelen (waaronder mede kan worden verstaan het uitgeven van effecten), tenzij zij de desbetreffende informatie onverwijld openbaar maakt.

184. Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2].

185. Idem.

HOOFDSTUK 3

c. In connection with the purchase or sale (of a security)

Verder is vereist dat de gepleegde *fraud* of *deception* in verband staat met de aan- of verkoop van effecten.¹⁸⁶ In principe is voor elke mededeling die redelijkerwijs de beleggingsbeslissing van de redelijk handelende belegger kan beïnvloeden, aan deze eis voldaan. In de zaak SEC v. Texas Gulf Sulphur oordeelde de Second Circuit in dit verband als volgt:¹⁸⁷

‘(...) We hold that Rule 10b-5 is violated whenever assertions are made (...) in a manner reasonably calculated to influence the investing public, e.g., by means of the financial media (...), if such assertions are false or misleading or are so incomplete as to mislead irrespective of whether the issuance of the release was motivated by corporate officials for ulterior purposes.’

Het publiceren van enkel een misleidend *persbericht* kan dus reeds worden geacht in voldoende verband te staan met de aan- of verkoop van effecten en daarmee tot aansprakelijkheid leiden uit hoofde van SEC-regel 10b-5. Dit laatste geldt ongeacht of de verspreider van het misleidende bericht ook zelf de litigieuze effecten heeft gekocht of verkocht. Voor het aannemen van een overtreding van SEC-regel 10b-5 is namelijk al voldoende dat gedurende de periode waarin de *fraud* of *deception* plaatsvond – door wie dan ook – een of meer effectentransacties zijn verricht.¹⁸⁸

In tegenstelling tot de aansprakelijk gestelde persoon of rechtspersoon geldt voor de eisende belegger wel een transactievereiste.¹⁸⁹ De belegger moet ten tijde van de misleiding dus daadwerkelijk in de litigieuze effecten hebben gehandeld, wil hij met succes een beroep kunnen doen op SEC-regel 10b-5. Dit transactievereiste werd voor het eerst aangenomen door de Second Circuit in de zaak *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*¹⁹⁰ Later werd dit door de Supreme Court aanvaard in de zaak *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores.*¹⁹¹ In de laatstgenoemde zaak ging het om de vraag of ook de belegger die vanwege een misleidend negatief bericht van aankoop van de litigieuze effecten heeft afgezien, een aanspraak heeft op grond van SEC-regel 10b-5. De Supreme Court beantwoordde deze vraag ontkennend.

186. Zie over dit vereiste Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2] en § 12.5[1]. Zie hierover ook uitgebreid Molony 2013 en zie over het vereiste in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 97-98; Hoff 2011, p. 35.

187. SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 862 (2d Cir. 1968).

188. Zie in dit verband ook Hoff 2011, p. 35.

189. Zie over deze eis Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2] en § 12.7[1][A].

190. *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F.2d 461 (2d Cir. 1952).

191. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

d. Of any security

SEC-regel 10b-5 is in beginsel van toepassing op alle soorten effecten. Zo is de regel van toepassing ongeacht of de litigieuze effecten zijn onderworpen aan de registratie- en rapportageverplichtingen van de Securities Act 1933 of de Securities Exchange Act 1934 en ongeacht of de vennootschap die de desbetreffende effecten heeft uitgegeven al dan niet beursgenoteerd is.¹⁹² Zelfs effecten die worden uitgegeven door de centrale overheid of lagere overheden, vallen onder het beschermingsbereik van SEC-regel 10b-5.

Wanneer een belegger een persoon of rechtspersoon op grond van SEC-regel 10b-5 aansprakelijk wil stellen voor misleiding op de publieke effectenmarkt ('*fraud-on-the-market*'),¹⁹³ gelden de vier eerdergenoemde aansprakelijkheidsvereisten onverkort, alleen worden deze vereisten dan net iets anders gerubriceerd. Deze alternatieve rubricering houdt ermee verband dat bij de jurisprudentiële vormgeving van de aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 – zoals ik al opmerkte – mede is gekeken naar de traditionele eisen van *common law fraud*, te weten *materiality*, *scienter*, *reliance*, *damage(s)* of *economic loss* en *loss causation*.¹⁹⁴ De vier eerdergenoemde aansprakelijkheidsvereisten komen in dat geval neer op de volgende zes vereisten:¹⁹⁵

- (1) A material misrepresentation or omission by the defendant;¹⁹⁶
- (2) scienter;
- (3) a connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security;
- (4) reliance upon the misrepresentation or omission;
- (5) economic loss; and
- (6) loss causation.

192. Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2] en § 12.5[2].

193. Volledigheidshalve wijs ik erop dat SEC-regel 10b-5 een veel breder toepassingsbereik heeft dan alleen *fraud-on-the-market*.

194. Vgl. Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.4[2].

195. Zie onder meer de volgende uitspraken van de Supreme Court: *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-342 (2005); *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 157 (2008); *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 37-38 (2011); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 809-810 (2011); *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 564 U.S. 135, 140 & n. 3 (2011); *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 460-461 (2013); *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 267 (2014).

196. De Amerikaanse term 'defendant' vertaal ik in dit boek met de Nederlandse term 'gedaagde'. De laatstgenoemde term is echter in zoverre niet helemaal zuiver dat zij uiteraard samenhangt met de Nederlandse dagvaardingsprocedure, terwijl het Amerikaanse federale procesrecht deze procedure als zodanig niet kent.

HOOFDSTUK 3

Bovenstaande rubricering van zes aansprakelijkheidsvereisten voor *fraud-on-the-market*-zaken is inmiddels vaste rechtspraak van de Supreme Court en zij komt in vrijwel iedere *fraud-on-the-market*-zaak waarin een federale rechter uitspraak doet terug.

3.5.3 *Materiality*

3.5.3.1 *Het materialiteitsbegrip*

Volgens de genoemde vaste rechtspraak van de Supreme Court moet voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 in de eerste plaats zijn voldaan aan het vereiste van *materiality*.¹⁹⁷ Kort gezegd houdt dit in dat sprake moet zijn van een verkeerde voorstelling van zaken – bestaande uit het geven van onjuiste en/of onvolledige informatie – ten aanzien van een *material fact*. Wat precies onder een ‘material fact’ moet worden verstaan, heeft de Supreme Court voor het eerst uiteengezet in de bekende uitspraak *TSC Industries, Inc. v. Northway*.¹⁹⁸ Daarin overwoog hij als volgt:¹⁹⁹

‘An omitted fact is material if there is a *substantial likelihood* that a *reasonable shareholder* would consider it important in deciding how to vote. (...) It *does not require proof of a substantial likelihood* that disclosure of the omitted fact *would have caused* the reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a *substantial likelihood* that, under all the circumstances, the omitted fact *would have assumed actual significance in the deliberations* of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a *substantial likelihood* that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having *significantly altered the “total mix” of information* made available.’ (curs. *ACWP*)

Voor het aannemen van *materiality* is dus vereist dat een *aanzienlijke kans* bestaat dat de *redelijk handelende belegger* de litigieuze informatie bij zijn beleggingsbeslissing heeft (of zou hebben) betrokken. Niet vereist

197. Zie over de *materiality*-eis onder meer Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1061-1103. Zie hierover ook Padfield 2007, p. 933-937 en Padfield 2010, p. 150-157. En zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 96-97; Hoff 2011, p. 45-56.

198. *TSC Industries, Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438 (1976). Zie ook de latere uitspraken *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988) en *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 38-39 (2011).

199. *TSC Industries, Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438, 449 (1976). Ik wijs erop dat de grondslag van aansprakelijkheid in *TSC Industries, Inc. v. Northway* niet was gelegen in schending van SEC-regel 10b-5, maar in schending van SEC-regel 14a-9 (‘proxy fraud’). In de uitspraak *Basic v. Levinson* oordeelde de Supreme Court echter dat voor beide regelingen dezelfde *materiality*-maatstaf kan worden gehanteerd, zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988).

is dat de redelijk handelende belegger bij afwezigheid van de misleidende informatie daadwerkelijk een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen. Dit laatste heeft meer weg van een causaliteitsmaatstaf en een dergelijke toets acht de Supreme Court voor de fase van de normschending te streng.²⁰⁰ Kan echter slechts worden vastgesteld dat de redelijk handelende belegger de achtergehouden informatie *eventueel* bij zijn beleggingsbeslissing *zou hebben* betrokken, dan is daarmee niet aan de *materiality*-eis voldaan.²⁰¹ Een dergelijk criterium legt de lat voor het aannemen van *materiality* te laag, hetgeen in de praktijk tot gevolg zou kunnen hebben dat beleggers worden overspoeld met triviale informatie. In de woorden van de Supreme Court:²⁰²

‘If the standard of materiality is unnecessarily low, not only may the corporation and its management be subjected to liability for insignificant omissions or misstatements, but also management’s fear of exposing itself to substantial liability may cause it simply *to bury the shareholders in an avalanche of trivial information* – a result that is hardly conducive to informed decisionmaking.’ (curs. *ACWP*)

Verder volgt uit *TSC Industries, Inc. v. Northway* dat het al dan niet misleidende karakter van een bepaalde mededeling steeds moet worden beoordeeld in het licht van de totaal beschikbare ‘informatiemix’.²⁰³ Dit betekent onder meer dat bij het beoordelen van de misleidendheid van bijvoorbeeld een prospectus, jaarrekening of persbericht, het desbetreffende document als één geheel moet worden gezien en niet zonder meer mag worden ingezoomd op één enkele, specifieke passage. Ook betekent dit dat wanneer bijvoorbeeld moet worden beoordeeld of bepaalde *mondeling* verstrekte informatie misleidend is, deze informatie moet worden gezien in het licht van *alle* verstrekte informatie, waaronder de beschikbare *schriftelijke* informatie.²⁰⁴ Het uitgangspunt dat de *totaal*-context maatgevend is, betekent echter uitdrukkelijk niet dat het misleidende karakter van een bepaalde mededeling *per definitie* kan worden (geacht te zijn) weggenomen door de enkele omstandigheid dat de

200. Streng vanuit het oogpunt van de eisende belegger.

201. Vgl. *TSC Industries, Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438, 449 (1976).

202. *TSC Industries, Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438, 448 (1976); *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988); *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 38-39 (2011).

203. *TSC Industries, Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438, 448-449 (1976). Zie ook de latere uitspraken *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988) en *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 38-39 (2011). Zie over het contextuele karakter van het *materiality*-begrip uitgebreid Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[1].

204. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Ambrosino v. Rodman & Renshaw, Inc.*, 972 F.2d 776, 786 (7th Cir. 1992); *Casella v. Webb*, 883 F.2d 805, 808 (9th Cir. 1989).

HOOFDSTUK 3

relevante juiste (en volledige) informatie elders beschikbaar is.²⁰⁵ *Alle* omstandigheden van het geval zijn steeds doorslaggevend. Zo wordt in de situatie waarin in een (bij de jaarrekening gepubliceerd) begeleidend persbericht essentiële informatie wordt verzwegen, de misleiding in beginsel niet geheeld door het enkele feit dat de bewuste informatie – eventueel na enig zoekwerk – wel in de jaarrekening is te vinden.²⁰⁶

Bijzondere vermelding in dit verband verdient de benadering van de Third Circuit ten aanzien van het *materiality*-vereiste. Wanneer de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld als efficiënt kan worden aangemerkt, wordt in dit *circuit* bij het beoordelen van de materialiteit aangeknoopt bij de residuele koersdaling²⁰⁷ die plaatsvindt op het moment waarop de misleiding bekend wordt.²⁰⁸ Wordt op dat moment geen (statistisch significante) koersdaling gemeten, dan wordt in beginsel ervan uitgegaan dat de litigieuze mededeling of omissie *immaterial* was. Deze benadering is niet onomstreden en heeft in de andere *circuits* geen navolging gekregen.²⁰⁹ Het probleem met deze benadering is dat het uitblijven van een koersdaling naar aanleiding van de officiële corrigerende mededeling niet noodzakelijkerwijs hoeft te betekenen dat de koers *niet* door de litigieuze informatie was beïnvloed en/of dat de litigieuze informatie in werkelijkheid niet *material* was. Zo zijn verschillende scenario's denkbaar waarvoor geldt dat de litigieuze informatie wél *material* was en deze informatie tevens de koers heeft beïnvloed, maar waarbij – niettegenstaande deze koersinvloed – op het moment van de corrigerende mededeling tóch geen (statistisch significante) residuele koersdaling meer is te ontwaren.²¹⁰

205. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[1].

206. Zie over deze problematiek uitgebreid Padfield 2007, p. 927-973.

207. Met 'residuele koersdaling' wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

208. In re Burlington Coat Factory Securities Litigation, 114 F.3d 1410, 1425 (3d Cir. 1997); Oran v. Stafford, 226 F.3d 275, 282 (3d Cir. 2000); In re NAHC, Inc. Securities Litigation, 306 F.3d 1314, 1330 (3d Cir. 2002); In re Merck & Co., Inc. Securities Litigation, 432 F.3d 261, 269-270; 274-275 (3d Cir. 2005). Vgl. In re DVI, Inc. Securities Litigation, 639 F.3d 623,638 (3d Cir. 2011). De benadering van de Third Circuit is expliciet verworpen door de Ninth Circuit in de uitspraak No. 84 Employee-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. Am. West Holding Co., 320 F.3d 920, 934 (9th Cir. 2003). Ook de Fourth Circuit is kritisch over deze benadering, zie de uitspraak Greenhouse v. MCG Capital Corporation, 392 F.3d 650, 660-661 (4th Cir. 2004).

209. Zie kritisch over de benadering van de Third Circuit onder meer Langevoort 2009, p. 173-177; Padfield 2007, p. 943-948; Padfield 2010, p. 165 en p. 175-177.

210. Zie in dit verband ook Langevoort 2015, p. 46-47.

Hierbij kan in de eerste plaats worden gedacht aan het scenario waarin sprake is van een lek waardoor handel met voorwetenschap (eventueel in combinatie met geruchtevorming) ontstaat.²¹¹ De koersinflatie zal hierdoor voortijdig uit de koers lopen, zodat op het moment van de officiële corrigerende mededeling geen koersdaling meer wordt geobserveerd. In de tweede plaats kan worden gedacht aan het scenario waarin de markt *op eigen kracht* achter de misleiding komt.²¹² Ook dat zal tot gevolg hebben dat de koersinflatie voortijdig verdwijnt. In de derde plaats is te denken aan het scenario waarin de misleidende informatie op het moment van de corrigerende mededeling inmiddels haar relevantie heeft verloren, omdat in de tussentijd nieuwe(re) informatie is gepubliceerd waarmee de ware financiële toestand van de vennootschap bekend is geworden (dit scenario kan worden geschaard onder de zogenoemde 'true financial condition theory').²¹³ De koersinflatie die zich aanvankelijk als gevolg van de misleiding had gevormd, is hierdoor op het moment van de corrigerende mededeling inmiddels 'uitgedoofd'.²¹⁴ In de vierde plaats kan worden gedacht aan het scenario waarin de vennootschap haar toevlucht neemt tot het zogenoemde 'walking down the stock price'.²¹⁵ Hiermee wordt bedoeld dat zij stapje voor stapje informatie publiceert waaruit het beleggende publiek (althans, het professionele deel daarvan) kan afleiden dat de actuele beurskoers te hoog is. Arbitrageurs en andere professionele beleggers zullen op deze nieuw verkregen informatie gaan handelen, met als gevolg dat de koersinflatie geleidelijk zal afnemen. Na verloop van tijd zal zoveel nieuwe informatie zijn vrijgekomen, dat op het moment van de officiële corrigerende mededeling alle koersinflatie inmiddels uit de koers is gelopen en op dat moment derhalve geen koersdaling meer intreedt. In de vijfde plaats is te denken aan het scenario waarin het slechte nieuws van de bekendwording van de misleiding wordt gecombineerd (of toevalligerwijs samenvalt) met positief nieuws dat niet aan de misleidende informatie is gerelateerd en dat een tegengesteld koerseffect heeft. Dit positieve nieuws kan voortkomen uit bedrijfsspecifieke ontwikkelingen, maar het kan ook samenhangen

211. Zie hierover het vierde scenario in hoofdstuk 4.

212. Zie hierover eveneens het vierde scenario in hoofdstuk 4.

213. Zie over de *true financial condition theory* het derde scenario in hoofdstuk 4.

214. Zie hierover eveneens het derde scenario in hoofdstuk 4 en zie ook het voorbeeld in de bijbehorende Appendix.

215. Zie hierover eveneens het derde scenario in hoofdstuk 4.

HOOFDSTUK 3

met macro-economische en/of sectorgerelateerde ontwikkelingen.²¹⁶ Het negatieve koerseffect van (de bekendwording van) de misleidende informatie en het positieve koerseffect van het (externe) positieve nieuws heffen elkaar dan op, waardoor op het moment van de corrigerende mededeling wederom geen koersdaling meer wordt geobserveerd.

Wanneer in de hierboven genoemde scenario's op basis van het uitblijven van een koersdaling naar aanleiding van de officiële corrigerende mededeling zou worden geconcludeerd dat de litigieuze informatie de beurskoers niet heeft beïnvloed en/of dat de litigieuze informatie niet *material* was, bestaat de reële kans dat valide claims ten onrechte worden afgewezen.²¹⁷ In werkelijkheid was de litigieuze informatie in deze scenario's wel *material* en heeft deze informatie tevens tot koersinflatie geleid, alleen is dit niet meer af te leiden uit de koersreactie op het moment waarop de misleiding bekend werd. Dit verklaart mijns inziens waarom de benadering van de Third Circuit in de andere *circuits* geen navolging heeft gekregen en waarom deze benadering naar mijn oordeel moet worden verworpen.²¹⁸

216. Overigens is het wel zo dat wanneer het positieve nieuws voortkomt uit macro-economische en/of sectorgerelateerde ontwikkelingen, een correct uitgevoerde *event study* het slechte (bedrijfsspecifieke) nieuws van (het bekend worden van) de misleiding zou moeten kunnen detecteren. Zie over de *event study* uitgebreid § 8.4.2.

217. Wanneer in werkelijkheid de litigieuze informatie wel *material* was (en deze dus ten onrechte als *immaterial* is aangemerkt), wil dat uiteraard nog niet zeggen dat de eisende belegger ook meteen recht heeft op schadevergoeding. Voor een valide claim moet vanzelfsprekend ook zijn voldaan aan de andere aansprakelijkheidsvereisten. Vandaar dat ik bewust zeg dat de 'reële kans bestaat' dat valide claims ten onrechte worden afgewezen.

218. Een andere reden voor het uitblijven van een koersdaling op het moment van de corrigerende mededeling zou nog kunnen zijn dat de markt even de tijd nodig heeft om (de informatie opgenomen in) de corrigerende mededeling op correcte (en volledige) wijze in de koers te verwerken. In dat geval vindt wel een koersdaling plaats, alleen niet meteen. Dit scenario lijkt in de *materiality*-toets van het Third Circuit te zijn verdisconteerd: '(...) Our court has resolved how "quickly and completely" public information is absorbed into a firm's stock price. We have decided that this absorption occurs "in the period immediately following disclosure" (...) This does not mean instantaneously, of course (...).' (curs. *ACWP*), In re Merck & Co., Inc. Securities Litigation, 432 F.3d 261, 269 (3d Cir. 2005).

3.5.3.2 *De (im)materialiteit van vage mededelingen, algemene uitingen van optimisme, overdreven aanprijzingen, verkooppraat en uitgesproken meningen of intenties*

In algemene zin geldt dat een persoon of rechtspersoon niet aansprakelijk kan worden gesteld voor door hem of haar gedane mededelingen die vaag zijn geformuleerd.²¹⁹ Hetzelfde geldt voor publiekelijk uitgesproken meningen (zogenoemde ‘opinions’)²²⁰ en intenties, algemene uitingen van optimisme, verkooppraat en ‘puffery’ (letterlijk: ‘overdreven aanprijzing’).^{221, 222} In beginsel worden dergelijke mededelingen bij wege van juridische fictie (‘as a matter of law’) als *immaterial* gekwalificeerd. Dit betekent dat bij het beoordelen van het eventueel misleidende karakter van zulke mededelingen in beginsel niet wordt gekeken naar de omstandigheden van het geval of naar de totaal beschikbare ‘informatiemix’. De enkele vaststelling dat de litigieuze mededeling een mening of intentie betreft, dan wel kan worden gekwalificeerd als verkooppraat of *puffery*, volstaat dan om deze als *immaterial* aan te

219. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[4]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1097-1103.

220. Ik benadruk dat het in de hoofdtekst geformuleerde uitgangspunt dat een persoon of rechtspersoon in beginsel niet met succes aansprakelijk kan worden gesteld voor een misleidende *opinion*, alleen geldt voor vorderingen uit hoofde van SEC-regel 10b-5. Dit geldt uitdrukkelijk niet voor vorderingen uit hoofde van Section 11 Securities Act. Voor de laatstgenoemde vorderingen geldt voor het oordeel of is voldaan aan het vereiste van *materiality* het raamwerk van de Supreme Court zoals uiteengezet in zijn uitspraak *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry*, 575 U.S. 175 (2015). Ik laat het hier bij deze constatering en werk dit punt niet verder uit.

221. Zie over de immaterialiteit van (publiek) uitgesproken meningen en intenties onder meer de uitspraken *Tongue v. Sanofi*, 816 F.3d 199 (2d Cir. 2016); *Nakkhumpun v. Taylor*, 782 F.3d 1142, 1159-160 (10th Cir. 2015).

222. Zie over de immaterialiteit van algemene uitingen van optimisme onder meer de uitspraak *City of Monroe Employees Retirement System v. Bridgestone Corp.*, 399 F.3d 651, 669-671 (6th Cir. 2004). Zie over de immaterialiteit van verkooppraat en *puffery* onder meer de uitspraken *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 244-245 (2d Cir. 2016); *City of Pontiac Policemen’s and Firemen’s Retirement system v. UBS AG*, 752 F.3d 173, 183 (2d Cir. 2014); *In re Strataysys Ltd. Shareholder Securities Litigation*, 864 F.3d 879, 882 (8th Cir. 2017); *Retirement System of St. Louis v. Intuitive Surgical, Inc.*, 759 F.3d 1051, 1060 (9th Cir. 2014); *In re Harman Int’l Industries, Inc. Securities Litigation*, 791 F.3d 90, 108-110 (D.C. Cir. 2015). En zie over de immaterialiteit van *puffery* in de literatuur uitgebreid Padfield 2008, p. 339-381; Padfield 2010, p. 161 en p. 168-173.

HOOFDSTUK 3

merken.²²³ De toepassing van deze zogenoemde ‘bright line rule’ gaat echter niet zover dat daarmee ook kwade trouw (‘bad faith’) van de openbaarmaker van de litigieuze mededeling wordt beloond.²²⁴ Zo is het niet geoorloofd een bepaalde mededeling *bewust* vaag te formuleren met de enkele bedoeling daarmee bepaalde relevante informatie achter te kunnen houden. Evenmin is het geoorloofd *bewust* een andere mening of intentie uit te spreken dan de werkelijke mening of intentie die men heeft. In dergelijke gevallen gaat de genoemde *bright line rule* niet op en wordt het al dan niet misleidende karakter van de litigieuze mededeling derhalve alsnog op basis van *alle* omstandigheden van het geval beoordeeld (althans, wanneer de bedoelde kwade trouw in rechte komt vast te staan).

3.5.3.3 De (im)materialiteit van projecties en toekomstvoorspellingen

In het verlengde van het uitgangspunt dat vage mededelingen, meningen en intenties (worden geacht) *immaterial* (te) zijn, worden ook projecties en toekomstvoorspellingen in beginsel als *immaterial* aangemerkt.²²⁵ Mocht een voorspelling dus onverhoopt niet uitkomen, dan kan de persoon of rechtspersoon die de voorspelling deed hier in beginsel niet aansprakelijk voor worden gesteld (ervan uitgaande dat deze persoon te goeder trouw was en hij of zij op redelijke gronden tot de voorspelling is gekomen).²²⁶ Hoewel deze regel op zichzelf aan duidelijkheid niets te wensen over laat, moet hierbij worden aangetekend dat zich bij de praktische toepassing ervan de nodige problemen kunnen voordoen. Zo speelt in de praktijk nogal eens het probleem dat niet altijd even

223. Het uitgangspunt dat uitgesproken meningen (zogenoemde ‘opinions’) in beginsel als *immaterial* worden aangemerkt, is onder meer van belang voor het beoordelen van (de materialiteit van) door de vennootschap gedane mededelingen over de waardering van *goodwill* op de balans. Ook is dit uitgangspunt van belang voor mededelingen van de vennootschap over eventuele voorzieningen die zij moet nemen in verband met de afschrijving op leningen. In de rechtspraak worden dergelijke mededelingen als *opinions* aangemerkt, waardoor zij dus in beginsel als *immaterial* kunnen worden gekwalificeerd. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *City of Omaha, Nebraska Civilian Employees’ Retirement System v. CBS Corp.*, 679 F.3d 64, 67-68 (2d Cir. 2012) en *City of Dearborn Heights Act 345 Police & Fire Retirement System v. Align Technology, Inc.*, 856 F.3d 605, 614-616 (9th Cir. 2017).

224. Zie over deze kwestie Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[4].

225. Zie over het beoordelen van de materialiteit van toekomstvoorspellingen en projecties Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[7]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1081-1092.

226. Hierover bestaat veel rechtspraak. Zie onder meer de uitspraken *Williams v. Globus Medical, Inc.*, 869 F.3d 235, 244-245 (3d Cir. 2017); *In re Adams Golf, Inc. Securities Litigation*, 381 F.3d 267, 279 (3d Cir. 2004); *Hillson Partners L.P. v. Adage, Inc.*, 42 F.3d 204 (4th Cir. 1994); *Stransky v. Cummins Engine Co., Inc.* 51 F.3d 1329, 1333 (7th Cir. 1995); *Kowal v. MCI Communications Corp.*, 16 F.3d 1271, 1277 (D.C. Cir. 1994).

duidelijk is of een bepaalde uitgesproken verwachting inderdaad als een voorspelling kan worden beschouwd die voor de genoemde bescherming in aanmerking komt.²²⁷ Dit hangt samen met het feit dat de openbaarmakers van publieke mededelingen er alle belang bij hebben bepaalde (in werkelijkheid) harde feiten als een projectie of voorspelling te presenteren, om daarmee eventuele aansprakelijkheid te kunnen ontlopen. Benaardelede beleggers – maar natuurlijk ook rechters – dienen te allen tijde op dergelijk strategisch ingeklede ‘voorspellingen’ bedacht te zijn, omdat anders het gevaar bestaat dat in werkelijkheid valide claims ten onrechte worden afgewezen.

Bij het oordeel over de materialiteit van toekomstvoorspellingen is ook de zogenoemde ‘bespeaks caution doctrine’ van belang.²²⁸ Volgens deze in de rechtspraak ontwikkelde doctrine is de persoon of rechtspersoon die publiekelijk een onjuiste voorspelling doet hiervoor niet aansprakelijk, mits de voorspelling is omgeven met betekenisvolle waarschuwingen.²²⁹ Hoezeer dan achteraf ook blijkt dat deze persoon er met zijn voorspelling naast zat, hij of zij is dan volledig gevrijwaard van aansprakelijkheid. Ik benadruk dat het moet gaan om *betekenisvolle* en ter zake *relevante* waarschuwingen die voldoende *specifiek* de factoren identificeren die er eventueel voor kunnen zorgen dat de voorspelling niet uitkomt.²³⁰ Algemeen – of in vage bewoordingen – geformuleerde waarschuwingen volstaan in principe niet. Hoewel de doctrine in de rechtspraak als zelfstandig leerstuk is ontwikkeld, kan zij ook worden gezien als een toepassing van de eerdergenoemde regel dat het al dan niet misleidende karakter van een bepaalde mededeling steeds in zijn totaalcontext moet worden beoordeeld (zie § 3.5.3.1).²³¹ De gedachte is dat wanneer een bepaalde voorspelling vergezeld gaat van betekenisvolle waarschuwingen, de redelijk handelende belegger – gegeven de totaal beschikbare informatie –

227. Zie in dit verband ook de uitspraak *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 245-246 (2d Cir. 2016).

228. Zie over deze doctrine uitgebreid Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[8]; Padfield 2010, p. 162-163 en p. 173-174. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Hoff 2011, p. 491-493.

229. Zie over de *bespeaks caution doctrine* in de rechtspraak bijvoorbeeld de uitspraak *Rombach v. Chang*, 355 F.3d 164, 170 (2d Cir. 2004). Overigens wijs ik erop dat in de rechtspraak de doctrine tot dusver voornamelijk is toegepast bij het beoordelen van het al dan niet misleidende karakter van voorspellingen en projecties. Of de doctrine ook buiten deze context mag worden toegepast, is vooralsnog onduidelijk.

230. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[8].

231. Eventueel kan de doctrine ook worden gezien als een toepassing van het vereiste van *reasonable reliance*. De gedachte is dat de gemiddelde belegger zich redelijkerwijs niet op het verkeerde been laat zetten door een voorspelling die is omgeven met betekenisvolle waarschuwingen. In § 3.5.5.4 kom ik over het vereiste van *reasonable reliance* nader te spreken.

HOOFDSTUK 3

zich hier redelijkerwijs niet door kan laten misleiden.²³² De doctrine is met de invoering van de PSLRA gecodificeerd in Section 27A Securities Act respectievelijk Section 21E Securities Exchange Act ('Safe harbor for forward-looking statements', zie over deze regeling reeds § 3.4.5.1).

De vraag of een bepaalde projectie of voorspelling als misleidend kan worden aangemerkt, moet worden onderscheiden van de vraag of überhaupt sprake was van een verplichting met de desbetreffende voorspelling naar buiten te treden. In dit verband is interessant om te wijzen op Item 303(a) van Regulation S-K.^{233, 234} Op grond van deze bepaling dient het bestuur van de vennootschap zich in zijn (in de jaarlijkse financiële verslaggeving op te nemen) *Management's Discussion & Analysis* ('MD & A') uit te spreken over hem bekende trends en gebeurtenissen die naar redelijke verwachting een materieel effect kunnen hebben op de door de vennootschap te behalen netto-winst (of het door de vennootschap te behalen netto-verlies).²³⁵ Het kan voor benadeelde beleggers aantrekkelijk zijn Item 303(a) mede aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag te leggen, aangezien de mededeling die in dat kader door (het bestuur van) de vennootschap wordt gedaan niet onder de bijzondere beschermingsregeling voor toekomstvoorspellingen valt (zie over deze regeling § 3.4.5.1).²³⁶

232. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation-Taj Mahal Litigation*, 7 F.3d 357, 371 (3d Cir. 1993); *In re World of Wonder Securities Litigation*, 35 F.3d 1407, 1413-1421 (9th Cir. 1994).

233. Zie over deze bepaling *Hazen*, 4 Law Securities Regulation § 12.9[7][B].

234. Regulation S-K bevat zowel vormvoorschriften als inhoudelijke voorschriften voor niet-financiële informatie die op grond van de Securities Act 1933 en de Securities Exchange Act 1934 moet worden gedeponereerd bij de SEC.

235. De MD & A is een verplichte paragraaf in de door de vennootschap te publiceren jaarlijkse financiële verslaggeving.

236. Zie in dit verband echter ook de uitspraken *Oran v. Stafford*, 226 F.3d 275, 287-288 (3d Cir. 2000) en *In re NVIDIA Corp. Securities Litigation*, 768 F.3d 1046, 1054-1056 (9th Cir. 2014). Volgens de (appelrecht)ers van de Third en Ninth Circuit vormt het door de vennootschap niet naleven van de informatieverplichting die voortvloeit uit Item 303(a) op zichzelf een onvoldoende basis voor het aannemen van aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5. Of de vennootschap aansprakelijk is op grond van SEC-regel 10b-5 moet *afzonderlijk* worden bepaald aan de hand van de maatstaven die daarvoor in de rechtspraak zijn ontwikkeld, dus *ongeacht* of de vennootschap al dan niet (adequaat) heeft voldaan aan (de informatieverplichting van) Item 303(a), aldus – geparafraseerd – de Third en Ninth Circuit. Deze benadering van de Third en Ninth Circuit is door de Second Circuit verworpen in zijn uitspraken *Stratte-McClure v. Morgan Stanley*, 776 F.3d 94, 101-104 (2d Cir. 2015) en *Indiana Public Retirement System v. SAIC, Inc.*, 818 F.3d 85, 94-96 (2d Cir. 2016). De District Court of Minnesota heeft deze lijn van de Second Circuit gevolgd in zijn uitspraak *Beaver County Employees' Retirement Fund v. Tile Shop Holdings, Inc.* 94 F. Supp. 3d 1035, 1047-1048 (D. Minn. 2015).

3.5.3.4 *Het beoordelen van de materialiteit van onzekere gebeurtenissen*

Ook mededelingen of omissies over onzekere gebeurtenissen kunnen *material* zijn.²³⁷ Volgens vaste rechtspraak wordt de materialiteit van zulke mededelingen of omissies afgemeten aan enerzijds de grootte (lees: financiële *impact*) van de desbetreffende gebeurtenis en anderzijds de kans dat de gebeurtenis daadwerkelijk plaatsvindt.²³⁸ In het algemeen geldt dat hoe groter de *impact* en hoe groter de kans, hoe eerder van een *material event* kan worden gesproken. Gaat het echter om een *grote* gebeurtenis die zich slechts met een *kleine* kans kan voordoen (of andersom), dan komt het aan op een onderlinge afweging van deze twee factoren. Bij een onzekere gebeurtenis met een enorme financiële *impact*, is zeer waarschijnlijk aan het *materiality*-vereiste voldaan. Hetzelfde geldt voor een (nagenoeg) zekere gebeurtenis met een meer bescheiden *impact*. Bij een onzekere gebeurtenis van slechts geringe omvang, is in de regel echter niet aan het *materiality*-vereiste voldaan. Een belangrijk voorbeeld uit de praktijk waarin de hier beschreven *probability/magnitude*-afweging wordt toegepast, is het geval waarin de materialiteit van lopende fusie- en overnameonderhandelingen moet worden beoordeeld.²³⁹

3.5.3.5 *Materialiteit versus statistische significantie*

Bij het beoordelen van de materialiteit van onzekere gebeurtenissen die mogelijk een grote financiële *impact* hebben op de toekomstige winstgevendheid van de vennootschap, kan ook het begrip statistische significantie een rol spelen.²⁴⁰ Zo kan de vennootschap onder meer worden geconfronteerd met de vraag of bepaalde informatie (waarover zij beschikt) die iets zegt over de kans dat een bepaald (voor de winstgevendheid belangrijk) *event* al dan niet zal plaatsvinden, reeds als *material* kan worden aangemerkt, wanneer deze informatie vooralsnog niet duidt op de aanwezigheid van een statistisch significant causaal verband. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin een farmaceutisch bedrijf klachten/signalen ontvangt over de mogelijke schadelijke bijwerking van een door hem op de markt gebracht medicijn. Kan reeds sprake zijn van *material information* wanneer vooralsnog geen statistisch significant causaal verband is aangetoond tussen het desbetreffende medicijn

237. Zie over het beoordelen van de materialiteit van mededelingen over onzekere gebeurtenissen Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[5]. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Hoff 2011, p. 50 en p. 60-66.

238. Zie de bekende uitspraak van de Supreme Court *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 238 (1988). Zie over deze *probability/magnitude*-afweging ook de analyse van Tabak & Lee 2010, p. 7-9.

239. Zie wederom *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-241 (1988).

240. In § 8.4.2.3 *sub d* kom ik over het begrip 'statistische significantie' nader te spreken.

HOOFDSTUK 3

en de geobserveerde klachten?²⁴¹ Deze vraag was aan de orde in de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano* (hierna: ‘Matrixx’).²⁴² De Supreme Court beantwoordt de vraag bevestigend. Zijn oordeel komt er kort gezegd op neer dat bij het beoordelen van de materialiteit van onzekere informatie het al dan niet bestaan van een statistisch significant causaal verband geen doorslaggevende factor is.²⁴³ Of litigieuze informatie als *material* kan worden aangemerkt, is (volgens vaste rechtspraak) namelijk afhankelijk van alle omstandigheden van het geval en een dergelijk oordeel leent zich niet voor het toepassen van *bright-line rules*, aldus – geparafraseerd – de Supreme Court.²⁴⁴ Of al dan niet sprake is van een statistisch significant causaal verband vormt bij het materialiteitsoordeel daarom niet meer dan een enkel gezichtspunt. Zou in deze context daarentegen voor (de toepassing van) een *bright-line rule* worden gekozen, dan leidt dat volgens de Supreme Court tot een maatstaf die ‘over-’ of ‘underinclusive’ is.^{245, 246}

Voor een nadere beschouwing van de Matrixx-uitspraak en de betekenis van statistische significantie voor het *materiality*-vereiste, verwijs ik naar een eerdere publicatie van mijn hand uit 2011.²⁴⁷

3.5.4 *Scienter*

Voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 is tevens vereist dat de gedaagde van de misleiding een bepaald verwijt kan worden gemaakt.²⁴⁸ In de uitspraak *Ernst & Ernst v. Hochfelder*²⁴⁹ oordeelde de Supreme Court in dit verband dat de vereiste geestesgesteldheid

241. Voor een heldere analyse van dit probleem verwijs ik naar Tabak & Lee 2010, p. 1-12.

242. *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011). Voor een uitgebreide bespreking van deze uitspraak in de Amerikaanse literatuur verwijs ik naar Leisawitz 2011. En zie voor een beknopte bespreking van de Matrixx-uitspraak in de Nederlandse literatuur Haazen 2017, p. 83.

243. *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 38-44 (2011).

244. *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 39-40 (2011). De Supreme Court verwijst in dit verband naar zijn eerdere uitspraken *TSC Industries, Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438, 449 (1976) en *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 236 (1988).

245. *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 39 (2011).

246. Zie voor een toepassing van de Matrixx-uitspraak in de lagere rechtspraak onder meer de uitspraak *In re Sanofi-Aventis Securities Litigation*, 774 F. Supp. 2d 549 (S.D.N.Y. 2011).

247. Pijls 2011, p. 447-454.

248. Zie over deze verwijtbaarheidseis Hazen, 4 *Law Securities Regulation* § 12.8; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1112-1122. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds Hoff 2011, p. 35-36; Strik 2010, 185-189; De Jong 2010, p. 97.

249. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 196 (1976).

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

waarmee de gedaagde moet hebben gehandeld, *scienter* is.²⁵⁰ Dit begrip wordt door de Supreme Court als volgt omschreven: ‘a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud’.²⁵¹ Hij motiveert dit door erop te wijzen dat de woorden ‘manipulative or deceptive’ in combinatie met ‘device or contrivance’ in Section 10(b) Securities Exchange Act, een sterke aanwijzing vormen voor het feit dat het de bedoeling van de wetgever was om met deze bepaling ‘knowing or intentional misconduct’ te adresseren.²⁵² In reactie op het betoog van de SEC in zijn *Amicus curiae brief* dat ook onachtzaam gedrag (‘negligence’) al voldoende is voor aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5, overweegt de Supreme Court vervolgens als volgt:²⁵³

‘The argument simply ignores the use of the words “manipulative,” “device,” and “contrivance” terms that make unmistakable a congressional intent to proscribe a type of conduct quite different from negligence. (...) Use of the word “manipulative” is especially significant. (...) It connotes intentional or willful conduct designed to deceive or defraud investors by controlling or artificially affecting the price of securities.’

Naar het oordeel van de Supreme Court is bij onachtzaam gedrag dus niet aan de vereiste schuldgraad voldaan. Overigens is nog onbeslist of roekeloos gedrag (‘recklessness’) voldoende is voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5. Het antwoord op deze vraag liet de Supreme Court in de uitspraak *Ernst & Ernst v. Hochfelder* uitdrukkelijk in het midden.²⁵⁴ Hoewel de lagere rechtspraak geen eenduidig beeld geeft, lijken de meeste *circuits* er thans van uit te gaan dat ook bij roekeloos gedrag aan het vereiste van *scienter* is voldaan.²⁵⁵

250. Op grond van Section 21D(b)(2) Securities Exchange Act geldt voor het *scienter*-vereiste een verzwaarde stelplicht. Deze bepaling is ingevoerd ter gelegenheid van de PSLRA. In de uitspraak *Tellabs, Inc. v. Makor Issus & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308 (2007) heeft de Supreme Court nader uitgelegd wat in het kader van deze verzwaarde stelplicht precies van de eisende belegger mag worden verwacht. Zie over deze uitspraak in de Nederlandse literatuur Haazen 2017, p. 83.

251. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193-194 & n. 12 (1976). Zie ook de latere uitspraken *Tellabs, Inc. v. Makor Issus & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308, 319 (2007) en *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 48 (2011).

252. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 196-197 (1976).

253. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193 (1976).

254. *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 193-194 & n. 12 (1976). Ook in de uitspraken *Tellabs, Inc. v. Makor Issus & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308 (2007) en *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011) werd deze vraag door de Supreme Court niet beantwoord.

255. In de uitspraak *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27 (2011) neemt de Supreme Court dit ook als uitgangspunt, omdat de appelrechter daar ook van was uitgegaan en tegen het desbetreffende oordeel geen klacht was gericht.

HOOFDSTUK 3

3.5.5 *Causation*

3.5.5.1 *Inleiding*

Voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 moet tevens zijn voldaan aan de vereisten van *reliance* en *causation*.²⁵⁶ Het *reliance*-vereiste houdt in – althans, in zijn oorspronkelijke/traditionele gedaante en zoals het is ontwikkeld in het kader van zogenoemde ‘face-to-face’-zaken²⁵⁷ – dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed. Het vereiste van *causation* houdt in dat sprake moet zijn van een rechtens voldoende causaal verband tussen (het publiceren van) de misleidende informatie en de door de belegger gestelde schade. Evenals op andere terreinen van het aansprakelijkheidsrecht, worden ook binnen het federale effectenrecht voor het causaal verband twee stappen onderscheiden: 1) feitelijk causaal verband (‘cause in fact’) en 2) juridisch causaal verband (‘legal cause’).²⁵⁸ Het feitelijk causaal verband behelst een *condicio sine qua non*-toets.²⁵⁹ de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid is gebaseerd dient een noodzakelijke voorwaarde te zijn voor de door de benadeelde gestelde schade; zonder de litigieuze gebeurtenis zou deze schade met andere woorden niet zijn ingetreden. Is voor een bepaalde schadeveroorzakende gebeurtenis en/of een bepaalde schadepost aan het csqn-verband voldaan, dan wordt vervolgens getoetst of tevens aan het juridisch causaal verband is voldaan. Deze normatieve, op het recht toegesneden toets dient ertoe om de potentieel te ruime aansprakelijkheid die (mogelijk) uit de csqn-maatstaf voortvloeit, in te perken.²⁶⁰ De gebruikelijke criteria die hierbij worden gehanteerd zijn het nabijheidsvereiste (‘proximity’) en het voorzienbaarheidsvereiste (‘foreseeability’).

256. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.10 en § 12.11; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1837-1872. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 98-100; Vandendriessche 2011, nr. 13-28.

257. Met de aanduiding ‘face-to-face-zaken’ doel ik op beleggingsgeschillen die voortvloeien uit effectentransacties in besloten verhoudingen (dergelijke transacties worden ook wel aangeduid als ‘face-to-face-transacties’). Vaak gaat het hier om een contractuele relatie. Dergelijke geschillen moeten worden onderscheiden van beleggingsgeschillen die voortvloeien uit transacties op de (veelal geanonimiseerde) publieke effectenmarkt.

258. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[1].

259. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[1]. Vgl. voor het Nederlandse recht Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 50-51.

260. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[1]. Vgl. voor het Nederlandse recht Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 50-51.

Hoewel de functie van het causaal verband binnen het federale effectenrecht in wezen geen andere is dan binnen de *common law* in het algemeen (en op beide terreinen voor het beoordelen van het causaal verband dezelfde deelvragen moeten worden beantwoord), is in de Amerikaanse rechtspraak voor zaken die betrekking hebben op *securities fraud* een eigensoortig raamwerk ontwikkeld.²⁶¹ In dergelijke zaken valt het causaal verband uiteen in de volgende twee schakels: 1) *transaction causation* en 2) *loss causation*. *Transaction causation* houdt in dat de *transactie(voorwaarden)* door de misleidende informatie is (zijn) beïnvloed: bij juiste en volledige informatie zou de transactie niet – of niet tegen dezelfde voorwaarden – tot stand zijn gekomen.²⁶² Hierbij teken ik aan dat in geval van misleiding bij publiek verhandelde effecten (‘fraud-on-the-market’) dit vereiste nagenoeg overeenkomt met het vereiste van *reliance* (ik verwijs naar mijn analyse in § 3.5.5.2).²⁶³ Het begrip *loss causation* vertoont verwantschap met het juridisch causaal verband.²⁶⁴ Beide schakels van het causaal verband bespreek ik hierna achtereenvolgens.

Terzijde wijs ik hier nogmaals op mijn kritische kanttekening in de inleiding over de – naar mijn oordeel – minder sterk ontwikkelde dogmatiek van het Amerikaanse federale effectenrecht. Dit punt van kritiek is bij uitstek van toepassing op het begrippenpaar *transaction causation/loss causation*. Naar aanleiding van het bestuderen van vele rechterlijke uitspraken en vele rechtsgeleerde artikelen kom ik tot geen andere conclusie dan dat het hier om twee lastig te duiden begrippen gaat, waarover in de doctrine veel verwarring bestaat.²⁶⁵ Wanneer in het Amerikaanse federale effectenrecht meer waarde zou worden gehecht aan dogmatische zuiverheid en consistentie in de gebezigde terminologie, zou over (de betekenis van) deze begrippen denk ik minder discussie – en meer eenduidigheid – bestaan.

3.5.5.2 *Reliance/transaction causation*

Het *reliance*-vereiste houdt in – althans, in zijn oorspronkelijke/traditionele gedaante – dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing

261. Zie hierover reeds De Jong 2010, p. 98-99.

262. Zie in dit verband ook Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[2]: ‘Transaction causation does not represent the strictest form of “but for” causation because it requires only that the terms of the transaction have been significantly affected by the material misstatement or omission.’

263. Vgl. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[2].

264. Vgl. De Jong 2010, p. 99.

265. De Jong merkt op dat het hier gaat om ‘twee complexe, moeilijk grijpbare concepten’, aldus De Jong 2010, p. 99.

HOOFDSTUK 3

hierdoor is beïnvloed: bij afwezigheid van de misleidende informatie zou de belegger hebben beslist het aandeel *tegen een lagere prijs* te kopen of zou hij hebben beslist het aandeel *in het geheel niet* te kopen.²⁶⁶ *Transaction causation* houdt zoals ik al opmerkte in dat zonder de misleidende informatie de litigieuze transactie niet – of niet tegen dezelfde voorwaarden – tot stand zou zijn gekomen. Wanneer beide begrippen strikt worden geïnterpreteerd, blijkt dat het hier – althans vanuit dogmatisch oogpunt – om twee verschillende concepten gaat. Dit is gemakkelijk in te zien door uit te gaan van de belegger die in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers zijn aandeel tegen een (als gevolg van misleidende informatie) geïnflateerde prijs heeft gekocht, maar die verder van geen enkele informatie (en dus ook niet van de misleidende informatie) heeft kennis genomen. Strikt genomen is bij deze belegger niet aan de *reliance*-eis voldaan. Hij is bij de aankoop van het litigieuze aandeel immers niet op de misleidende informatie afgegaan, dus zijn beleggingsbeslissing kan er niet door zijn beïnvloed. Voor deze belegger is echter wel voldaan aan het vereiste van *transaction causation*. Bij afwezigheid van de misleiding zou hij namelijk een gunstigere prijs voor zijn aandeel hebben betaald, dus zijn *transactievoorwaarden* zijn onmiskenbaar door de misleiding beïnvloed.

Dit is echter niet het gehele verhaal. In *fraud-on-the-market*-zaken krijgt de traditionele *reliance*-eis namelijk een net iets andere invulling dan in *face-to-face*-zaken. De verklaring hiervoor is de (toepassing van de) *fraud-on-the-market*-theorie. Kort gezegd houdt deze theorie in dat wanneer sprake is van een ‘material misrepresentation’ op een efficiënte markt, de belegger die in het tijdvak van de misleiding aandelen heeft gekocht in beginsel kan worden geacht op de misleidende informatie te hebben vertrouwd.²⁶⁷ Er geldt dan een weerlegbaar vermoeden van *reliance*. Wanneer voor de eerdergenoemde belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd aan de toepassingsvoorwaarden van de *fraud-on-the-market*-theorie²⁶⁸ is voldaan, heeft – zo volgt uit de theorie –

266. Zie over *reliance/transaction causation* in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 99-100; Vandendriessche 2011, nr. 13-22; Haazen 2017, p. 84-85.

267. In § 6.2.3.2 zal ik de *fraud-on-the-market*-theorie uitgebreider bespreken.

268. Zie voor deze toepassingsvoorwaarden de uitspraken *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248 & n. 27 (1988); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 811 (2011); *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 462 en 471-472 (2013); *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268 and 277-278 (2014). Ik wijs erop dat de Supreme Court in de zojuist genoemde Amgen-uitspraak oordeelde dat de eisende beleggers niet reeds in de fase van *class certification* hoeven te bewijzen dat aan het *materiality*-vereiste is voldaan.

ook deze belegger in beginsel²⁶⁹ recht op schadevergoeding.²⁷⁰ Strikt genomen is de beleggingsbeslissing van deze belegger echter niet door de misleidende informatie beïnvloed en is dus geen sprake van (zuivere) *reliance*. Hij heeft namelijk van geen enkele informatie kennis genomen en bij de aankoop van het litigieuze aandeel ‘blind’ vertrouwd op de zuiverheid van de beurskoers. Dit laatste illustreert dat *reliance* in *fraud-on-the-market*-zaken een betekenis heeft die nagenoeg overeenkomt met *transaction causation*.²⁷¹

Bewust houd ik nog een slag om de arm (‘nagenoeg’). Ofschoon *reliance* en *transaction causation* bij misleiding op de publieke effectenmarkt bijna op het hetzelfde neerkomen en meestal op dezelfde gronden worden aangenomen, zijn beide concepten toch niet identiek.²⁷² Dit is althans af te leiden uit één van de stellingen waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd (over deze zogenoemde ‘rebuttals’ kom ik in hoofdstuk 6 uitgebreider te spreken).²⁷³ Zo kan het vermoeden onder meer worden weerlegd ten aanzien van de belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, zoals fiscale, politieke of maatschappelijke overwegingen of diversificatie-overwegingen.²⁷⁴ Hoewel deze belegger wellicht niet van de misleiding op de hoogte was en zijn aandeel in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers heeft gekocht, zou deze belegger ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend was geweest, het aandeel

269. Bewust zeg ik ‘in beginsel’. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan namelijk nog wel worden weerlegd. Zie voor de zogenoemde ‘rebuttals’ waarmee de gedaagde het vermoeden kan (proberen te) weerleggen § 6.2.3.2 *sub b*.

270. Zie in dit verband ook de uitspraken *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 907 (9th Cir. 1975); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1163 (3d Cir. 1986); *Eckstein v. Balcors Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1129 (7th Cir. 1993).

271. Vgl. in dit verband het betoog van Justice Thomas in zijn *concurring opinion* in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 287 and 297 (2014) over ‘Basic’s watered-down reliance requirement’ en ‘[Basic’s] fictional fraud-on-the-market version [of reliance]’ (aanhalingstekens weggelaten en toevoegingen *ACWP*).

272. Vgl. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[2].

273. Zie § 6.2.3.2 *sub b*.

274. Vgl. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988) en *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Ook kan in dit verband nog worden gedacht aan de belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen, omdat hij daarmee stemrecht wilde verwerven in de desbetreffende vennootschap of aan de belegger die genoodzaakt was het aandeel te kopen, omdat hij eerder – voordat de misleiding begon – was *short* gegaan en in het tijdvak van de misleiding werd gedwongen tot een zogenoemde ‘covering purchase’. Zie over het scenario van een gedwongen *covering purchase* ook Smith 2005, p. 1047-1049.

HOOFDSTUK 3

hebben gekocht.²⁷⁵ Er waren voor hem immers andere zwaar(der)wegende (en op zichzelf volstrekt gerechtvaardigde) overwegingen in het spel om het litigieuze aandeel te kopen. Voor deze belegger is dan niet aan het *reliance*-vereiste is voldaan, zo volgt althans uit de rechtspraak.²⁷⁶ Voor deze belegger is daarentegen wel zonder meer voldaan aan het vereiste van *transaction causation*; zonder de misleiding zou hij namelijk een gunstigere prijs voor zijn aandeel hebben betaald.²⁷⁷

De soep wordt echter toch niet zo heet gegeten als zij wordt opgediend. De ervaring leert namelijk dat het de gedaagde zelden lukt het *fraud-on-the-market*-vermoeden aan de hand van de zojuist genoemde *rebuttal* te weerleggen.²⁷⁸ In theorie gaat het dus om een noemenswaardige *rebuttal*,

275. Ook afgezien van de in de hoofdtekst en vorige voetnoot genoemde overwegingen kan het voor de belegger een rationele beleggingsbeslissing zijn om een aandeel te kopen waarvan hij weet dat de koers als gevolg van misleidende informatie is geïnflateerd. Dat is bijvoorbeeld het geval als het litigieuze aandeel de beste risico-/rendementsverhouding heeft in de desbetreffende sector, zelfs als daarbij rekening wordt gehouden met de verwachte koersdaling die zal plaatsvinden op het moment waarop de misleiding bekend wordt.

276. Zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988) en *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Zie verder ook de nog de volgende uitspraken uit de lagere rechtspraak: *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891, 907-908 (9th Cir. 1975); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Kline v. Wolf*, 702 F.3d 400, 403 (2d Cir. 1983); *Fine v. American Solar King Corp.*, 919 F.2d 290, 299 (5th Cir. 1990); *Hanon v. Dataproducts Corp.*, 976 F.2d 497, 507 (9th Cir. 1992); *Semerenko v. Cendant*, 223 F.3d 165, 179 & n.7 (3d Cir. 2000); *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 429-433 (7th Cir. 2015). De twee eerstgenoemde uitspraken worden in *Basic v. Levinson* met instemming door de Supreme Court aangehaald.

277. Een vergelijkbare redenering kan overigens worden gevolgd voor de belegger die *wel* van de misleiding op de hoogte was, maar die desondanks het litigieuze aandeel toch ‘gewoon’ (tegen een geïnflateerde prijs) heeft gekocht. Ook voor deze belegger geldt dat niet aan de *reliance*-eis is voldaan, terwijl zijn *transactievoorwaarden* onmiskenbaar door de misleiding zijn beïnvloed.

278. Voor een uitzondering wijs ik op de uitspraken *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 183 F. Supp. 3d 458, 466-467 (S.D.N.Y. 2016); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 123 F. Supp. 3d 424, 435-438 (S.D.N.Y. 2015); *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal S.A.*, 927 F. Supp. 2d 88, 101-104 (S.D.N.Y. 2013) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016)); *Stark Trading v. Falconbridge Ltd.*, 552 F.3d 568, 571-573 (7th Cir. 2009); *Gianukos v. Loeb Rhoades & Co. Inc.*, 822 F.2d 648, 653-656 (7th Cir. 1987), waarbij ik aanteken dat *Stark Trading v. Falconbridge Ltd.* geen typische *fraud-on-the-market*-zaak betrof en dat *Gianukos v. Loeb Rhoades & Co. Inc.* nog is gewezen in het pre-‘*Basic v. Levinson*’-tijdperk. Zie in het kader van de in de hoofdtekst genoemde *rebuttal* ook nog de uitspraak *Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc.*, 756 F. Supp. 2d 928, 933-934 (N.D. Ill. 2010).

praktisch gezien is zij van niet al te grote betekenis.²⁷⁹ Daarom mag men voor *fraud-on-the-market*-zaken als stelregel hanteren dat *reliance* op hetzelfde neerkomt als *transaction causation*.

Overigens wordt niet alleen bij een *material misrepresentation* op de publieke effectenmarkt (*fraud-on-the-market*) de belegger in zijn bewijslast tegemoet gekomen. Ook bij een *material omission* wordt de bewijslast van de belegger verlicht. In de zaak *Affiliated Ute Citizens v. United States* ('Affiliated Ute') oordeelde de Supreme Court in dit verband dat wanneer sprake is van een 'failure to disclose material facts', een vermoeden van *reliance* kan worden aangenomen.²⁸⁰ Er bestaat echter wel een belangrijk verschil tussen beide vermoedens en dat betreft het toepassingsbereik. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden is in beginsel alleen van toepassing bij – de term zegt het al – misleiding op de (veelal geanonimiseerde) *publieke* effectenmarkt, terwijl het *Affiliated Ute*-vermoeden eigenlijk alleen van toepassing is bij misleiding in het kader van een *face-to-face*-transactie. Voor een nadere uitleg verwijs ik naar hoofdstuk 8.²⁸¹ De hier genoemde vermoedens zijn voor de Amerikaanse *securities litigation*-praktijk van groot belang, omdat dankzij (de beschikbaarheid van) deze vermoedens de handhaving van de misleidingsnormen van het federale effectenrecht kan plaatsvinden via *class actions*. Zonder deze vermoedens zou namelijk iedere eisende belegger afzonderlijk *reliance* moeten aantonen en dat zou als consequentie hebben dat niet langer is voldaan aan de belangrijkste voorwaarde voor *class certification* dat 'the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members'.²⁸²

Tot slot wijs ik erop dat het *reliance*-vereiste een bijzondere betekenis heeft – of anders gezegd: een bijzondere functie vervult – wanneer zogenoemde 'secondary actors' op grond van SEC-regel 10b-5 aansprakelijk worden gesteld. Met *secondary actors* doel ik op de personen of rechtspersonen die weliswaar nauw bij de misleiding van het beleggende publiek door de

279. Zie over de – praktisch gezien – geringe betekenis van het recht van de gedaagde om het *fraud-on-the-market*-vermoeden aan de hand van de hier genoemde *rebuttals* te weerleggen uitgebreid Grundfest 2014, p. 358-363. Zie hierover ook de *concurring opinion* van Justice Thomas in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 296-297 (2014) en de *dissenting opinion* van Justice White in de zaak *Basis v. Levinson*, 485 U.S. 224, 256 & n.7 (1988).

280. *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972). Ik benadruk dat alleen maar sprake kan zijn van aansprakelijkheid voor een 'failure to disclose', als een – daaraan voorafgaande – 'duty to disclose' is geschonden. Zonder (afzonderlijke) *duty to disclose* kan een misleidende omissie niet tot aansprakelijkheid leiden. Zie over deze kwestie uitgebreid § 3.5.7.1 hierna.

281. Zie § 8.2.2.

282. Rule 23(b)(3) van de Federal Rules of Civil Procedure.

HOOFDSTUK 3

vennootschap zijn betrokken, maar die het desbetreffende misleidende document niet zelf hebben ondertekend of gepubliceerd.²⁸³ *Secondary actors* kunnen alleen (naast de vennootschap) aansprakelijk zijn, wanneer (i) zij zelf SEC-regel 10b-5 hebben overtreden (de *secondary actor* kan met andere woorden als *primary violater* worden aangemerkt);²⁸⁴ en (ii) ook aan alle overige vereisten voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 – waaronder het vereiste van *reliance* – is voldaan.²⁸⁵ De grondslag van aansprakelijkheid voor de *secondary actor* kan hierbij zijn gelegen zowel in SEC-regel 10b-5 sub b (het geven van een misleidende voorstelling van zaken), als in SEC-regel 10b-5 sub a jo. sub c (anderszins frauduleus en/of manipulatief handelen). Uit de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta* ('Stoneridge') blijkt dat als de aansprakelijkheid van de *secondary actor* is gebaseerd op SEC-regel 10b-5 sub a jo. sub c, de basis voor het aannemen van *reliance* erg smal is.²⁸⁶ Volgens de Supreme Court is alleen aan de *reliance*-eis voldaan wanneer het beleggende publiek op de hoogte is – of verondersteld kan worden op de hoogte te zijn – van de handelingen van de *secondary actor* die aan het misleidende document ten grondslag liggen.²⁸⁷ Kan een zodanige relatie tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds (het gedrag van de) *secondary actor* niet worden gelegd, dan kunnen de benadeelde beleggers niet worden geacht op (het gedrag van) de *secondary actor* te hebben vertrouwd.²⁸⁸ Althans niet op een wijze die direct genoeg is om aansprakelijkheid aan te nemen op grond van SEC-regel 10b-5, aldus – geparafraseerd – de Supreme Court.²⁸⁹

Na de *Stoneridge*-uitspraak uit 2008 heeft de Supreme Court zich in het voorjaar van 2011 in de zaak *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders* nogmaals over de aansprakelijkheid van *secondary actors* uitgelaten.²⁹⁰ Gelet op het feit dat deze uitspraak – in tegenstelling

283. Eventueel hebben de *secondary actors* het misleidende document wel mede opgesteld.

284. De betrokkenheid van de *secondary actor* die ook *zelf* een norm heeft overtreden (of althans, kan worden geacht zelf een norm te hebben overtreden), gaat dus verder dan de betrokkenheid van degene die slechts als helper ('aider') of medeplichtige ('abettor') is opgetreden. Met *aiders* en *abettors* worden de personen of rechtspersonen bedoeld die niet *zelf* een norm hebben overtreden, maar die slechts hebben geholpen of geassisteerd bij de normschending van een *ander*.

285. Vgl. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.25[3].

286. *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148 (2008).

287. *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 159-161 (2008).

288. *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 160-161 (2008).

289. In de woorden van de Supreme Court: '(...) respondents deceptive acts, which were not disclosed to the investing public, are too remote to satisfy the requirement of reliance.', *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 161 (2008).

290. *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 564 U.S. 135 (2011).

tot de Stonerdige-uitspraak – niet in de sleutel van *reliance* staat en gelet op het feit dat zij voor het onderhavige onderzoek minder van belang is, laat ik haar hier verder rusten.

3.5.5.3 *Loss causation*

Naast het vereiste *reliance/transaction causation* moet ook zijn voldaan aan het vereiste van *loss causation*.²⁹¹ *Loss causation* heeft betrekking op het causaal verband tussen (het publiceren van) de misleidende informatie en het door de belegger gevorderde vermogensverlies of anders gezegd: op het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger gestelde beleggingsschade. Het *loss causation* vereiste is met de invoering van de PSLRA in de wet gecodificeerd, zie Section 21D(b)(4) Securities Exchange Act. Op grond van deze bepaling rust op de belegger de bewijslast *loss causation* aan te tonen:

‘In any private action arising under this title, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this title caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages.’

Evenals *reliance/transaction causation* is ook *loss causation* een moeilijk te duiden begrip. Naar mijn interpretatie heeft het begrip twee betekenissen of anders gezegd: vervult het twee functies (die overigens in elkaars verlengde liggen). In de eerste plaats vervult *loss causation* de functie van het toerekeningsverband zoals wij dat kennen in het Nederlandse recht. Slechts de schade die *rechtens* in voldoende causaal verband staat met de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis, komt voor vergoeding in aanmerking. Een voorbeeld van deze toepassing van *loss causation* is de wijze waarop de verplichting tot schadevergoeding wordt ingeperkt voor de belegger die zonder de misleidende informatie de litigieuze transactie *in het geheel niet* zou zijn aangegaan. Voor deze belegger komt slechts het beleggingsverlies dat *direct* op de misleidende informatie is terug te voeren, voor vergoeding in aanmerking. Het deel van het beleggingsverlies dat is toe te schrijven aan (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico’s, wordt niet vergoed. Voor dat deel vormt de misleiding namelijk niet een voldoende nabije oorzaak, zodat voor dat deel niet aan de *loss causation*-eis is voldaan.

In de tweede plaats heeft het vereiste van *loss causation* een betekenis die vooral van belang is voor *fraud-on-the-market*-zaken. In deze zaken

291. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[3]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1152-1165. Zie over het vereiste van *loss causation* in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 100-101; Vandendriessche 2011, nr. 23-38; Olden 2016, p. 175-177; Haazen 2017, p. 85.

HOOFDSTUK 3

wordt aan de hand van *loss causation* bepaald wanneer koersschade (bestaande uit betaalde koersinflatie en/of geleden koersverlies) kan worden aangemerkt als *rechtens relevante* schade (en in welke mate deze schade vervolgens voor vergoeding in aanmerking komt). In de uitspraak *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* oordeelde de Supreme Court in dit verband dat (door misleiding veroorzaakte) koersinflatie op zichzelf geen rechtens relevante schade vormt en op zichzelf niet voor vergoeding in aanmerking komt (*‘an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss’*).²⁹² Vanaf het moment waarop de belegger het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde prijs heeft gekocht, kan namelijk nog van alles gebeuren alvorens de koersinflatie zich (aan de buitenwereld) manifesteert in de vorm van een koersdaling. De belegger kan bijvoorbeeld voor het bekend worden van de misleiding zijn aandeel weer verkopen en de potentiële koersschade daarmee afwenden. Koersinflatie komt daarom pas voor vergoeding in aanmerking, als en voor zover de misleiding naar buiten komt en de koers *dientengevolge* daalt, aldus vrij vertaald de Supreme Court.²⁹³ In hoofdstuk 6 kom ik over de uitspraak *Dura Pharmaceuticals v. Broudo* en het vereiste van *loss causation* nader te spreken.

3.5.5.4 *Reasonable reliance*

Het Amerikaanse effectenrecht kent – anders dan het Nederlandse recht – geen wettelijk verankerd eigenschuldverweer. Wel kent het Amerikaanse effectenrecht de eis dat *reliance* ‘reasonable’ moet zijn.²⁹⁴ Deze eis van *reasonable reliance* (soms ook wel genoemd ‘justifiable reliance’) geldt naast de eis van feitelijke *reliance/transaction causation*. Hoewel niet identiek, is het vereiste van *reasonable reliance* (letterlijk: redelijk/gerechvaardigd vertrouwen) enigszins te vergelijken met het Nederlandse eigenschuldverweer. Het vereiste komt er kort gezegd op neer dat (vast moet komen te staan dat) de eisende belegger – in het licht van alle omstandigheden van het geval – *redelijkerwijs* op de misleidende informatie kon en mocht vertrouwen.²⁹⁵ Het is in beginsel aan de belegger om aan te tonen dat hieraan is voldaan.

292. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

293. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342-343 (2005).

294. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.10[7].

295. Zie onder meer de uitspraken *Starr ex rel. Estate of Sampson v. Georgeson Shareholder, Inc.*, 412 F.3d 103, 109-110 (2d Cir. 2005); *Semerenco v. Cendant*, 223 F.3d 165, 179 (3d Cir. 2000); *Zlotnick v. Tie Communications*, 836 F.2d 818, 822 (3d Cir. 1988); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Atari Corp. V. Ernst & Whinney*, 981 F.2d 1025, 1030 (9th Cir. 1992); *Zobrist v. Coal-X, Inc.*, 708 F.2d 1511, 1516-1517 (10th Cir. 1983).

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

Een belangrijke toepassing van het leerstuk van *reasonable reliance* in *fraud-on-the-market*-zaken is dat de vennootschap niet aansprakelijk is jegens die beleggers die hun aandeel hebben gekocht nadat nieuwe informatie bekend is geworden waarmee de eerdere misleidende informatie werd gecorrigeerd.²⁹⁶ De gedachte is dat deze beleggers redelijkerwijs niet meer mochten vertrouwen op de – inmiddels verouderde – misleidende informatie.²⁹⁷ Een andere toepassing van *reasonable reliance* in *fraud-on-the-market*-zaken is dat de vennootschap niet aansprakelijk is jegens de beleggers die, toen zij het litigieuze aandeel kochten, van de misleiding op de hoogte waren of daarvan op de hoogte konden zijn.²⁹⁸ Ook deze beleggers kunnen immers niet gerechtvaardigd op de misleidende informatie hebben vertrouwd (of althans, kunnen niet worden geacht daarop gerechtvaardigd te hebben vertrouwd).²⁹⁹

Een voorbeeld van de toepassing van het leerstuk van *reasonable reliance* in zowel *fraud-on-the-market*-zaken als *face-to-face*-zaken is dat de vennootschap niet aansprakelijk kan worden gehouden voor een onjuiste en/of onvolledige mededeling die vergezeld gaat van betekenisvolle waarschuwingen.³⁰⁰ De gedachte is dat voor zover een dergelijke mededeling – op zichzelf bezien – misleidend is, het misleidende karakter wordt weggenomen met de waarschuwingen waarmee de mededeling is omgeven, zodat de belegger zich er redelijkerwijs niet door kan laten misleiden. Ik benadruk dat aansprakelijkheid voor een dergelijke mededeling alleen maar kan afstuiten op het vereiste van *reasonable reliance*, wanneer de waarschuwingen *betekenisvol* zijn en zij voldoende specifiek de elementen adresseren die de mededeling (op zichzelf bezien) een misleidend karakter geven. Algemeen – of in vage bewoordingen – geformuleerde waarschuwingen volstaan in principe niet. In essentie is

296. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Semerenco v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165, 181 (3d Cir. 2000); *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 917 F. Supp. 2d 246, 254-255 (S.D.N.Y. 2013); *Maverick Fund, L.D.C. v. Comverse Technology, Inc.*, 801 F. Supp. 2d 41, 55-56 (E.D.N.Y. 2011).

297. De uitkomst dat de vennootschap niet aansprakelijk is jegens de beleggers die hun aandeel hebben gekocht nadat nieuwe informatie bekend is geworden waarmee de eerdere misleidende informatie werd gecorrigeerd, kan overigens ook in de sleutel staan van het *materiality*-vereiste of in de sleutel van het *truth-on-the-market*-verweer. Het laatstgenoemde verweer behandel ik in § 6.2.3.2 *sub b*.

298. Vgl. *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 917 F. Supp. 2d 246, 254-255 (S.D.N.Y. 2013).

299. Zie in dit verband ook mijn bespreking van de tweede *rebuttal* waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd in § 6.2.4.2 *sub b* onder het tweede kopje 'Belegger vermoedde de misleiding of was hiervan op de hoogte'.

300. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.10[7].

HOOFDSTUK 3

deze toepassing van *reasonable reliance* eigenlijk niets anders dan de eerder besproken *bespeaks caution doctrine* (zie § 3.5.3.3). Het gaat hier om twee kanten van dezelfde medaille.

Bij het oordeel over de vraag of aan de eis van *reasonable reliance* is voldaan, spelen verschillende factoren een rol.^{301, 302} Uit de rechtspraak blijkt dat vooral de deskundigheid en/of ervaring van de eisende belegger een belangrijke factor is.³⁰³ In het algemeen geldt dat hoe deskundiger en/of meer ervaren de belegger is, des te minder snel aan de eis van *reasonable reliance* is voldaan en des te zwaarder de stelplicht en bewijslast van de belegger. Overigens past hierbij wel de kanttekening dat de enkele omstandigheid dat de eisende belegger over een bepaalde deskundigheid en/of ervaring beschikt, *op zichzelf* meestal onvoldoende is aan te nemen dat niet aan de eis is voldaan.³⁰⁴ Doorgaans zijn bijkomende omstandigheden vereist.

Naast het vereiste van *reasonable reliance* is in de rechtspraak ook de zogenoemde ‘plaintiff’s due diligence requirement’ ontwikkeld.³⁰⁵ Deze *due diligence*-plicht houdt kort gezegd in dat de benadeelde belegger alleen maar voor schadevergoeding in aanmerking komt, wanneer hij ten tijde van het aangaan van de litigieuze transactie voldoende voorzichtig en oplettend heeft gehandeld.³⁰⁶ In tegenstelling tot het vereiste van *reasonable reliance* is de *due diligence*-plicht van de belegger als een verweer geconstrueerd. De stelplicht en bewijslast rusten dus op de

301. Zie onder meer de uitspraken *Emergent Capital Inv. Mgt., LLC v. Stonepath Group Inc.*, 343 F.3d 189, 195 (2d Cir. 2003); *Rubin v. Schottenstein, Zox & Dunn*, 143 F.3d 263, 269 (6th Cir. 1998); *Brown v. E.F. Hutton Group, Inc.*, 991 F.2d 1020, 1032 (2d Cir. 1993); *Zobrist v. Coal-X, Inc.*, 708 F.2d 1511, 1516-1517 (10th Cir. 1983).

302. Zie voor een opsomming van de factoren die in het kader van (het oordeel over) *reasonable reliance* een rol kunnen spelen onder meer de uitspraken *Brown v. E.F. Hutton Group, Inc.*, 991 F.2d 1020, 1032 (2d Cir. 1993); *Molecular Technology Corp. v. Valentine*, 925 F.2d 910, 918 (6th Cir. 1991); *Zobrist v. Coal-X, Inc.*, 708 F.2d 1511, 1516 (10th Cir. 1983).

303. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Ashland Inc. v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 652 F.3d 333, 338 (2d Cir. 2011); *ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd.*, 493 F.3d 87, 105 (2d Cir. 2007); *Emergent Capital Inv. Mgt., LLC v. Stonepath Group Inc.*, 343 F.3d 189, 196 (2d Cir. 2003); *Harsco Corp. v. Segui*, 91 F.3d 337, 345-346 (2d Cir. 1996); *Lazard Freres & Co. v. Protective Life Insurance Co.*, 108 F.3d 1531, 1542 (2d Cir. 1997).

304. Vgl. *Rubin v. Schottenstein, Zox & Dunn*, 143 F.3d 263, 269 (6th Cir. 1998).

305. Zie onder meer de uitspraken *Dupuy v. Dupuy*, 551 F.2d 1005 (5th Cir. 1977); *Thompson v. Barney, Harris Upham & Co., Inc.*, 709 F.2d 1413 (11th Cir. 1983)

306. Zie hierover *Hazen*, 4 *Law Securities Regulation* § 12.21[1]; *Loss, Seligman & Paredes* 2018, p. 2005-2007.

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

gedaagde. Het verweer kent een beperkt toepassingsbereik en heeft eigenlijk alleen betekenis voor *face-to-face*-zaken.

Anders dan het Nederlandse eigenschuldverweer, laat het Amerikaanse *due diligence*-verweer geen tussenoplossingen toe. Wordt het verweer gehonoreerd, dan komt de aansprakelijkheid van de gedaagde dus in beginsel volledig te vervallen en wordt het verweer verworpen, dan is de gedaagde in beginsel onverminderd (en voor de gehele schade) aansprakelijk. Een ander verschil met het Nederlandse eigenschuldverweer is dat alleen succesvol een beroep op het *due diligence*-verweer kan worden gedaan, wanneer de benadeelde belegger een hoge mate van schuld treft. Slechts wanneer het onvoorzichtige en/of onoplettende gedrag van de belegger kan worden aangemerkt als – wat ik aanduid met – ernstig verwijtbaar, wordt het verweer eventueel gehonoreerd.³⁰⁷ Dit laatste houdt verband met het *scienter*-vereiste.³⁰⁸ Op grond van dit vereiste is de gedaagde namelijk alleen aansprakelijk als hij heeft gehandeld met een geestesgesteldheid die grenst aan opzet ('a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud')³⁰⁹ en dat heeft als consequentie dat ook het gedrag van de eisende belegger niet al te streng³¹⁰ mag worden beoordeeld (en derhalve niet al te gemakkelijk mag worden veroordeeld).

3.5.6 De schade (begrotingsmaatstaf)

Voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 is tot slot vereist dat de eisende belegger als gevolg van de misleiding schade heeft geleden.³¹¹ Op de belegger rusten de stelplicht en bewijslast ten aanzien van het bestaan en de omvang van zijn schade.³¹² In de beginfase van de procedure, de zogenoemde 'pleading stage', hoeft de belegger echter nog niet tot in detail (de omvang van) zijn schadeposten uiteen te zetten. Voldoende is dat hij aannemelijk maakt dat hij enige schade heeft geleden.

Schadevaststelling en –vergoeding bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 zijn een beetje een schemergebied. Er bestaan namelijk niet echt algemene regels voor de wijze waarop de schade in een concreet

307. De verschillende *circuits* zijn enigszins verdeeld over de vraag welke schuldgraad precies is vereist om het verweer te laten slagen. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.21[1].

308. Vgl. Brown v. Earthboard Sports, USA, Inc., 481 F.3d 901 (6th Cir. 2007); Atari Corp. v. Ernst & Whinney, 981 F.2d 1025 (9th Cir. 1992).

309. Aldus Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 193-194 & n. 12 (1976).

310. Streng vanuit het oogpunt van de benadeelde belegger.

311. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12; Loss, Seligman & Paredes 2018, p. 1882.

312. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[1][A].

HOOFDSTUK 3

geval moet worden vastgesteld. Ook is in algemene zin niet echt duidelijk welke schade(posten) in welke mate voor vergoeding in aanmerking komt (komen). Dit gebrek aan algemene regels is in de eerste plaats terug te voeren op een relatieve schaarste aan beschikbare rechtspraak.³¹³ Zo worden enerzijds veel vorderingen reeds in een vroeg stadium van de procedure afgewezen. Anderzijds worden veel zaken vroegtijdig geschikt, zodat veel zaken niet het stadium van de procedure bereiken waarin de schade(vergoeding) wordt vastgesteld. En als zaken dit stadium wel bereiken, blijkt daarnaast dat de verschillende (District Courts binnen de verschillende) *circuits* bij de schadevaststelling soms nogal uiteenlopende benaderingen kunnen hanteren. Zo is niet altijd even duidelijk onder welke omstandigheden een bepaalde schadebegrotingsmaatstaf al dan niet mag worden toegepast (zie over de verschillende maatstaven hierna). Dit maakt het lastig algemene regels uit de rechtspraak te destilleren.

Niettegenstaande dit gebrek aan eenduidigheid gelden voor schadevaststelling bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 twee basisprincipes.³¹⁴ Dat is in de eerste plaats het principe dat slechts de *werkelijk geleden* schade wordt vergoed.³¹⁵ Dit uitgangspunt is wettelijk verankerd in Section 28(a)(1) Securities Exchange Act.³¹⁶

‘(...) No person permitted to maintain a suit for damages under the provisions of this title shall recover, through satisfaction of judgment in one or more actions, a total amount in excess of his actual damages on account of the act complained of (...).’

Het beginsel dat slechts de *werkelijk geleden* schade wordt vergoed, biedt op zichzelf niet zoveel houvast.³¹⁷ Zolang namelijk niet duidelijk is op welke wijze de schade in een concreet geval moet worden vastgesteld en welke schadebegrotingsmaatstaf daarbij moet worden toegepast, is eveneens onduidelijk wat het begrip ‘werkelijk geleden schade’ nu precies inhoudt. In het verlengde van het uitgangspunt dat slechts de werkelijk geleden schade wordt vergoed, geldt in de tweede plaats dat bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 geen ruimte is voor (vergoeding

313. Idem.

314. Vgl. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[1][A]-[B].

315. Zie over dit principe Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[1][C].

316. Voor een nogal strikte interpretatie van deze bepaling wijs ik op het betoog van Grundfest 2014, p. 366-367.

317. Geheel zonder betekenis is het beginsel echter niet. Zo is hieruit onder meer af te leiden dat het voor een belegger niet mogelijk is om dubbele schadevergoeding te ontvangen (in de zin dat hij dezelfde schade twee keer krijgt vergoed). Zie in dit verband onder meer de uitspraak *Ambassador Hotel Co. v. Wei-Chuan Investment*, 189 F.3d 1017, 1030-1031 (9th Cir. 1999).

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

van) zogenoemde ‘punitive damages’.³¹⁸ De benadeelde belegger kan alleen aanspraak maken op *punitive damages*, wanneer hij naast een vordering tot schadevergoeding uit hoofde van SEC-regel 10b-5 tevens een vordering op grond van *common law fraud* instelt.³¹⁹ Onder *common law fraud* zijn *punitive damages* namelijk wel toegestaan.³²⁰

Hoewel over schadevaststelling bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 dus nog de nodige onduidelijkheid bestaat, heeft dit de federale rechter er niet van weerhouden voor bepaalde (categorieën van) gevallen specifieke schadebegrotingsmaatstaven te ontwikkelen.³²¹ De belangrijkste maatstaven bespreek ik hier kort.

Verreweg de belangrijkste maatstaf voor het onderhavige onderzoek is de zogenoemde ‘out-of-pocket measure’.³²² Deze maatstaf is afkomstig uit de *common law of deceit* en houdt in dat de schade wordt vastgesteld op het verschil tussen de prijs die de belegger voor de litigieuze effecten heeft betaald en de werkelijke waarde (‘fair value’) van deze effecten toen hij de litigieuze transactie aanging.³²³ De meeste federale rechtbanken en gerechtshoven lijken het erover eens te zijn dat bij misleiding op de publieke effectenmarkt (*fraud-on-the-market*) de *out-of-pocket*-maatstaf de geëigende maatstaf is. Dit betekent overigens niet dat in *fraud-on-the-market*-zaken de aldus vastgestelde schade ook daadwerkelijk (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. Zo kan het vergoeden van de (volledige)

318. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Manufacturers Hanover Trust Co. v. Drysdale Securities Corp.*, 801 F.2d 13, 29 (2d Cir. 1986); *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F.2d 1104, 1139 (5th Cir. 1988).

319. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[1][B].

320. Zie onder meer de uitspraak *Cyrak v. Lemon*, 919 F.2d 320, 326 (5th Cir. 1990).

321. Zie voor een overzicht Wang 2010. Zie ook de enigszins gedateerde – maar nog immer informatieve – overzichtsartikelen: Leas 1974; Jacobs 1977; Mullaney 1977; Thompson 1984.

322. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[2] – § 12.12[3]. Zie over deze maatstaf in het kader van *securities fraud class actions* ook Grundfest 2014, p. 363-367.

323. *Randall v. Loftsgaarden*, 478 U.S. 647, 662 (1986); *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972); *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 168 (2d Cir. 1980); *Semerenko v. Cendant*, 223 F.3d 165, 184-186 (3d Cir. 2000); *Sowell v. Butcher & Singer, Inc.*, 926 F.2d 289, 297 (3d Cir. 1991); *Harris Trust & Sav. Bank v. Ellis*, 810 F.2d 700, 706-707 (7th Cir. 1987); *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 908-909 (9th Cir. 1975). Zie over de *out-of-pocket*-maatstaf ook de bekende *concurring opinion* van Judge Sneed in de zaak *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1344-1346 (9th Cir. 1976).

HOOFDSTUK 3

schade onder meer nog afstuiten op het vereiste van *loss causation* en op de zogenoemde ‘PSLRA’s damages cap’.³²⁴

Een andere maatstaf die in het kader van SEC-regel 10b-5 wordt gehanteerd, is ‘rescission’ of ‘rescission damages’.³²⁵ Dit is de maatstaf die ook wordt gehanteerd bij aansprakelijkheid uit hoofde van Section 12 Securities Act (zie hierover § 3.4.2 en § 3.4.4.5). Deze maatstaf geeft de benadeelde belegger recht op *ontbinding* (‘rescission’) van de litigieuze transactie indien hij zijn effecten nog niet heeft verkocht. Met ontbinding wordt hier bedoeld dat de belegger onder aanbidding (‘tender’) van de litigieuze effecten de door hem betaalde koopprijs (verminderd met eventueel ontvangen uitkeringen) krijgt gerestitueerd. Heeft de belegger zijn effecten inmiddels wel verkocht, dan heeft hij volgens deze maatstaf recht op *schadevergoeding* ten bedrage van de koopprijs verminderd met de verkoopprijs (en eventueel ontvangen uitkeringen). In dit verband wordt ook wel gesproken van een zogenoemde ‘rescissory measure of damages’. Hoewel aan de maatstaf van *rescission* impliciet de veronderstelling ten grondslag ligt dat bij afwezigheid van de misleiding de vermogenspositie van de belegger ongewijzigd zou zijn gebleven, betekent dit uitdrukkelijk niet dat de belegger voor de aldus vastgestelde schade ook daadwerkelijk (volledig) wordt gecompenseerd. Voor zover het door de belegger geleden koersverlies primair is terug te voeren op (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico’s en niet op de misleidende informatie, kan zijn schadevergoeding namelijk nog worden beperkt via het vereiste van *loss causation*.

Ook de zogenoemde ‘benefit-of-the-bargain measure’ is een maatstaf die in het kader van SEC-regel 10b-5 wordt gehanteerd.³²⁶ Evenals de eerdergenoemde maatstaven is ook deze maatstaf afkomstig uit de *common law fraud*. Zij is vergelijkbaar met (de vergoeding van) het ‘positieve contractsbelang’ zoals we dat kennen uit het Nederlandse recht en zij houdt in dat de belegger in de situatie dient te worden gebracht waarin hij zou hebben verkeerd als de thans aan hem verstrekte infor-

324. Zie over het vereiste van *loss causation* uitgebreid § 6.3 en zie over de PSLRA’s *damages cap* § 3.5.8.2 en § 6.4.3.

325. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[2]. Zie in verband met de maatstaf *rescission of rescission damages* onder meer de uitspraken *Sowell v. Butcher & Singer, Inc.*, 926 F.2d 289, 297 (3d Cir.1991); *In re Letterman Bros. Energy Securities Litigation*, 799 F.2d 967, 972 (5th Cir. 1986); *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534, 554 (5th Cir. 1981); *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 909 (9th Cir. 1975). Zie in dit verband ook de bekende *concurring opinion* van Judge Sneed in de zaak *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1341-1344 (9th Cir. 1976).

326. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[2].

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

matie juist en volledig (lees: niet-misleidend) was geweest.³²⁷ Uit de rechtspraak blijkt dat de *benefit-of-the-bargain*-maatstaf slechts in bepaalde specifieke gevallen kan worden toegepast.³²⁸ Zo kan zij alleen worden toegepast wanneer sprake is van een *privity*-relatie tussen de belegger en de aansprakelijke.³²⁹ Daarnaast is voor toepassing van deze maatstaf vereist dat de relevante normschending kan worden opgevat als wanprestatie ('breach of promise') en deze niet louter is gelegen in het geven van een misleidende voorstelling van zaken in de *precontractuele* fase.

Tot slot wordt bij aansprakelijkheid wegens handel met voorwetenschap gebruik gemaakt van het instrument 'disgorgement' (winstafdracht).³³⁰ Volgens deze maatstaf moet degene die zich op onrechtmatige wijze heeft schuldig gemaakt aan handel met voorwetenschap, zijn daarmee behaalde winsten afstaan aan de benadeelde(n).³³¹ De vraag kan overigens worden gesteld hoe de maatstaf van winstafdracht zich precies verhoudt tot het wettelijke uitgangspunt dat slechts de *werkelijk geleden* schade wordt vergoed (zie de zojuist geciteerde Section 28(a)(1) Securities Exchange Act). Deze interessante vraag laat ik verder rusten.

In zijn gezaghebbende handboek 'Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulations' merkt Hazen op dat de toe te passen schadebegrotingsmaatstaf afhankelijk is van de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt.³³² Legt de belegger aan zijn vordering ten grondslag dat hij zonder de misleiding de litigieuze effecten *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan is volgens Hazen *rescission* (of *rescission damages*) de aangevoerde maatstaf.³³³ Legt de belegger daarentegen aan zijn vordering ten

327. Ik wijs erop dat hier uitdrukkelijk *niet* staat dat de belegger in de situatie dient te worden gebracht waarin hij zou hebben verkeerdt als hem *juiste en volledige informatie zou zijn verstrekt*.

328. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Ausa Life Insurance Co. v. Ernst & Young*, 39 Fed. Appx. 667, 671 (2d Cir. 2002); *McMahan & Co. v. Warehouse Entertainment, Inc.*, 65 F.3d 1044 (2d Cir. 1995); *Pelletier v. Stuart-James Co.*, 863 F.2d 1550, 1558 (11th Cir. 1989). Zie ook relatief recent de uitspraak *Dusek v. JPMorgan Chase & Co.*, 132 F. Supp. 3d 1330, 1352-1353 (M.D. Fla. 2015).

329. Dat de maatstaf alleen kan worden toegepast wanneer sprake is van een *privity*-relatie, hangt samen met het feit dat het hier van origine om een contractuele remedie gaat.

330. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[2].

331. Ik schrijf bewust 'op *onrechtmatige wijze* schuldig maken aan handel met voorwetenschap', aangezien handel met voorwetenschap onder het Amerikaanse federale effectenrecht niet per definitie is verboden. Deze kwestie gaat het bestek van het onderhavige onderzoek te buiten, dus die laat ik hier verder rusten. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.17.

332. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.12[2].

333. Ik wijs erop dat *rescission* niet de geschikte maatstaf is, wanneer de aansprakelijke niet de wederpartij is van de belegger bij de litigieuze transactie.

HOOFDSTUK 3

grondslag dat zijn schade is gelegen in een door de misleiding veroorzaakte inflatie in de koers, dan is de *out-of-pocket measure* volgens hem de geëigende maatstaf. Hoewel mij op deze plaats enige bescheidenheid past, zou ik als het gaat om schadevaststelling in *fraud-on-the-market*-zaken graag een nuancerende kanttekening bij dit betoog willen plaatsen. In *fraud-on-the-market*-zaken maakt het voor de toe te passen schadebegrotingsmaatstaf mijns inziens namelijk niet uit op welke wijze de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt.³³⁴ Ongeacht de feitelijke grondslag waarmee de belegger zijn vordering onderbouwt, wordt in deze zaken standaard de *out-of-pocket measure* toegepast. Dat de belegger de door hem betaalde koersinflatie als schadevergoeding eist, wordt daarmee dus min of meer als vanzelfsprekend verondersteld.

3.5.7 *Aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 wegens het schenden van een in de rechtspraak ontwikkelde publicatieverplichting*

3.5.7.1 *Inleiding*

SEC-regel 10b-5 is de algemene ('catch-all') anti-fraudebepaling van de Securities Exchange Act. Kort gezegd wordt met deze regel verboden een misleidende voorstelling van zaken te geven (sub b) of (anderszins) frauduleus en/of manipulatief te handelen (sub a jo. sub c) in verband met de aan- of verkoop van effecten (zie reeds § 3.5.1). Het geven van een misleidende voorstelling van zaken als bedoeld in sub b, omvat mede het creëren van een misleidend beeld door het achterhouden van relevante informatie (de misleidende *omissie*). SEC-regel 10b-5 bevat echter geen zelfstandige verplichting tot het publiceren van informatie.³³⁵ De verplichting tot het publiceren van informatie ('duty to disclose') kan in beginsel alleen voortvloeien uit de wet (of daarvan afgeleide regelgeving) of uit een bepaalde 'fiduciare' relatie.³³⁶ Dit betekent dat in beginsel alleen sprake kan zijn van aansprakelijkheid voor een misleidende ommissie, wanneer daar een afzonderlijke publicatieverplichting aan ten grondslag ligt. Zo kan – in tegenstelling tot het Nederlandse recht – een

334. Voor het Nederlands recht sta ik een andere benadering voor. Naar Nederlands recht zou voor het causaal verband en de schadevaststelling mijns inziens namelijk wel steeds goed moeten worden onderscheiden naar de feitelijke grondslag waarmee de eisende belegger zijn vordering onderbouwt. Deze kwestie komt in Deel IV en Deel V uitgebreid aan bod.

335. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.19[1].

336. In verband met de informatieverplichting die voortvloeit uit een 'fiduciare' relatie, wijs ik – bij wijze van voorbeeld – op de bekende 'disclose or abstain rule', de kernregel die bij handel met voorwetenschap in acht moet worden genomen. Zie over deze regel reeds § 3.5.2 *sub a*.

beursvennootschap in beginsel niet aansprakelijk worden gehouden voor het niet publiceren van voorwetenschap, simpelweg omdat het Amerikaanse federale effectenrecht een dergelijke publicatieverplichting niet kent.³³⁷ In de woorden van de Supreme Court: ‘Silence, absent a duty to disclose, is not misleading under Rule 10b-5’.³³⁸ Besluit de vennootschap echter – al dan niet op grond van een (wettelijke) verplichting – eenmaal met een mededeling naar buiten te treden, dan moet de daarin opgenomen informatie juist en *volledig* zijn. Een vennootschap kan dus wel voor een misleidende *omissie* aansprakelijk zijn, wanneer zij in een actief *gepubliceerde* mededeling relevante informatie achterhoudt. Dit laatste volgt letterlijk uit de bewoordingen van SEC-regel 10b-5: ‘It shall be unlawful (...) to omit to state a material fact necessary in order *to make the statements made*, in light of the circumstances under which they were made, *not misleading*’ (curs. *ACWP*).³³⁹

Naast de verplichting in een actief gepubliceerde mededeling juiste en volledige informatie op te nemen, kan op een vennootschap onder omstandigheden ook de verplichting rusten om naderhand – naar aanleiding van nieuwe ontwikkelingen en/of nieuw bekend geworden feiten – een eerder gepubliceerde mededeling te corrigeren en/of *up-to-date* te houden. Deze zogenoemde ‘duty to correct’ en ‘duty to update’ bespreek ik hierna kort in § 3.5.7.2. In het verlengde van deze *duty to correct* en *duty to update* ga ik in § 3.5.7.3 respectievelijk § 3.5.7.4 in op de vraag hoe de vennootschap moet omgaan met geruchten die in de markt over haar circuleren en met mededelingen over haar afkomstig van derden. Hierbij besteed ik mede aandacht aan de vraag of de vennootschap voor (het niet corrigeren van) dergelijke geruchten en/of externe mededelingen met succes aansprakelijk kan worden gesteld.

3.5.7.2 De ‘duty to correct’ en de ‘duty to update’

Hoewel in de praktijk soms lastig te onderscheiden, bestaat theoretisch gezien een helder onderscheid tussen enerzijds de *duty to correct* en

337. Zie over het ontbreken van een verplichting tot ‘continuous disclosure’ in het Amerikaanse federale effectenrecht onder meer de lezenswaardige uitspraak *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F.3d 806, 810 (7th Cir. 2001), geconcipieerd door de bekende Judge Easterbrook. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Hoff 2011, p. 27-33.

338. *Basic v. Levison*, 485 U.S. 224, 239 & n. 17 (1988); *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 44-45 (2011).

339. SEC-regel 10b-5 sub b. Zie voor de letterlijke tekst: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

HOOFDSTUK 3

anderzijds de *duty to update*.³⁴⁰ Van een *duty to correct* kan sprake zijn, wanneer uit nieuw bekend geworden feiten blijkt dat een in het verleden gepubliceerde mededeling – waarvan eerder werd aangenomen dat deze juist en volledig was – misleidend was *op het moment waarop zij werd gedaan*. Van een *duty to update* kan sprake zijn, wanneer een eerder gepubliceerde mededeling – die op het moment waarop zij werd gedaan juist en volledig (en dus niet misleidend) was – in het licht van nieuwe ontwikkelingen een *misleidend karakter* krijgt.³⁴¹

Over de *duty to correct* lijkt de rechtspraak redelijk eensgezind.³⁴² Algemeen wordt aangenomen dat wanneer de vennootschap er na verloop van tijd achter komt dat een eerder door haar gedane mededeling *op het moment van publicatie* onjuist en/of onvolledig was, zij deze mededeling moet corrigeren als aan twee voorwaarden is voldaan.³⁴³ Ten eerste moet de geconstateerde onjuistheid en/of onvolledigheid van zodanige aard zijn dat hierdoor een misleidend beeld is ontstaan dan wel dreigt te ontstaan. Ten tweede moet de in het verleden gedane mededeling nog steeds actualiteitswaarde hebben, in die zin dat zij – ook in het licht van nieuwe ontwikkelingen – door het beleggende publiek nog steeds als relevant wordt beschouwd (*‘the prior statement must remain alive in the*

340. Zie over de *duty to update* en de *duty to correct* in de literatuur Mendelsohn & Brush 2015; Porter 2000; Gwyn & Matton 1997; Rosenblum 1991. Zie hierover ook Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.19[10]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1047-1061. En zie hierover in de Nederlandse literatuur Hoff 2011, p. 42-43. Helaas bespreekt Hoff slechts één uitspraak uit 1979 en laat hij niet zijn licht schijnen over uitspraken van recentere datum.

341. De *duty to update* moet onderscheiden worden van de publicatieverplichting die kan ontstaan, wanneer de vennootschap (na verloop van tijd) bij het beleggende publiek de reputatie heeft opgebouwd om relevante informatie waarover zij beschikt steeds onverwijld te publiceren, zonder dat daar een *wettelijke* verplichting aan ten grondslag ligt. Deze zogenoemde ‘pattern theory of disclosure’ is expliciet verworpen door de (appelrechter van de) Eight Circuit in de uitspraak *Minneapolis Firefighters’ Relief Association v. MEMC Electronic Materials, Inc.*, 641 F.3d 1023, 1028-1029 (8th Cir. 2011).

342. Zie onder meer de uitspraken *Backman v. Polaroid Corp.*, 910 F.2d 10, 16-17 (1st Cir. 1990); *In re Time Warner Inc. Securities Litigation* 9 F.3d 259 (2d Cir. 1993); *In re IBM Corporate Securities Litigation*, 163 F.3d 102, 109 (2d Cir. 1998); *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 170-171 (3d Cir. 2010); *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F.3d 806, 810 (7th Cir. 2001); *In re HealthCare Compare Corp. Securities Litigation*, 75 F.3d 276 (7th Cir. 1996); *Stransky v. Cummins Engine Co., Inc.* 51 F.3d 1329, 1331-1332 (7th Cir. 1995); *Ross v. A.H. Robins Co., Inc.* 465 F. Supp. 904 (S.D.N.Y. 1979). Zie echter ook de uitspraak *In re Yahoo! Inc. Securities Litigation*, 611 Fed. Appx. 387 (9th Cir. 2015).

343. Zie *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1430-1431 (3d Cir. 1997).

minds of investors’).³⁴⁴ Is aan deze twee voorwaarden niet voldaan, dan is van een *duty to correct* geen sprake.³⁴⁵ In zowel rechtspraak als literatuur bestaat nog enige onduidelijkheid over de vraag of de *duty to correct* ook betekenis heeft voor in het verleden – te goeder trouw – gepubliceerde toekomstvoorspellingen.³⁴⁶ In de zaak *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation* beantwoordde de Third Circuit deze vraag zonder meer bevestigend.³⁴⁷ Volgens de Third Circuit geldt – evenals voor andersoortige mededelingen – ook voor toekomstvoorspellingen dat voor zover deze zijn gebaseerd op historische feiten en op een later moment blijkt dat deze feiten niet klopten, de vennootschap haar eerdere voorspelling moet corrigeren indien het beleggende publiek hierdoor (nog steeds) op het verkeerde been wordt gezet. In de woorden van de Third Circuit:³⁴⁸

‘(...) there is an implicit representation in any forecast (or statement of historical fact) that *errors* of the type we have identified will be corrected. This duty derives from the implicit factual representation that a public company makes whenever it makes a forecast (...), that the forecast was reasonable at the time made. What is crucial to recognize is that the error, albeit an honest one, was one that had to do with *information available at the time the forecast was made* and that the error in the information was subsequently discovered.’ (curs. *ACWP*)

In tegenstelling tot de duidelijkheid en eensgezindheid die bestaan over de *duty to correct*, is de rechtspraak over de *duty to update* verdeeld. In sommige uitspraken wordt de *duty to update* onverkort afgewezen,³⁴⁹ in andere uitspraken wordt zij onder omstandigheden wel mogelijk ge-

344. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *In re Time Warner Inc. Securities Litigation* 9 F.3d 259, 267 (2d Cir. 1993); *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1432 (3d Cir. 1997); *Ross v. A.H. Robins Co., Inc.* 465 F. Supp. 904, 908 (S.D.N.Y. 1979). Zie over de laatstgenoemde uitspraak ook Hoff 2011, p. 42.

345. Vgl. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[10]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1058-1059.

346. Zie over deze kwestie ook Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[10].

347. *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410 (3d Cir. 1997).

348. *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1431 (3d Cir. 1997).

349. Zie onder meer de uitspraken *Gross v. Summa Four, Inc.*, 93 F.3d 987, 991 (1st Cir.1996); *Shaw v. Digital Equip. Corp.*, 82 F.3d 1194, 1202 & 1209 (1st Cir.1996); *Stransky v. Cummins Engine Co., Inc.* 51 F.3d 1329, 1331-1332 (7th Cir. 1995); *Eisenstadt v. Centel Corporation*, 113 F.3d 738, 744 (7th Cir. 1997); *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F.3d 806, 810 (7th Cir. 2001); *In re Convergent Technologies Securities Litigation*, 948 F.2d 507, 513-14 (9th Cir.1991).

HOOFDSTUK 3

acht.^{350, 351} Op basis van een eigen analyse van de relevante rechtspraak kan denk ik als stelregel worden gehanteerd dat van een *duty to update* alleen sprake kan zijn, wanneer in de oorspronkelijke litigieuze mededeling een soort impliciete toezegging is te lezen die erop neerkomt dat de mededeling in het licht van nieuwe relevante ontwikkelingen zal worden aangepast.³⁵² In de meeste gevallen is van een dergelijke impliciete toezegging echter geen sprake. Zo is vaste rechtspraak dat een reeks opeenvolgende goede resultaten geen enkele garantie hoeft te bieden dat de positieve trend zich daadwerkelijk zal voortzetten.³⁵³ Wanneer na een reeks goede resultaten het tij plotseling blijkt te keren, bestaat voor de vennootschap dus in beginsel geen enkele verplichting het beleggende publiek hierover *voortijdig* te informeren.³⁵⁴ Pas bij de eerstvolgende (verplichte) periodieke rapportage (of zoveel eerder als de vennootschap *onverplicht* tussentijdse cijfers publiceert), zal de vennootschap de tegenvallende resultaten moeten melden.

Een voorbeeld van een situatie waarin van een *duty to update* sprake zou kunnen zijn, is het geval waarin de vennootschap in eerste instantie een fusie of overname heeft aangekondigd, maar daar vervolgens plotseling

-
350. Zie onder meer de uitspraken *Backman v. Polaroid Corp.*, 910 F.2d 10, 16-17 (1st Cir.1990); *In re Time Warner Inc. Securities Litigation* 9 F.3d 259, 267 (2d Cir. 1993); *In re IBM Corporate Securities Litigation*, 163 F3d 102, 110 (2d Cir. 1998); *City of Edinburgh Council v. Pfizer*, 754 F.3d 159, 176 (3d Cir. 2014); *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 170 (3d Cir. 2010); *Finnerty v. Stiefel Laboratories, Inc.*, 756 F.3d 1310, 1316-1318 (11th Cir. 2014).
351. Hoff bespreekt in zijn dissertatie de in de vorige voetnoot genoemde uitspraak *In re Time Warner Inc. Securities Litigation*, zie Hoff 2011, p. 38-40. Deze uitspraak wordt door hem – mijns inziens ten onrechte – niet in verband gebracht met de *duty to update*.
352. Dit leid ik onder meer af uit het uitgebreide rechtspraakoverzicht dat wordt gegeven in de uitspraak *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1431-1434 (3d Cir. 1997). Zie in dit verband ook de uitspraken *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 170 (3d Cir. 2010) en *Finnerty v. Stiefel Laboratories, Inc.*, 756 F.3d 1310, 1317 (11th Cir. 2014)
353. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Gross v. Summa Four, Inc.*, 93 F.3d 987, 994 (1st Cir.1996); *Shaw v. Digital Equip. Corp.*, 82 F.3d 1194, 1202 (1st Cir.1996); *Raab v. General Physics Corp.* 4 F.3d 286, 289 (4th Cir. 1993); *In re Convergent Technologies Securities Litigation*, 948 F.2d 507, 513-514 (9th Cir.1991).
354. *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1432-1433 (3d Cir. 1997)

van afziet.^{355, 356} Een fusie of overname is voor de (toekomst van de) vennootschap doorgaans namelijk een zodanig belangrijke gebeurtenis (en deze wijzigt haar karakter en identiteit doorgaans dusdanig), dat de aankondiging ervan geacht kan worden de impliciete toezegging te bevatten dat iedere koerswijziging nadien meteen wordt gemeld. Besluit de vennootschap dus onverwacht een eerder aangekondigde fusie of overname af te blazen, dan is verdedigbaar dat zij daarmee onverwijld naar buiten moet treden.³⁵⁷

Nog meer onduidelijkheid bestaat over de vraag of een *duty to update* kan worden aangenomen voor in het verleden gepubliceerde *toekomstvoorspellingen*. Enerzijds bevat de Securities Exchange Act een bepaling waarin is vastgelegd dat een dergelijke verplichting (in ieder geval) niet uit de wet voortvloeit ('Nothing in this section shall impose upon any person a duty to update a forward-looking statement').³⁵⁸ Anderzijds is in de lagere rechtspraak zo'n *duty to update* onder bepaalde bijzondere omstandigheden toch aangenomen.³⁵⁹ In een genuanceerd en goed gemotiveerd oordeel komt de (appelrechter van de) Third Circuit in de eerdergenoemde *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*-uitspraak tot de conclusie dat van reguliere toekomstvoorspellingen ('ordinary run-of-the-mill forecasts') niet kan worden gezegd dat zij de impliciete toezegging bevatten dat zij – in het licht van nieuwe ontwikkelingen – *up-to-date* zullen worden gehouden.³⁶⁰ De enige toezegging die een toekomstvoorspelling bevat (of wellicht beter gezegd: wordt geacht te bevatten), is dat zij op redelijke gronden ('on a reasonable basis') en te goeder trouw ('in good faith') is gedaan, aldus – kort gezegd – de appelrechter.³⁶¹ Op de vennootschap rust dus in beginsel geen verplichting.

355. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *City of Edinburgh Council v. Pfizer*, 754 F.3d 159, 176 (3d Cir. 2014); *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 170 (3d Cir. 2010); *In re Phillips Petroleum Securities Litigation*, 881 F.2d 1236, 1245-1246 (3d Cir.1989); *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751, 758-759 (3d Cir.1984).

356. Een variant op het in de hoofdttekst genoemde geval is het geval waarin de vennootschap zichzelf (door middel van een publieke mededeling) aanvankelijk 'in de etalage heeft gezet', maar daar vervolgens plotseling van terugkomt.

357. Zie hierover ook de uiteenzetting in *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1433-1434 (3d Cir. 1997).

358. Zie Section 21E(d) Securities Exchange Act.

359. Zie onder meer de uitspraak *Finnerty v. Stiefel Laboratories, Inc.*, 756 F.3d 1310, 1316-1318 (11th Cir. 2014). Overigens kan men erover twisten of in deze zaak wel echt sprake is van een 'toekomstvoorspelling' in de zuivere zin van het woord.

360. *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1432-1433 (3d Cir. 1997). Interessant is dat de Third Circuit in deze uitspraak met geen woord rept over Section 21E(d) Securities Exchange Act.

361. *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1433 (3d Cir. 1997).

HOOFDSTUK 3

ting om – naar aanleiding van nieuw bekend geworden feiten en omstandigheden – toekomstvoorspellingen uit het verleden te herzien.³⁶²

3.5.7.3 *Moet de vennootschap reageren op geruchten in de markt?*

In het verlengde van de vraag of op de vennootschap een *duty to correct* of *duty to update* rust, speelt ook de vraag wat de vennootschap moet doen wanneer zij wordt geconfronteerd met geruchten die in de markt over haar (financiële positie, strategie, eventuele fusie- of overnameplannen, etc.) circuleren.³⁶³ Wordt de vennootschap geacht op dergelijke geruchten te reageren en moet zij eventuele onjuistheden corrigeren of mag zij stilzwijgend toekijken en zich van ieder commentaar onthouden?

Op grond van de rechtspraak mag er in beginsel van worden uitgegaan dat de vennootschap niet verplicht is op geruchten te reageren, zolang de geruchten niet van de vennootschap zelf (of van personen voor wie zij verantwoordelijk is) afkomstig zijn en/of door haar (of personen voor wie zij verantwoordelijk is) in de hand zijn gewerkt.³⁶⁴ Dit geldt ongeacht of de geruchten juist dan wel onjuist zijn. Besluit de vennootschap echter om haar moverende redenen toch op de geruchten te reageren, dan moet haar reactie juist en volledig zijn.³⁶⁵ Zij kiest er dan immers zelf voor om met een publieke mededeling naar buiten te treden, waardoor (het misleidingsverbod van) SEC-regel 10b-5 onverminderd op deze mededeling van toepassing is. Overigens heeft dit als consequentie dat in de nabije toekomst de verplichting kan ontstaan de aanvankelijke reactie te corrigeren en/of *up-to-date* te houden (ik verwijs naar mijn analyse in de vorige paragraaf). Het voorgaande impliceert dat in de situatie waarin de vennootschap wordt geconfronteerd met geruchten die in de markt over haar circuleren, zij in beginsel twee mogelijkheden heeft.³⁶⁶ Ofwel zij kiest ervoor openheid van zaken te geven en – al naar gelang het gerucht

362. Zie in dit verband ook de uitspraken *Grassi v. Information Resources*, 63 F.3d 596, 599 (7th Cir. 1995); *Sransky v. Cummins Engine Co., Inc.* 51 F.3d 1329, 1331-1332 (7th Cir. 1995); *In re International Business Machines Corporate Securities Litigation*, 163 F.3d 102 (2d Cir. 1998).

363. Zie over deze kwestie uitgebreid het (enigszins gedateerde) artikel Sheffey 1982. Zie hierover ook Hazen, 4 *Law Securities Regulation* § 12.19[2]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1058-1059. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Hoff 2011, p. 32-33.

364. Zie onder meer de uitspraken *Raab v. General Physics Corp.* 4 F.3d 286, 288-289 (4th Cir. 1993); *State Teachers Retirement Bd. v. Fluor Corp.*, 654 F.2d 843, 850-851 (2d Cir. 1981); *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 162-163 (2d Cir. 1980); *Eisenstadt v. Centel Corporation*, 113 F.3d 738, 744 (7th Cir. 1997).

365. Zie in dit verband onder meer de uitspraak *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-241 (1988).

366. Hazen, 4 *Law Securities Regulation* § 12.19[2].

juist dan wel onjuist is – het gerucht te bevestigen dan wel te ontkennen, en zo nodig aan te vullen en/of te corrigeren. Ofwel zij onthoudt zich van commentaar en volstaat met het doen van een zogenoemde ‘no comment’ mededeling. In het laatste geval doet zij er verstandig aan de mededeling kracht bij te zetten met een verwijzing naar een eventueel bestaande ‘no comment policy’.

Op het uitgangspunt dat de vennootschap niet verplicht is inhoudelijk op geruchten te reageren, bestaan in beginsel twee uitzonderingen. In de eerste plaats is dat de situatie waarin de geruchten op enige wijze door de vennootschap zelf (of door personen voor wie zij verantwoordelijk is) in de hand zijn gewerkt (er is bijvoorbeeld bepaalde vertrouwelijke informatie gelekt) en hierdoor een misleidend beeld is ontstaan dan wel dreigt te ontstaan.³⁶⁷ In dat geval is het namelijk aan de vennootschap zelf te wijten dat (een deel van) het beleggende publiek op het verkeerde been wordt gezet (althans, kan dit haar in ieder geval worden toegerekend), zodat van haar kan worden verwacht onverwijld met een inhoudelijke reactie naar buiten te treden. Zij mag in dat geval dus niet volstaan met een simpele ‘no comment’ reactie. De tweede situatie waarin van de vennootschap kan worden verwacht inhoudelijk op de geruchten te reageren, is het geval waarin zij met geruchten wordt geconfronteerd rondom het tijdstip waarop zij informatie moet publiceren krachtens (één van) de reguliere publicatieverplichtingen (denk bijvoorbeeld aan de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving). Zou de vennootschap in de aanstonds te publiceren mededeling de kwestie waarop de geruchten betrekking hebben namelijk volledig negeren, dan wel over deze kwestie geen openheid van zaken geven, dan bestaat het reële gevaar dat de desbetreffende mededeling hierdoor een misleidend karakter krijgt.

3.5.7.4 *Is de vennootschap aansprakelijk voor misleidende mededelingen van derden?*

Evenals geldt voor geruchten die in de markt over de vennootschap circuleren, geldt ook voor mededelingen over de vennootschap gedaan door derden – denk bijvoorbeeld aan (opinies geventileerd in) analisten-rapporten – dat zij daar in principe niet op hoeft te reageren.³⁶⁸ Voor zover de vennootschap bij het opstellen en/of verspreiden van dergelijke

367. Vgl. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.19[2].

368. Zie over de aansprakelijkheid van de vennootschap voor misleidende mededelingen van derden uitgebreid Meister 2000; Sobol 1997; Sheffey 1982. Zie hierover ook Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[7][D] en § 12.19[3]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1058-1059. En zie ook de zeer lezenswaardige *concurring opinion* van Judge Flaum in de zaak Eisenstadt v. Centel Corporation, 113 F.3d 738, 747-750 (7th Cir. 1997).

HOOFDSTUK 3

externe mededelingen niet betrokken is geweest, is zij er niet verantwoordelijk voor en kan zij voor (het niet corrigeren van) zulke mededelingen in beginsel ook niet aansprakelijk zijn.³⁶⁹ Aansprakelijkheid van de vennootschap voor de misleidende mededeling van een derde kan alleen dán aan de orde zijn, wanneer (i) zij de desbetreffende mededeling (indirect) heeft gecreëerd of (ii) de mededeling haar (anderszins) kan worden toegerekend en zij deze vervolgens niet heeft gecorrigeerd.³⁷⁰

Van het door de vennootschap (indirect) *creëren* van een misleidende mededeling gedaan door een derde is sprake, wanneer de vennootschap (of iemand voor wie zij verantwoordelijk is) deze derde doelbewust van misleidende informatie heeft voorzien, in de wetenschap dat de derde daar (bijvoorbeeld in de vorm van een analistenrapport) een opinie of voorspelling op zou baseren.³⁷¹ De vennootschap heeft de derde dan dus als het ware als medium gebruikt om het beleggende publiek te misleiden. Hoewel aansprakelijkheid voor het op deze wijze misleiden van het beleggende publiek in het verleden in verschillende uitspraken is aanvaard, is het sinds de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders* ('Janus Capital')³⁷² uit 2011 onzeker of deze aansprakelijkheid naar huidig recht nog steeds stand houdt.³⁷³ Toekomstige rechtspraak zal dit moeten uitwijzen.

De vennootschap kan voor een externe misleidende mededeling zoals ik al opmerkte ook aansprakelijk zijn, wanneer deze mededeling haar

369. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 162-164 (2d Cir. 1980); *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1428-1429 (3d Cir. 1997); *Raab v. General Physics Corp.* 4 F.3d 286, 288 (4th Cir. 1993); *In re Navarre Corp. Securities Litigation*, 299 F.3d 735, 743-744 (8th Cir. 2002).

370. Zie naast de hierna nog te noemen uitspraken onder meer ook de uitspraak *In re Cirrus Logic Securities Litigation*, 946 F. Supp. 1446 (N.D. Cal. 1996). Zie over deze uitspraak uitgebreid Sobol 1997.

371. Zie onder meer de uitspraken *Cooper v. Pickett*, 137 F.3d 616, 624 (9th Cir. 1997); *In re Navarre Corp. Securities Litigation*, 299 F.3d 735, 743 (8th Cir. 2002); *In re APAC Teleservice, Inc., Securities Litigation*, 1999 WL 1052004 (S.D.N.Y. Nov. 19, 1999); *In re Sun Healthcare Group Securities Litigation*, 181 F. Supp.2d 1283, 1288 (D.N.M. 2002).

372. *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 564 U.S. 135 (2011).

373. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Fulton County Employees Retirement System v. MGIC Investment Corp.*, 675 F.3d 1047, 1052 (7th Cir. 2012); *In re Galectin Therapeutics, Inc. Securities Litigation*, 843 F.3d 1257, 1270-1272 (11th Cir. 2016) en *In re CytRx Corporation Securities Litigation*, 2015 WL 5031232 (C.D. Cal. July 13, 2015). Zie echter ook de uitspraken *SEC v. Daifotis*, 874 F. Supp. 2d 870, 879 (N.D. Cal. 2012) en *In re Galena Biopharma, Inc. Securities Litigation*, 117 F. Supp.3d 1145 (D. Or. 2015).

(anderszins) kan worden *toegerekend*. Deze toerekening kan in beginsel op twee manieren worden geconstrueerd.³⁷⁴ De externe misleidende mededeling kan in de eerste plaats aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer de vennootschap bij het beleggende publiek expliciet de indruk heeft gewekt de mededeling te ‘adopteren’ of anders gezegd: tot de hare te maken (‘adoption’).³⁷⁵ Hiervan kan bijvoorbeeld sprake zijn wanneer zij de mededeling publiekelijk heeft onderschreven (‘endorsement’) of zich publiekelijk in positieve zin over de mededeling heeft uitgelaten (‘expression of comfortability’).³⁷⁶ Kan worden vastgesteld dat de vennootschap de externe misleidende mededeling (in de zojuist genoemde zin) heeft geadopteerd terwijl zij wist of behoorde te weten dat de daarin opgenomen informatie misleidend was, dan leidt dat in beginsel tot aansprakelijkheid. Zou dit namelijk anders zijn, dan zou de vennootschap ‘ongestraft’ van de misleiding door de derde kunnen profiteren. Dit laatste is onwenselijk, want dit doet afbreuk aan de integriteit en transparantie van de effectenmarkt (en daarmee aan het vertrouwen van beleggers in die markt). Overigens blijkt uit de rechtspraak dat *adoption* niet op al te lichte gronden kan worden aangenomen. Heeft de vennootschap bijvoorbeeld slechts in vage en/of algemene bewoordingen te kennen gegeven zich wel in een bepaalde analistenvoorspelling te kunnen vinden, dan is dat op zichzelf onvoldoende om de voorspelling aan de vennootschap toe te rekenen.³⁷⁷ Ook de enkele mededeling in een analistenrapport dat het rapport door (het bestuur van) de vennootschap is goedgekeurd, is op zichzelf onvoldoende om (misleidende mededelingen in) het rapport aan de vennootschap toe te rekenen.³⁷⁸

Van *toerekening* van een externe misleidende mededeling aan de vennootschap kan daarnaast sprake zijn, wanneer de vennootschap anderszins actief bij (het opstellen en/of verspreiden) de externe mededeling

374. Zie voor de verschillende toerekeningsgronden Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.19[3].

375. Zie onder meer de uitspraken *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 163-164 (2d Cir. 1980); *Novak v. Kasaks*, 216 F.3d 300, 314 (2d Cir. 2000); *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1428-1429 (3d Cir. 1997); *Eisenstadt v. Centel Corporation*, 113 F.3d 738, 744 (7th Cir. 1997); *In re Navarre Corp. Securities Litigation*, 299 F.3d 735, 743 (8th Cir. 2002).

376. Zie onder meer de uitspraken *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1428-1429 (3d Cir. 1997) en *Adobe Systems, Inc. Securities Litigation*, 767 F. Supp. 1023, 1027-1028 (N.D. Cal. 1991).

377. Zie onder meer de uitspraken *Plevy v. Haggerty*, 38 F. Supp.2d 816, 823-824 (C.D. Cal. 1998); *In re Northern Telecom Ltd. Securities Litigation*, 42 F. Supp. 2d 234, 236-237 (S.D.N.Y. 1998); *In re Caere Corporate Securities Litigation*, 837 F. Supp. 1054 (N.D. Cal. 1993).

378. *Copperstone v. TCSI Corp.*, 1999 WL 33295869 (N.D. Cal. Jan. 19, 1999).

HOOFDSTUK 3

betrokken is geweest en/of wanneer zij zich daar anderszins mee heeft vereenzelvigd (in de doctrine wordt deze toerekeningsgrond ook wel aangeduid met de term ‘entanglement’).³⁷⁹ *Entanglement* kan onder meer worden aangenomen, wanneer de vennootschap een door de externe mededeling in het leven geroepen misleidend beeld welbewust heeft gevoed.³⁸⁰ Meestal is dit dan gepaard gegaan met nauwe contacten tussen de vennootschap en de derde die voor die mededeling primair verantwoordelijk is. Heeft de vennootschap het – mede door haar *entanglement* veroorzaakte – misleidende beeld vervolgens niet gecorrigeerd, dan is zij hiervoor in beginsel aansprakelijk. In de zaak *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, waarin het ging om de aansprakelijkheid van de vennootschap voor een te rooskleurige analistenvoorspelling, oordeelde de Second Circuit in dit verband als volgt.³⁸¹

‘(...) the controversy before us is whether Liggett *sufficiently entangled itself* with the analysts’ forecasts to render those predictions “attributable to it” (...). We have no doubt that a company *may so involve itself in the preparation of reports and projections by outsiders as to assume a duty to correct material errors in those projections*. This may occur when officials of the company have, by their activity, made an implied representation that the information they have reviewed is true or at least in accordance with the company’s views.’ (curs. *ACWP*)

Uit de rechtspraak blijkt dat *entanglement* niet op al te lichte gronden kan worden aangenomen.³⁸² Zo is het slechts doorgeven van (op zichzelf niet misleidende) informatie aan een analist op zichzelf in beginsel onvoldoende om te kunnen spreken van *entanglement*. En zo is ook het op feitelijke onjuistheden controleren van een te publiceren analistenrapport

379. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Winkler v. Wigley*, 242 F.3d 369 (2d Cir. 2000); *Goldman v. Belden*, 754 F.2d 1059, 1069 (2d Cir. 1985); *Eisenstadt v. Allen*, 113 F.3d 1240 (9th Cir. 1997); *In re Syntex Corp. Securities Litigation*, 95 F.3d 922 (9th Cir. 1996).

380. Zie onder meer de uitspraak *In re Cabletron Systems, Inc.*, 311 F.3d 11, 38 (1st Cir. 2002): ‘Entanglement (...) includes situations where company officials *intentionally foster a mistaken belief* concerning a material fact’ (curs. *ACWP*). Zie eerder in gelijke zin *Novak v. Kasaks*, 216 F.3d 300, 314 (2d Cir. 2000); *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 164 (2d Cir. 1980). En zie in dit verband ook *Freeland v. Iridium World Communications, Ltd.* 545 F. Supp. 2d 59, 75-76 (D.D.C. 2008).

381. *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 163 (2d Cir. 1980).

382. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *In re Cabletron Systems, Inc.*, 311 F.3d 11, 38 (1st Cir. 2002); *Suna v. Bailey Corp.* 107 F.3d 64, 73-74 (1st Cir. 1997); *In re Number Nine Visual Technology Corp. Securities Litigation*, 51 F. Supp. 2d 1 (D. Mass. 1999); *In re Boston Technology Inc. Securities Litigation*, 8 F. Supp.2d 43 (D. Mass. 1998); *In re Cypress Semiconductor Securities Litigation*, 891 F. Supp. 1369 (N.D. Cal. 1995).

AANSPRAKELIJKHEID AMERIKAANS FEDERAAL EFFECTENRECHT

(en het eventueel doen van suggesties tot aanpassing) op zichzelf onvoldoende voor het aannemen van *entanglement*.

Ik wijs er nog op dat ook voor de toerekeningsgrond *entanglement* geldt dat sinds de uitspraak van de Supreme Court in de eerdergenoemde zaak *Janus Capital*³⁸³ onzeker is of het op deze wijze construeren van aansprakelijkheid van de vennootschap naar huidig recht nog steeds standhoudt. Wederom zal toekomstige rechtspraak dit moeten uitwijzen.

3.5.8 *Wijzigingen Securities Exchange Act op grond van de PSLRA 1995*

3.5.8.1 *Inleiding*

Zoals reeds aan bod kwam bij de bespreking van de Securities Act 1933, is in 1995 de Private Securities Litigation Reform Act ('PSLRA') ingevoerd.³⁸⁴ De aanleiding voor de PSLRA was de zorg die men had over de alsmaar uitdijende civielrechtelijke aansprakelijkheid gebaseerd op het federale effectenrecht en de toenemende mate waarin misbruik werd gemaakt van het *class actions*-systeem. De PSLRA heeft aan onder meer de Securities Exchange Act 1934 een aantal bepalingen toegevoegd die voor de privaatrechtelijke handhaving van groot belang zijn. De bepalingen zijn opgenomen in de Sections 21D en 21E Securities Exchange Act.

In Section 21D(a) is ten eerste een reeks bepalingen opgenomen die specifiek van toepassing zijn wanneer onder de Securities Exchange Act een aansprakelijkheidsclaim wordt ingesteld door middel van een *class action*.³⁸⁵ Vervolgens zijn in Section 21D(b)-(f) bepalingen opgenomen die gelden voor claims gebaseerd op de Securities Exchange Act in het algemeen: Section 21D(b)(1) bevat een verzwaarde stelplicht voor het *misleidende karakter* van de litigieuze mededeling of omissie;³⁸⁶ Section 21D(b)(2) bevat een verzwaarde stelplicht met betrekking tot

383. *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 564 U.S. 135 (2011).

384. Zie over de PSLRA uitgebreid Hazen, 2 *Law Securities Regulation* § 7.17 en Hazen, 4 *Law Securities Regulation* § 12.15. Zie over de PSLRA in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 93-94, p. 101-103 en p. 108-110; Haazen 2017, p. 81-82.

385. Zie hierover Hazen, 4 *Law Securities Regulation* § 12.15[1][A]-[C] en § 12.15[1][G]-[H]. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 108-110.

386. Section 21D(b)(1): '(...) The complaint shall specify each statement alleged to have been misleading, the reason or reasons why the statement is misleading, and, if an allegation regarding the statement or omission is made on information and belief, the complaint shall state with particularity all facts on which that belief is formed.' Zie hierover Hazen, 4 *Law Securities Regulation* § 12.13[2].

HOOFDSTUK 3

het *scioter*-vereiste;³⁸⁷ in Section 21D(b)(3) zijn regels opgenomen omtrent het bewijsrecht ('Motion to Dismiss; Stay of Discovery');³⁸⁸ in Section 21D(b)(4) wordt de bewijslast geregeld voor het vereiste van *loss causation*;³⁸⁹ Section 21D(c) bevat sancties die van toepassing zijn wanneer sprake is van misbruik van procesrecht ('Sanctions for abusive litigation');³⁹⁰ Section 21D(d) voorziet in een procedurele waarborg voor de gedaagde ('Defendant's right to written interrogatories');³⁹¹ Section 21D(e) bevat een regeling die de schadevergoeding maximeert ('Limitation on damages');³⁹² en Section 21D(f) voorziet in een regeling van proportionele aansprakelijkheid ('Proportional liability').³⁹³ Tot slot is in Section 21E een bijzondere regeling opgenomen die van toepassing is wanneer de vennootschap (of iemand die namens haar handelt) aansprakelijk wordt gesteld voor zogenoemde 'forward-looking statements' ('Safe harbor for forward-looking statements').³⁹⁴

In het vervolg van deze paragraaf over de PSLRA bespreek ik alleen de regeling over de maximering van de schadevergoeding (de zogenoemde 'PSLRA's damages cap'). De andere regels van Section 21D laat ik – gelet op het geringe belang hiervan voor het onderhavige onderzoek – hier verder onbesproken (zie over de bewijslastregel voor het vereiste van *loss causation* reeds § 3.5.5.3). Voor een bespreking van de beschermingsregeling voor *forward-looking statements* verwijs ik naar § 3.4.5.1, alwaar de parallelbepaling van de Securities Act aan bod kwam.

3.5.8.2 De PSLRA's damages cap

De regeling van Section 21D(e) omtrent de maximering van de schadevergoeding is van toepassing op alle aansprakelijkheidsclaims die op

387. Section 21D(b)(2): '(...) The complaint shall, with respect to each act or omission alleged to violate this title, state with particularity facts giving rise to a strong inference that the defendant acted with the required state of mind.' Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.8[4] en § 12.13[2]F.

388. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15[1][D].

389. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[3].

390. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15[1][I].

391. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15[1][D].

392. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15[1][J].

393. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.26. Volledigheidshalve wijs ik erop dat het hier niet gaat om aansprakelijkheid naar rato van *veroorzakingswaarschijnlijkheid* als oplossing voor een onzeker causaal verband (in de zin van het csqn-verband), maar om aansprakelijkheid naar rato van *veroorzakingsaandeel*.

394. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[7][C].

grond van de Securities Exchange Act worden ingesteld.³⁹⁵ De regeling houdt in dat de schadevergoeding waarop de belegger *maximaal* recht heeft, gelijk is aan het verschil tussen enerzijds de koopprijs van het litigieuze effect (of bij van een misleidende negatieve voorstelling van zaken: de verkoopprijs) en anderzijds de gemiddelde koers van het effect gedurende een periode van negentig dagen nadat de misleiding bekend is geworden.^{396, 397} Heeft de belegger zijn effecten binnen deze periode van negentig dagen echter weer verkocht (of bij een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken: weer teruggekocht), dan geldt een andere bovengrens. In dat geval wordt de schadevergoeding gemaximeerd op het verschil tussen enerzijds de koopprijs van het effect (of bij een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken: de verkoopprijs) en anderzijds de gemiddelde koers gemeten over de periode die loopt van het tijdstip waarop de misleiding bekend werd en het tijdstip waarop de belegger zijn effecten heeft verkocht (of bij een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken: het tijdstip waarop de belegger de eerder verkochte effecten heeft teruggekocht). In de literatuur wordt de genoemde negentig-dagenperiode (of de kortere periode bij een tussentijdse verkoop of terugkoop) ook wel aangeduid als ‘look back period’ of ‘bounce back period’.

Een van de problemen die de wetgever met deze bepaling beoogde te adresseren, was dat het in de praktijk nogal eens voorkomt dat het bekend worden van de misleiding resulteert in een zogenoemde ‘crash’, met als gevolg dat de (direct) door de misleiding veroorzaakte koerschade wordt overschat.^{398, 399} Met een *crash* wordt hier bedoeld dat de koers die tot stand komt vlak nadat de misleiding bekend is geworden, geen goede weerspiegeling is van de fundamentele waarde van het

395. Strikt genomen is de schadevergoedingsbeperking van Section 21D(e) alleen van toepassing wanneer de eisende belegger in het kader van zijn vordering tot schadevergoeding aanknoopt bij de *marktprijs* van het litigieuze effect. In de praktijk is dat vrijwel altijd het geval.

396. Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.15[1][J]. Zie over deze regeling in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 102-103.

397. Ik benadruk dat het hier gaat om de schadevergoeding *per gekocht effect*.

398. Zie over deze doelstelling van de wetgever onder meer Thompson 1996, p. 1193; Scudder 1997, p. 456-459; Booth 2004, p. 1047-1048.

399. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de uitspraak *Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34, 39 (2d Cir. 2012): ‘The PSLRA’s legislative history indicates that Congress imposed this limitation because it believed that “[c]alculating damages based on the date corrective information is disclosed *may substantially overestimate plaintiff’s actual damages.*” (...) It intended the “bounce back” provision to have the effect of “*limiting damages to those losses caused by the fraud and not by other market conditions.*” (...) Aside from imposing the “bounce back” cap on recoverable damages, Congress did not otherwise disturb the traditional out-of-pocket method for calculating damages in the PSLRA.’ (curs. *ACWP*)

HOOFDSTUK 3

onderliggende aandeel. Hoewel deze doelstelling in de parlementaire stukken niet steeds even duidelijk naar voren komt, blijkt zij onder meer uit het feit dat in de toelichting op de PSLRA wordt verwezen naar een studie van Lev en De Villiers uit 1994.⁴⁰⁰ In deze studie wordt het fenomeen van de *crash* geanalyseerd. Zo'n *crash* kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer de corrigerende mededeling tot gevolg heeft dat op grote schaal 'paniekverkopen' plaatsvinden.⁴⁰¹ Die paniekverkopen zorgen er dan voor dat de residuele koersdaling⁴⁰² die intreedt veel groter is dan de fundamentele waarde van de (informatie opgenomen in) corrigerende mededeling rechtvaardigt. Meestal zal zo'n door paniekverkopen veroorzaakte koersval echter maar van korte duur zijn en zal de koers zich op korte termijn weer herstellen. Dit empirische gegeven wordt door de regeling tot uitgangspunt genomen.⁴⁰³ Door bij het vaststellen van de (rechten vergoedbare) schade aan te knopen bij de gemiddelde koers gemeten over de bedoelde negentig-dagen-periode (in plaats van aan te knopen bij de koers die tot stand komt vlak na het bekend worden van de misleiding), wordt de geobserveerde koersdaling voor het *crash*-effect gecorrigeerd, aldus is de gedachte, waardoor de (hoogte van de) door de belegger te ontvangen schadevergoeding meer in lijn ligt met de daadwerkelijk door de misleiding veroorzaakte koersschade.

De regeling van Section 21D(e) is in de literatuur hevig bekritiseerd.⁴⁰⁴ In hoofdstuk 6 kom ik hier op terug.⁴⁰⁵

400. Lev & De Villiers 1994.

401. Zie voor een instructieve beschrijving van de wijze waarop een *crash* zich in de praktijk ontvouwt Lev & De Villiers 1994, p. 14-15. Zie in dit verband ook Cornell & Rutten 2006, p. 464-469; Scudder 1997, p. 456-459.

402. Met 'residuele koersdaling' wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

403. Opvallend is dat in de regeling er kennelijk van wordt uitgegaan dat het bekend worden van de misleiding *altijd* een *crash* tot gevolg heeft (en dat de koers zich *altijd* op korte termijn weer herstelt). In de regeling wordt er kennelijk geen rekening mee gehouden dat het ook zo kan zijn dat het bekend worden van de misleiding *geen crash* tot gevolg heeft. Aangezien de regeling in het laatstgenoemde scenario onverminderd van toepassing is, heeft zij onbedoelde neven-effecten. In § 6.4.3 kom ik hier op terug.

404. Zie onder meer Thompson 1996; Dickey & Mayer 1996; Scudder 1997; Booth 2004.

405. § 6.4.3.

Deel IV: Causaal verband en schade
bij aansprakelijkheid voor
misleidende beursberichten;
het materieelrechtelijk kader

Hoofdstuk 4. Verschillende manieren waarop de inflatie uit de koers kan lopen

Een aandelenkoers die als gevolg van misleidende informatie is geïnfla-
teerd, zal op een zeker moment weer terugkeren naar haar oorspronke-
lijke zuivere niveau. De wijze waarop dit gebeurt, ligt doorgaans een paar
slagen ingewikkelder dan een enkele corrigerende mededeling die er (via
een significante koersreactie) voor zorgt dat alle koersinflatie in één keer
uit de koers loopt. Niet zelden zal de koersinflatie op een voor de
buitenwereld minder kenbare manier uit de koers lopen. Grosso modo
zijn in dit verband mijns inziens zes scenario's te onderscheiden. Binnen
deze zes scenario's bestaan ook weer verschillende subcategorieën. De zes
scenario's en bijbehorende subcategorieën zal ik in dit hoofdstuk bespre-
ken.¹ Voor het vervolg van het onderzoek is het van belang de verschil-
lende scenario's (en de verschillende subcategorieën) te herkennen en te
onderscheiden, aangezien de exacte wijze waarop de koersinflatie in
concreto uit de koers loopt van belang kan zijn zowel voor de wijze
waarop (in een latere aansprakelijkheidsprocedure) de schade wordt
vastgesteld, als voor de mate waarin deze aan de aansprakelijke partij
kan worden *toegerekend*.²

*Scenario 1: Koersinflatie loopt uit de koers als gevolg van expliciete
corrigerende mededeling*

Het meest voor de hand liggende scenario is het scenario waarin de
vennootschap op eigen initiatief naar buiten treedt en expliciet kenbaar
maakt in het verleden (bijvoorbeeld als gevolg van een interne boek-
houdfraude) een misleidende voorstelling van zaken te hebben gegeven.
Zo'n expliciete bekendmaking zal doorgaans een heftige koersreactie
uitlokken, waarmee de koersinflatie grotendeels zal verdwijnen. Een
variant van dit scenario is het scenario waarin de vennootschap niet

-
1. Ook Thorsen, Kaplan en Hakala onderscheiden verschillende scenario's voor het uit
de koers lopen van de koersinflatie, zie Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 101-109.
In dit hoofdstuk (en in het vervolg van dit onderzoek) kies ik voor de verschillende
scenario's voor een enigszins andere onderverdeling dan de laatstgenoemde auteurs.
De reden hiervoor is dat ik de door hen gemaakte onderverdeling minder helder en
minder consistent vind.
 2. Het is natuurlijk ook geenszins uitgesloten dat de inflatie uit de koers loopt via een
combinatie van de verschillende scenario's (en/of de verschillende subcategorieën),
maar dat laat ik hier verder buiten beschouwing.

HOOFDSTUK 4

zelf met de misleiding naar buiten treedt, maar waarin een externe partij dat voor haar doet.³ Gedacht kan worden aan een klokkenluider die uit de school klapt en daarmee de fraude ontmaskert of aan de toezichthouder die de resultaten van een onderzoek publiceert waardoor de misleiding aan het licht komt. Ook dergelijke berichten hebben meestal een significante koersdaling tot gevolg.⁴

Scenario 2: Koersinflatie loopt uit de koers als gevolg van ‘neutrale’ corrigerende mededeling

De misleiding kan uiteraard ook op een minder expliciete manier naar buiten komen. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap met de mededeling naar buiten treedt dat eerdere (half)jaarrekeningen moeten worden herzien, zonder dat zij daarbij vermeldt (of daaraan de conclusie verbindt) dat het beleggende publiek in het verleden misleidend – dat wil zeggen in materieel opzicht onjuist en/of onvolledig – is voorgelicht. In plaats van expliciet uiteen te zetten op welke wijze de onjuiste en/of onvolledige verslaggeving de resultaten en/of netto-kasstromen⁵ hebben beïnvloed, zal de vennootschap eerder geneigd zijn het belang van de ‘restatements’ te bagatelliseren. Ook een dergelijke (meer) impliciete wijze van bekendwording van de misleiding zal doorgaans resulteren in een significante koersreactie, waarmee de koersinflatie grotendeels zal verdwijnen. En voor zover de markt de impliciete corrigerende mededeling niet meteen op waarde kan schatten (en de koersinflatie niet meteen verdwijnt), zullen het meestal de analisten, arbitrageurs of andere professionele beleggers zijn die door de mededeling worden gealarmeerd en de misleiding vervolgens vrij snel zullen doorzien. Zij zullen hier vervolgens op gaan handelen (of anderen ertoe aanzetten hierop te gaan handelen), waarna de inflatie alsnog op korte termijn uit de koers zal lopen.

Overigens hoeft het in de bovengenoemde twee scenario’s natuurlijk niet noodzakelijkerwijs zo te zijn dat de misleiding door middel van één enkele mededeling bekend wordt gemaakt. Zo komt het in de praktijk nogal eens voor dat de misleiding – in plaats van via één enkele mededeling – via verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen (afkomstig van de vennootschap en/of externe partijen) *stapsgewijs* naar buiten komt en de inflatie daardoor *stapsgewijs* of *gefaseerd* uit de koers

3. Vgl. Fry 2008, p. 66.

4. Met name in de situatie waarin de misleiding via een klokkenluider naar buiten komt, hoeft het niet zo te zijn dat de misleiding in één keer volledig bekend wordt. Vaak zullen na de eerste berichtgeving nog additionele corrigerende mededelingen volgen.

5. Met ‘netto-kasstromen’ bedoel ik de inkomsten minus de uitgaven.

loopt. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap een persbericht publiceert met de mededeling dat in het verleden misleidende informatie is verstrekt, maar dat vooralsnog niet bekend is wat de exacte omvang van de misleiding/fraude is.⁶ Wordt de (omvang van de) misleiding/fraude in eerste instantie *onderschat* en blijkt deze later omvangrijker te zijn dan aanvankelijk werd gedacht, dan zullen in reactie op de latere corrigerende mededelingen additionele koersreacties worden geobserveerd.⁷

Scenario 3: 'True financial condition theory'

De derde manier waarop de koersinflatie uit de koers kan lopen staat (in het Amerikaanse recht) bekend als de 'true financial condition theory'.⁸ Dit mechanisme houdt in dat de vennootschap, nadat zij eerst gedurende een bepaalde periode misleidende informatie heeft gepubliceerd (of door het achterhouden van relevante informatie een misleidend beeld heeft gecreëerd), op een zeker moment weer juiste en volledige informatie gaat publiceren waarmee de ware financiële toestand van de vennootschap bekend wordt, maar waarbij de desbetreffende publicatie niet het karakter draagt van een officiële corrigerende mededeling. Hoewel de eerdere misleidende informatie niet expliciet wordt gecorrigeerd, zal het bekend worden van de ware financiële toestand van de vennootschap niettemin tot gevolg hebben dat de toekomstverwachtingen ten aanzien van de

-
6. Zie voor dit voorbeeld Nieuwe Weme & Stevens 2008, p. 263. Het voorbeeld komt niet terug in de bijdrage van T.M. Stevens in de derde druk van het Handboek Marktmissbruik 2018.
 7. Het is uiteraard ook mogelijk dat de (omvang van de) misleiding/fraude op het moment van de eerste corrigerende mededeling wordt *overschat*. In dat geval zal in eerste instantie sprake zijn van een hevige *koersdaling*, maar zal in reactie op de latere corrigerende mededelingen een *koersstijging* worden geobserveerd.
 8. Zie over deze theorie Murdock 2015, p. 568-569; Fry 2008, p. 46 en p. 66-68; Ferrell & Saha 2007, p. 172-174; Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 102-103; Fox 2005a, p. 522-523 en Fox 2005b, p. 1557; Coughlin, Isaacson & Daley 2005, p. 21-27; Eisenhofer, Jarvis & Banko 2004, p. 1441-1445. Zie in dit verband ook de Amerikaanse uitspraken *Massachusetts Retirement Systems v. CVS Caremark Corp.*, 716 F.3d 229, 240-242 (1st Cir. 2013); *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 257 and 261-263 (2d Cir. 2016); *Alaska Electrical v. Flowserve*, 572 F.3d 221, 229-231 (5th Cir. 2009); *Spitzberg v. Houston American Energy Corp.*, 758 F.3d 676, 688-689 (5th Cir. 2014); *Mineworkers' Pension Scheme v. First Solar Inc.*, 881 F.3d 750, 754 (9th Cir. 2018); *In re Daou Systems, Inc., Securities Litigation*, 411 F.3d 1006, 1026-1027 (9th Cir. 2005); *Huberman v. Tag-It Pacific Inc.*, 314 Fed. Appx. 59, 61-62 (9th Cir. 2009); *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130, 1138-1139 (10th Cir. 2009); *In re Scientific Atlanta, Inc. Securities Litigation*, 754 F.Supp.2d 1339, 1368-1370 (N.D. Ga. 2010); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 634 F.Supp.2d 352, 363-364 (S.D.N.Y. 2009); *In re Motorola Securities Litigation*, 505 F.Supp.2d 501, 542-544 (N.D. Ill. 2007).

HOOFDSTUK 4

vennootschap niet langer op de misleidende informatie worden gebaseerd. In plaats daarvan zullen deze verwachtingen voortaan op de nieuwe (en correcte) informatie worden gebaseerd. Voor zover dus de misleiding tot gevolg had dat de toekomstverwachtingen (en daarmee de verwachte toekomstige netto-kasstroom) door de markt te rooskleurig werden ingeschat, zal het bekend worden van de ware financiële toestand ervoor zorgen dat deze toekomstverwachtingen weer (in correcte zin) worden bijgesteld. De koersinflatie die zich aanvankelijk als gevolg van de misleidende informatie had gevormd, zal hierdoor uit de koers lopen.

Binnen het mechanisme van de *true financial condition theory* kunnen weer verschillende (sub)scenario's worden onderscheiden. Het meest eenvoudige scenario is het scenario dat de vennootschap een winstwaarschuwing publiceert waarin zij kenbaar maakt dat de resultaten voor de komende verslaggevingsperiode(s) zullen achterblijven ten opzichte van eerdere (recente) periodes, maar waarin zij niet vermeldt dat de resultaten over deze eerdere periodes verkeerdt zijn gerapporteerd. Zo'n winstwaarschuwing zal erin resulteren dat de toekomstverwachtingen in neerwaartse zin worden bijgesteld, met als gevolg dat de koers daalt.⁹ Ondanks het stilzwijgen op dit punt van de vennootschap, zullen in de markt doorgaans meteen vragen rijzen over de juistheid en volledigheid van de in het verleden gepubliceerde resultaten. Hoe is het immers mogelijk dat de winstgevendheid van de vennootschap van de één op de andere dag fors moet worden bijgesteld, zonder dat de markt hierover in een eerder stadium op enigerlei wijze werd gealarmeerd? Dankzij het werk van analisten, arbitrageurs of andere professionele beleggers zal dan meestal al vrij snel duidelijk worden dat het beleggende publiek in het verleden verkeerd is voorgelicht en dat de koersdaling die op het moment van de publicatie van de winstwaarschuwing werd geobserveerd het geheel of gedeeltelijk verdampen van de koersinflatie weerspiegelt.¹⁰

9. Vgl. Coughlin, Isaacson & Daley 2005, p. 22-23.

10. Ook in dit scenario hoeft het uiteraard niet noodzakelijkerwijs zo te zijn dat de ware financiële toestand van de vennootschap door middel van één enkele corrigerende mededeling (plotseling) bekend wordt en is het wederom goed denkbaar dat – in plaats daarvan – de koersinflatie door middel van verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen (geleidelijk of gefaseerd) bekend wordt. De koersinflatie zal in dat geval – in plaats van in één keer – geleidelijk of gefaseerd uit de koers lopen. Zie in dit verband onder meer de Amerikaanse uitspraken *Singer v. Reali*, 883 F.3d 425, 446 (4th Cir. 2018); *Katyle v. Penn National Gaming, Inc.*, 637 F.3d 462, 472 (4th Cir. 2011); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 261 (5th Cir. 2009); *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130, 1138 (10th Cir. 2009); *Meyer v. Greene*, 710 F.3d 1189, 1197 (11th Cir. 2013).

Een ander scenario dat onder de *true financial condition theory* kan worden geschaard, is het scenario dat ik zou willen omschrijven als het ‘uitdoven’ van de koersinflatie vanwege het bekend worden van de ware financiële toestand vennootschap.^{11,12} In het Amerikaanse recht staat deze figuur bekend als ‘the inflation *ages out* of the security price’ of ‘the inflation *oozes out* of the security’.¹³ Dit scenario doet zich voor wanneer de vennootschap, na gedurende een bepaalde periode de resultaten te rooskleurig te hebben voorgesteld, op een gegeven moment weer correcte resultaten is gaan publiceren, zonder daar een expliciete winstwaarschuwing aan vooraf te hebben laten gaan. Als er sindsdien verschillende periodes zijn verstreken waarover de vennootschap weer correcte winstcijfers heeft gepubliceerd, hebben voor de *huidige* aandelenkoers de misleidende cijfers inmiddels hun relevantie verloren. De verklaring hiervoor is dat de huidige aandelenkoers wordt bepaald door de verwachte *toekomstige* netto-kasstroom. Deze toekomstige kasstromen worden op hun beurt geschat aan de hand van de kasstromen (en dus winstcijfers) uit het verleden. Hoe verder deze historische kasstromen in het verleden liggen, hoe minder voorspellende waarde ze hebben voor de toekomst en dus hoe minder relevant ze zijn voor de *huidige* aandelenkoers. Dit betekent dat wanneer er sinds de misleiding over verschillende periodes weer juiste winstcijfers zijn gepubliceerd, de door de misleidende cijfers veroorzaakte koersinflatie inmiddels uit de koers is gelopen.¹⁴ De koersinflatie is met andere woorden ‘uitgedoofd’. Het bijzondere van dit

-
11. Zie over dit scenario in de literatuur Bruegger & Dunbar 2009, p. 41; Fry 2008, p. 75; Dunbar & Mayer 2006, p. 17; Coughlin, Isaacson & Daley 2005, p. 23-25; Eisenhofer, Jarvis & Banko 2004, p. 1443.
 12. Voor een heldere beschrijving van het scenario ‘uitdoven’ van de koersinflatie in de Amerikaanse rechtspraak wijs ik op de uitspraak *Gusinsky v. Barclays PLC*, 944 F. Supp.2d 279, 292 (S.D.N.Y. 2013). Wel moet ik hierbij aantekenen dat deze uitspraak in hoger beroep gedeeltelijk is vernietigd, zie *Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC*, 750 F.3d 227, 234-235 (2d Cir. 2014). Het oordeel van de appelrechter kwam er kort gezegd op neer dat de District Court ten onrechte had geconcludeerd dat de eisende beleggers niet hadden voldaan aan hun stelplicht ten aanzien van het vereiste van *loss causation*.
 13. Zie voor deze terminologie onder meer Dunbar & Mayer 2006, p. 17. Ook wijs ik op de volgende opmerking van Justice Breyer tijdens de mondelinge behandeling van de zaak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005): ‘(...) inflation might come out in many different ways, not simply an announcement “I’m a liar.” (...) inflation could ooze out as earning reports come in, but it has to come out.’, zie *Transcript of Record* at 38–39, *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 125 S. Ct. 1627 (No. 03-932).
 14. Ik wijs erop dat Franx in zijn dissertatie ervan lijkt uit te gaan dat in de situatie waarin het publiceren van een prospectus met daarin te positieve winstcijfers over het laatste volledige kwartaal voorafgaand aan de beursgang en/of emissie, enkele maanden later wordt gevolgd door publicatie van de juiste winstcijfers over het eerst

HOOFDSTUK 4

scenario is, dat het goed mogelijk is dat de koersinflatie uit de koers loopt, zonder dat de markt zich dat (direct) realiseert en dus zonder dat zij zich (direct) realiseert in het verleden op het verkeerde been te zijn gezet. Dit laatste zal zich met name voordoen wanneer de – vanwege het bekend worden van de ware financiële toestand – (relatief) slechte resultaten worden gemaskeerd door een incidentele meevaller of door conjuncturele factoren die positief blijken uit te pakken. In dergelijke gevallen zal er doorgaans analistenonderzoek voor nodig zijn om de tegenvallende resultaten te ‘ontmaskeren’. Ter illustratie geef ik van het scenario ‘uitdoven’ van de koersinflatie in de Appendix bij dit hoofdstuk een getallenvoorbeeld.

In het kader van de *true financial condition theory* wijs ik verder nog op het scenario dat (in het Amerikaanse recht) bekend staat als ‘walking down the stock price’.¹⁵ Dit mechanisme houdt in dat de vennootschap stapje voor stapje informatie publiceert waaruit het beleggende publiek (althans, het professionele deel daarvan) kan afleiden dat de huidige beurskoers te hoog is. Arbitrageurs en andere professionele beleggers zullen op deze nieuw verkregen informatie gaan handelen, met als gevolg dat de koersinflatie geleidelijk afneemt. Als na verloop van tijd de koersinflatie uit de koers is gelopen, zal de vennootschap een publieke mededeling doen waarmee de eerdere misleiding wordt gecorrigeerd. De koers zal dan niet of nauwelijks meer reageren. Wordt de vennootschap vervolgens in rechte aangesproken wegens misleiding van het beleggende publiek, dan zal zij zich kunnen verweren met de stelling dat *omdat* de corrigerende mededeling niet resulteerde in een koersreactie, de beweerdelijke misleiding niet van materieel belang was.¹⁶

Tot slot wijs ik er nog op dat wanneer in het hiervoor beschreven scenario van het ‘uitdoven’ van de koersinflatie de vennootschap ervoor zou

aflopende kwartaal na de beursgang en/of emissie, de laatstgenoemde publicatie per definitie tot gevolg heeft dat alle koersinflatie daarmee in één keer verdwijnt, zie Franx 2017, p. 246-247. Mijns inziens ziet Franx hier over het hoofd dat in het scenario waarin er geen officiële corrigerende mededeling plaatsvindt, het in de praktijk goed mogelijk is dat na de eerste publicatie van juiste cijfers nog steeds koersinflatie resteert en er nog één of meer kwartalen met juiste cijfers overheen moeten gaan, alvorens alle koersinflatie is verdwenen.

15. Zie over het mechanisme van *walking down the stock price* onder meer Coughlin, Isaacson & Daley 2005, p. 26-27; Eisenhofer, Jarvis & Banko 2004, p. 1443; Fox 2005a, p. 522-523 en Fox 2005b, p. 1557. Zie in dit verband ook het door de deskundige van de beleggers beschreven eerste scenario in de Amerikaanse uitspraak *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130, 1138 (10th Cir. 2009).

16. Ik benadruk dat dit verweer naar mijn oordeel niet moet worden gehonoreerd. Ik verwijs naar mijn betoog in § 8.4.2.5 en mijn analyse in § 9.4.2.4 *sub c*.

kiezen om geleidelijk aan correcte winstcijfers te gaan publiceren (in plaats dat van de één op de andere verslaggevingsperiode te gaan doen), men ook zou kunnen spreken van ‘walking down the stock price’.¹⁷ Zo zou in het in de Appendix gegeven voorbeeld de vennootschap er bijvoorbeeld voor kunnen kiezen om de gerapporteerde *earnings per share* over een tijdvak van vier (verslaggevings)periodes – met stappen van steeds € 0,05 – af te bouwen van € 1 naar € 0,80. Het zojuist beschreven probleem van het (aanvankelijk) onopgemerkt voorbij gaan van (het bekend worden) de misleiding en (het verdampen van) de koersinflatie, zal zich in zo’n geval in geprononceerde mate voordoen.

Scenario 4: Koersinflatie neemt geleidelijk af vanwege een lek of vanwege het door de markt zelf ‘ontdekken’ van de misleiding

Naast het scenario van *walking down the stock price* zijn ook nog andere scenario’s denkbaar waarvoor geldt dat de misleiding geleidelijk bekend wordt en de koersinflatie geleidelijk uit de koers loopt.¹⁸ Denk in dit verband bijvoorbeeld aan de situatie waarin de misleiding als gevolg van het lekken door *insiders* stapje voor stapje aan het licht komt.¹⁹ Dit lekken zal meestal gepaard gaan met handel met voorkennis en/of geruchtenvorming, met als gevolg dat de koersinflatie geleidelijk verdwijnt. De misleiding kan echter ook geleidelijk aan het licht komen zonder dat er door *insiders* wordt gelekt. Denk bijvoorbeeld aan het scenario waarin dankzij het werk van analisten, arbitrageurs of andere professionele beleggers de markt na verloop van tijd *op eigen kracht* achter de ware toestand van de vennootschap komt.²⁰ De transacties van diezelfde arbitrageurs of andere professionele beleggers zorgen er dan voor dat de koersinflatie geleidelijk uit de koers loopt.

-
17. Zie in dit verband Eisenhofer, Jarvis & Banko 2004, p. 1443-1444 en het voorbeeld van Tabak 2012a, p. 2.
 18. Zie over het geleidelijk uit de koers lopen van de koersinflatie onder meer Coughlin, Isaacson & Daley 2005, p. 23-25; Fox 2005a, p. 522-523 en Fox 2005b, p. 1557.
 19. Zie over het begrip ‘lek(ken)’ in de Nederlandse rechtspraak het arrest Hof Amsterdam 11 november 2014, *JOR* 2015, 71 (Stichting Procedure SdB/VEB) m.nt. G.T.J. Hoff. De door het hof opgenomen fragmenten uit de twee deskundigenberichten (zie r.o. 2.5 respectievelijk r.o. 2.6) bevatten onder meer passages waarin de (onafhankelijke) deskundigen een omschrijving van dit begrip (proberen te) geven.
 20. In dit verband kan onder meer worden gedacht aan het bekend worden van de debiteurenproblemen bij beursfonds Imtech op haar Duitse afzetmarkt in februari 2013. Een analist van ABN Amro, Teun Teeuwisse, wist deze problemen op eigen kracht op te sporen op een moment dat Imtech er zelf nog niet mee naar buiten wilde of kon treden. Zie in verband met dit scenario ook de Amerikaanse uitspraken *Norfolk County Retirement System v. Community Health Systems, Inc.*, 877 F.3d 687, 694-697 (6th Cir. 2017); *Glickenhous & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 422-423 (7th Cir. 2015); *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 686-687 (7th Cir. 2010); *Silversman v. Motorola, Inc.*, 259 F.R.D. 163, 171 (N.D. Ill. 2009).

HOOFDSTUK 4

Scenario 5: Koersinflatie neemt af doordat de marktwaarde van de misleidende informatie afneemt

De koersinflatie kan ook geheel of gedeeltelijk uit de koers lopen doordat onder invloed van externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding afneemt. Het bijzondere van dit scenario is dat de koersinflatie gaandeweg geheel of gedeeltelijk verdwijnt, zonder dat iets over de misleiding bekend wordt en/of zonder dat de misleidende informatie qua inhoud of samenstelling verandert. Een bekend voorbeeld van dit scenario is de oliemaatschappij die haar (bewezen) voorraad oliereserves te gunstig heeft voorgesteld. Als gevolg van de te rooskleurig voorgestelde (omvang van de) oliereserves, zal de beurskoers van het desbetreffende aandeel zijn geïnfleteerd. Wanneer vervolgens de olieprijs wereldwijd daalt, zal de marktwaarde van de te gunstig voorgestelde reserves hierdoor afnemen en daarmee dus ook de koersinflatie.²¹ Analytisch kan men zich dit voorstellen door de aandelenkoers uit te splitsen in enerzijds een zuiver gedeelte (de marktwaarde van het aandeel zonder misleiding) en anderzijds een onzuiver gedeelte (de kunstmatige inflatie als gevolg van de misleiding). Het dalen van de olieprijs zal tot gevolg hebben dat zowel het zuivere gedeelte van de koers als het onzuivere gedeelte in omvang afneemt en het is de laatstgenoemde afname die het gedeeltelijk uit de koers lopen van de koersinflatie weerspiegelt.²²

Een ander voorbeeld is de vennootschap die over een bepaalde technologie beschikt waarvan zij de verwachte opbrengsten te rooskleurig heeft voorgespiegeld. Als gevolg van deze te rooskleurige voorstelling zal haar beurskoers zijn geïnfleteerd. Wanneer vervolgens – doch voordat de misleiding naar buiten komt – plotseling bekend wordt dat een concurrent een veel geavanceerdere technologie heeft uitgevonden, heeft dat tot gevolg dat de bestaande technologie van de eerdergenoemde vennootschap van de één op de andere dag veel minder waard is. De reeds bij voorbaat in de koers ingeprijsde opbrengsten blijken dan dus ineens veel lager te zijn dan aanvankelijk werd gedacht en dat betekent dat de koersinflatie significant afneemt. In het verlengde van dit voorbeeld kan worden gedacht aan de vennootschap die haar resultaten te mooi heeft voorgesteld, maar die voordat de waarheid naar buiten komt (als gevolg van een externe gebeurtenis) plotseling failliet gaat. Zij heeft bijvoorbeeld haar activiteiten plotseling moeten staken, omdat door een (niet door verzekering gedekte) brand of natuurramp haar bedrijfsgebouw ernstig is

21. Zie hierover de *concurring opinion* van judge Sneed in de zaak Green v. Occidental Petroleum Corp., 541 F.2d 891 (9th Cir. 1976).

22. Procentueel gezien zal de daling van het zuivere gedeelte van de koers gelijk zijn aan de daling van het onzuivere gedeelte.

beschadigd. Als gevolg van het faillissement zijn de aandelen van de één op de andere dag niets meer waard en dat betekent dat (ook) de koersinflatie als sneeuw voor de zon verdwijnt.

Scenario 6: Koersinflatie neemt af doordat de inhoud van de misleidende informatie wijzigt

Verder kan de koersinflatie afnemen doordat feiten en omstandigheden die met de misleidende informatie verband houden zich over het tijdvak van de misleiding zodanig ontwikkelen, dat de misleidende informatie gaandeweg ‘minder misleidend’ wordt. Men zou ook kunnen zeggen dat de *inhoud* van de misleidende informatie zodanig wijzigt, dat de mate waarin de informatie misleidend is, gaandeweg afneemt.²³

Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap een persbericht publiceert waarin zij bekend maakt een zeer lucratieve order te hebben binnengesleept. In werkelijkheid is het doorgaan van de order op het moment van publicatie nog hoogst onzeker, zodat het hier om een *misleidend* persbericht gaat resulterend in een kunstmatig *hoge* beurskoers. Verlopen de onderhandelingen tussen de vennootschap en haar (potentiële) klant vervolgens echter zodanig positief dat de order tóch doorgaat, dan wordt (de informatie in) het eerdere persbericht daarmee alsnog bewaarheid. Het eerdere misleidende bericht is dan dus niet langer misleidend. De koers zal op het moment van het zeker stellen van de order echter niet meer reageren (althans, ervan uitgaande dat de vennootschap zich verder stil houdt), aangezien (het doorgaan van) de order reeds in de beurskoers was verdisconteerd. Ondanks het uitblijven van een koersreactie, zal het zeker stellen van de order niettemin tot gevolg hebben dat de koersinflatie verdwijnt. Zonder de misleiding zou de koers in reactie op het nieuws van het definitief doorgaan van de order immers zijn gestegen.

Overigens wijs ik erop dat het in de zojuist beschreven situatie in de praktijk goed denkbaar is dat de misleiding nooit bekend wordt. Als de inhoud van de misleidende informatie tijdens het tijdvak van de misleiding namelijk zodanig wijzigt dat de informatie na verloop van tijd niet langer misleidend is, zal de vennootschap geen enkele aanleiding zien om met de misleiding naar buiten te komen. Weet zij vervolgens alles goed stil te houden en is er verder ook geen analist of arbitrageur die achter de waarheid komt, dan zal de misleiding voor altijd verborgen blijven. Typisch een geval van ‘wat niet weet, wat niet deert’.

23. Zie over het scenario van het wijzigen van de inhoud van de misleidende informatie uitgebreid § 7.2.

HOOFDSTUK 4

Appendix: voorbeeld van het scenario ‘uitdoven’ van de koersinflatie

Tot besluit van dit hoofdstuk geef ik in deze appendix nog een getallenvoorbeeld van het hierboven (in het kader van de *true financial condition theory*) besproken scenario ‘uitdoven’ van de koersinflatie. Ik benadruk dat het hier om een sterk vereenvoudigd voorbeeld gaat, waarbij ik van een aantal externe variabelen – zoals macro-economische en sectorspecifieke ontwikkelingen die normaal gesproken onmiskenbaar van invloed zijn op de resultaten van de vennootschap – zal abstraheren. Dat doe ik om daarmee beter tot uitdrukking te kunnen brengen welke problematiek in dit scenario precies speelt.

Stel dat de *earnings per share* (‘EPS’)²⁴ van vennootschap X over de verslaggevingsperiodes T_1 - T_3 telkens € 1,00 bedragen en X de EPS over deze periodes steeds correct rapporteert.²⁵ Stel verder dat de markt aan het eind van elke verslaggevingsperiode steeds een verwachting vormt ten aanzien van de EPS voor de volgende periode en deze verwachting enerzijds is gebaseerd op de gerapporteerde EPS over de actuele periode en anderzijds op de gerapporteerde EPS over de twee voorafgaande periodes. Meer concreet bestaat deze verwachting uit een gewogen gemiddelde van de gerapporteerde EPS over de genoemde periodes, welke (algebraïsch) wordt weergegeven met de volgende formule:

$$E[\text{EPS}(T_{i+1})] = \frac{3 * \text{EPS}(T_i) + 2 * \text{EPS}(T_{i-1}) + 1 * \text{EPS}(T_{i-2})}{6},$$

waarbij $E[\text{EPS}(T_{i+1})]$ staat voor de (op tijdstip T_i) *verwachte* EPS voor periode T_{i+1} en $\text{EPS}(T_i)$ staat voor de (op tijdstip T_i) *gerapporteerde* EPS over periode T_i . Volgens deze formule leggen bij het bepalen van de verwachte EPS voor de volgende periode de gerapporteerde EPS over de meest recente periode(s) dus (relatief) meer gewicht in de schaal dan de gerapporteerde EPS over minder recente periodes. Dat komt overeen met de (economische) werkelijkheid van de effectmarkt, waar de meest recente informatie in de regel de meeste voorspellende waarde heeft voor de toekomst.

-
24. De EPS is niets anders dan een maatstaf voor de winstgevendheid van een bedrijf. Kort gezegd wordt zij berekend door de totale winst te delen op het totaal aantal uitstaande aandelen. Beursvennootschappen nemen in de regel – al naar gelang de wijze waarop de (totale) winst wordt gerapporteerd – verschillende EPS-maatstaven op in hun jaarrekening.
 25. Aangezien in dit voorbeeld van externe ontwikkelingen wordt geabstraheerd, hoeft het op zichzelf niet onrealistisch te zijn dat de EPS gedurende drie periodes constant (€ 1,00) blijven.

INFLATIE DIE UIT DE KOERS LOOPT

Verder wordt er in dit voorbeeld gemakshalve van uitgegaan dat de actuele beurskoers volledig wordt bepaald door de verwachte EPS voor de volgende periode aan de hand van een zogenoemde ‘multiple’. Een *multiple* is een bepaalde financiële ratio waar in de financieringspraktijk veel gebruik van wordt gemaakt om een aandeel of een project te kunnen waarderen (althans om een eerste schatting te krijgen van de waarde van het desbetreffende aandeel of het desbetreffende project).²⁶ De *multiple* die in dit geval van belang is, is de zogenoemde ‘Price-Earnings Ratio’ (P/E-ratio). De P/E-ratio van een aandeel (of een project) staat voor de prijs van dat aandeel (of dat project) gedeeld door de bijbehorende EPS van het desbetreffende aandeel (of het desbetreffende project).²⁷ Aannemende dat de relevante P/E-ratio in dit geval 10 bedraagt, dan geldt in dit voorbeeld dat de actuele beurskoers op ieder moment gelijk is aan de verwachte EPS voor de volgende periode maal een factor tien.

Stel nu dat de EPS van X over periode 4 terugvallen van € 1,00 naar € 0,80, maar dat X op tijdstip T_4 – ten onrechte – nog steeds EPS van € 1,00 rapporteert. Dit heeft tot gevolg dat op tijdstip T_4 een koersinflatie van € 1,00 in de koers sluipt. Dit wordt als volgt ingezien. Vanwege de gerapporteerde EPS op tijdstip T_4 van € 1,00 bedragen de verwachte EPS voor periode 5 thans nog steeds € 1,00. In de hypothetische situatie zonder misleiding zouden de verwachte EPS echter slechts ($[3 * 0,80 + 2 * 1,00 + 1 * 1,00] / 6 =$) € 0,90 zijn geweest. Een verwachting van de EPS voor periode 5 van € 1,00 betekent in de feitelijke situatie een beurskoers op tijdstip T_4 van ($10 * 1,00 =$) € 10,00, terwijl een verwachting van de EPS van € 0,90 in de hypothetische situatie zonder misleiding een beurskoers op tijdstip T_4 van ($10 * 0,90 =$) € 9,00 zou hebben opgeleverd. De koersinflatie op tijdstip T_4 bedraagt daarmee dus ($10,00 - 9,00 =$) € 1,00. Voor een schematische weergave verwijs ik naar de onderstaande tabel.

Stel verder dat (in de feitelijke situatie) de EPS van X op tijdstip T_5 nog steeds € 0,80 bedragen en X vanaf dat moment weer correcte cijfers gaat publiceren, zonder dat zij de misleidende informatie uit de vorige periode expliciet corrigeert. In de feitelijke situatie zal de beurskoers dan dalen

26. Zie voor een introductie over het gebruik van *multiples* bij het waarderen van aandelen of bedrijven onder meer CFA Institute, *Corporate Finance and Equity* (CFA Program Curriculum 2020, Level I, Volume 4), Reading 41; CFA Institute, *Equity* (CFA Program Curriculum 2020, Level II, Volume 4), Reading 29; Brealey, Myers & Allen 2014, p. 78-80; Hillier, Grinblatt & Titman 2012, 414-420.

27. Wanneer een bepaald aandeel (of een bepaald project) aan de hand van de P/E-ratio wordt gewaardeerd, kan deze ratio worden verkregen door te kijken naar de P/E-ratio's van met het te waarderen aandeel (of het te waarderen project) vergelijkbare aandelen (vergelijkbare projecten) afkomstig uit dezelfde sector.

HOOFDSTUK 4

van € 10,00 naar € 9,00. Bij gerapporteerde EPS op tijdstip T_5 van € 0,80 bedragen de verwachte EPS voor periode 6 namelijk $([3*0,80 + 2*1,00 + 1*1,00] / 6 =) € 0,90$ en dat resulteert in een beurskoers op tijdstip T_5 van $(10 * 0,90 =) € 9,00$. In de hypothetische situatie zonder misleiding zou de beurskoers op tijdstip T_5 echter zijn gedaald van € 9,00 naar € 8,33. De verwachte EPS voor periode 6 zouden in dat geval namelijk slechts $([3*0,80 + 2*0,80 + 1*1,00] / 6 =) € 0,83$ zijn geweest en dat zou hebben geresulteerd in een beurskoers van $(10 * 0,83 =) € 8,33$. Op tijdstip T_5 is daarmee dus sprake van een koersinflatie van $(9,00 - 8,33 =) € 0,67$, hetgeen betekent dat tussen tijdstip T_4 en T_5 de koersinflatie is afgenomen van € 1,00 naar € 0,67. Wanneer vervolgens wordt aangenomen dat de EPS ook na periode 5 constant blijven op een niveau van € 0,80 en X deze EPS daarna steeds correct rapporteert, kan op overeenkomstige wijze worden beredeneerd dat de koersinflatie op tijdstip T_6 (van € 0,67) afneemt tot € 0,33 en deze op tijdstip T_7 (van € 0,33) afneemt tot € 0.²⁸ Voor een schematische weergave verwijs ik wederom naar de onderstaande tabel.

Volgens de hier geschetste gang van zaken zal de koersinflatie die op tijdstip T_4 als gevolg van de misleiding is ontstaan, op tijdstip T_7 dus weer volledig zijn verdwenen. Op tijdstip T_7 is derhalve weer sprake van een volledig zuivere – of anders gezegd: integere – koers. De verklaring hiervoor is dat de misleidende cijfers die op tijdstip T_4 werden gepubliceerd, op tijdstip T_7 hun relevantie voor het inschatten van de toekomstige netto-kasstromen (en daarmee voor de actuele beurskoers) inmiddels hebben verloren. En aangezien vanaf tijdstip T_5 weer correcte cijfers zijn gepubliceerd (en sindsdien derhalve geen nieuwe koersinflatie is ontstaan), zal alle koersinflatie die zich op tijdstip T_4 had gevormd, op tijdstip T_7 dus weer volledig zijn verdwenen. Men zou ook kunnen zeggen dat vanwege het feit dat vanaf tijdstip T_5 weer correcte cijfers zijn gepubliceerd, de koersinflatie over de periodes 5 tot en met 7 geleidelijk – of misschien beter gezegd: gefaseerd – is ‘uitgedoofd’.

Het interessante van het hier geïllustreerde scenario is dat de koersinflatie na drie verslaggevingsperiodes volledig is verdampt, zonder dat daar enige corrigerende mededeling aan te pas is gekomen. Om deze reden is het zeer wel mogelijk dat de misleiding en (het uit de koers lopen van) de koersinflatie geruisloos voorbij gaan en de markt onwetend blijft over het feit dat zij in het verleden – weliswaar eenmalig – verkeerd is voorgelicht. Alleen wanneer analisten, arbitrageurs of andere professionele beleggers

28. Wederom geldt dat aangezien van externe ontwikkelingen wordt geabstraheerd, het op zichzelf niet onrealistisch hoeft te zijn dat de EPS – na een eenmalige terugval – constant blijven op een niveau van € 0,80.

INFLATIE DIE UIT DE KOERS LOOPT

hun 'huiswerk' goed doen, kan de misleiding eventueel worden gedetecteerd.

	T ₁	T ₂	T ₃	T ₄	T ₅	T ₆	T ₇
Correcte EPS	1,00	1,00	1,00	0,80	0,80	0,80	0,80
Gerapporteerde EPS	1,00	1,00	1,00	1,00	0,80	0,80	0,80
Feitelijk verwachte EPS volgende periode	1,00	1,00	1,00	1,00	0,90	0,83	0,80
Feitelijke aandelenkoers	10,00	10,00	10,00	10,00	9,00	8,33	8,00
Hypothetisch verwachte EPS volgende periode				0,90	0,83	0,80	0,80
Hypothetische aandelenkoers				9,00	8,33	8,00	8,00
<i>Koersinflatie</i>				<i>1,00</i>	<i>0,67</i>	<i>0,33</i>	<i>0,00</i>

Hoofdstuk 5. Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten naar Nederlands recht

5.1 Inleiding

De beursvennootschap die misleidende informatie publiceert of relevante informatie achterhoudt waardoor een misleidend beeld wordt gecreëerd, handelt onrechtmatig. Zoals besproken in de Inleiding van dit boek, kan dit onrechtmatig handelen zijn gelegen in het publiceren van een misleidend prospectus (of andere misleidende informatie buiten het prospectus om) in het kader van een beursgang en/of emissie, het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten.¹ Het geven van een misleidende voorstelling van zaken ten aanzien van de (financiële toestand van de) vennootschap leidt tot onzuivere koersvorming. Beleggers kunnen hierdoor schade lijden, want zij nemen dan aan- en/of verkoopbeslissingen op basis van onvolledige en/of onjuiste informatie. Deze schade wordt definitief geleden op het moment waarop de misleiding bekend wordt en de koersinflatie (dientengevolge) uit de koers loopt. Beleggers hebben alleen recht op *schadevergoeding* als (en voor zover) het door hen geleden koersverlies in voldoende causaal verband staat met de misleidende informatie. Wanneer in rechte het onrechtmatig handelen van de vennootschap eenmaal is vastgesteld, zal het processuele debat zich rondom deze causaliteits- en schadevraag concentreren. Het zijn de materieelrechtelijke aspecten van de causaliteits- en schadevraag die in dit hoofdstuk centraal staan.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In § 5.2 formuleer ik eerst een aantal aannames. Dat doe ik, omdat ik in dit hoofdstuk van een sterk vereenvoudigd feitencomplex van misleiding zal uitgaan. De gedachte is om vanuit dit vereenvoudigde feitencomplex de materieelrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade te analyseren. In § 5.3

1. Zie de Inleiding van dit boek, § 1.2.

HOOFDSTUK 5

schets ik daarna in grote lijnen het materieelrechtelijk kader van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende berichtgeving op de beurs. Daartoe zal ik in § 5.3.2 eerst teruggrijpen op de twee in hoofdstuk 1 onderscheiden feitelijke grondslagen waarmee de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding kan onderbouwen.² Deze twee feitelijke grondslagen vormen de rode draad voor de inhoudelijke analyse in het vervolg van dit hoofdstuk en in het vervolg van het boek. In § 5.4 staat vervolgens de vraag centraal of, en zo ja, in welke mate, voor het aannemen van juridisch causaal verband steeds is vereist dat de eisende belegger daadwerkelijk (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing daardoor is beïnvloed. In § 5.5 wordt daarna besproken op welke wijze de door de misleiding veroorzaakte koersschade moet worden vastgesteld, en in welke omvang deze koersschade op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend. In § 5.6 ga ik in op het leerstuk van de eigen schuld en in § 5.7 sluit ik af met een opsomming van de relevante onderzoeksvragen voor het vervolg van Deel IV.

5.2 Uitgangspunten voor het vervolg

In het vervolg van dit hoofdstuk ga ik uit van het volgende vereenvoudigde feitencomplex van misleiding:

- Op tijdstip T_0 maakt vennootschap X zich schuldig aan misleiding van het beleggende publiek. Aangenomen wordt dat de misleiding zijn weerslag heeft op de beurskoers.
- De misleiding bestaat uit één enkele misleidende mededeling of misleidende omissie. Er is geen sprake van verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies.
- De inhoud van de misleidende informatie blijft over het tijdvak van de misleiding ongewijzigd.³
- Op tijdstip T_2 komt de misleiding door één enkele corrigerende mededeling (al dan niet afkomstig van de vennootschap) naar buiten. Er is geen sprake van verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen die ervoor zorgen dat de misleiding *stapsgewijs* bekend wordt.

2. Zie § 1.3.2.

3. In het in hoofdstuk 4 (onder het vijfde scenario) gegeven voorbeeld van de te rooskleurig voorgestelde hoeveelheid oliereserves betekent deze aanname het volgende. Wanneer bijvoorbeeld op tijdstip T_0 de voorraad bewezen oliereserves met 500 miljoen *barrel* wordt overschat, bedraagt op tijdstip T_2 deze overgeschatte hoeveelheid nog steeds 500 miljoen *barrel*, en is deze niet ineens opgelopen tot – zeg – 750 miljoen *barrel*.

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

- Evenmin is sprake van het bekend worden van de misleiding volgens de scenario's die ik in hoofdstuk 4 heb geschaard onder de noemer van de 'true financial condition theory'.⁴
- De corrigerende mededeling wordt niet gecombineerd met de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie.
- De corrigerende mededeling hoeft niet noodzakelijkerwijs een significante koersreactie uit te lokken. Denkbaar is namelijk dat op het tijdstip van de officiële corrigerende mededeling de inflatie al uit de koers is gelopen. Er was bijvoorbeeld sprake van een lek waardoor handel met voorkennis (eventueel in combinatie met geruchtenvorming) is ontstaan,⁵ de markt is voortijdig *op eigen kracht* achter de misleiding gekomen,⁶ of externe factoren hebben zodanig (negatief) op de koersinflatie ingewerkt dat deze op het moment van de corrigerende mededeling reeds is verdampt.⁷
- Naar aanleiding van de corrigerende mededeling vindt geen paniekreactie plaats doordat beleggers in reactie op het bekend worden van de misleiding hun aandelen massaal 'in paniek' verkopen.
- De corrigerende mededeling leidt niet tot een extra koersdaling vanwege het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap te maken kosten in verband met te voeren juridische procedures, zoals proceskosten, kosten voor juridische bijstand of een eventueel te betalen schadevergoeding.⁸
- De corrigerende mededeling leidt evenmin tot een extra koersdaling doordat het beleggende publiek vanwege (het bekend worden van) de misleiding minder vertrouwen heeft in de kwaliteit en/of integriteit van het bestuur van de vennootschap.
- De corrigerende mededeling leidt evenmin tot een extra koersdaling vanwege het door de markt inprijzen van een toename van het beleggingsrisico dat wordt gelopen op het litigieuze aandeel. Dit risico zou bijvoorbeeld kunnen toenemen doordat de markt naar aanleiding van de (eerste) corrigerende mededeling er rekening mee houdt dat nog meer *disclosures* zullen gaan volgen of doordat de markt verwacht dat als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding mogelijk belangrijke bestuurders zullen moeten aftreden.

4. Zie het derde scenario in hoofdstuk 4. Het feit dat het bekend worden van de misleiding volgens de *true financial condition theory* in dit hoofdstuk wordt uitgesloten, betekent onder meer dat de onder deze theorie ressorterende scenario's 'uitdoven' van de koersinflatie en 'walking down the stock price' buiten beschouwing blijven.

5. Zie in dit verband het vierde scenario in hoofdstuk 4.

6. Zie in dit verband eveneens het vierde scenario in hoofdstuk 4.

7. Zie in dit verband het vijfde scenario in hoofdstuk 4.

8. Voor het antwoord op de vraag of het hier om zogenoemde 'afgeleide schade' gaat, verwijs ik naar § 7.5.2.

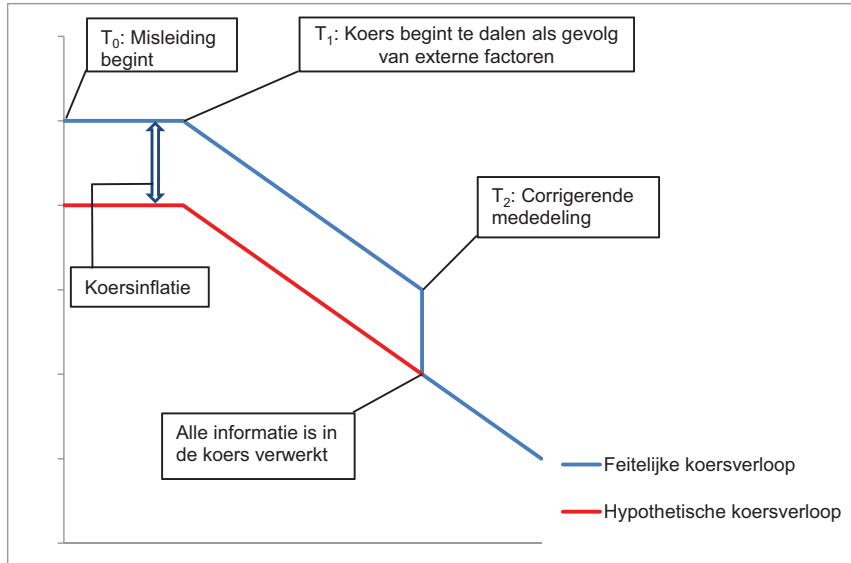
HOOFDSTUK 5

- Het tijdvak van de misleiding valt niet geheel of gedeeltelijk samen met een periode waarin zich (als gevolg van irrationeel beleggedrag meestal in combinatie met arbitragebeperkingen) in de koers van het litigieuze aandeel een zeepbel heeft gevormd, en waarin deze zeepbel tot gevolg heeft dat het koerseffect van de misleiding veel groter is dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigt.
- Het tijdvak van de misleiding valt niet geheel of gedeeltelijk samen met een periode waarin *tevens* een overwaardering in de koers is ontstaan als gevolg van een te rooskleurige analistenvoorspelling of een te optimistisch getoonzet analistenrapport.

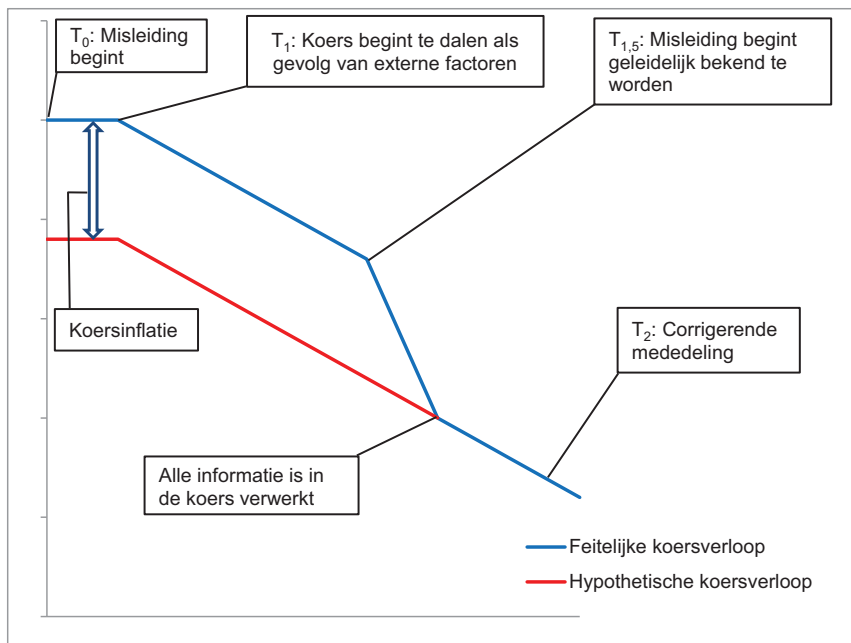
Dit vereenvoudigde feitencomplex laat zich gemakkelijk grafisch illustreren. Hieronder worden twee mogelijke scenario's afgebeeld. In het eerste scenario is de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding constant en is op het moment van de officiële corrigerende mededeling een (significante) koersreactie te zien (zie figuur 1). In het tweede scenario begint – als gevolg van een lek (resultierend in handel met voorwetenschap en/of geruchtevorming) – vanaf een zeker moment de misleiding geleidelijk bekend te worden en neemt de koersinflatie daardoor geleidelijk af. Op het moment van de officiële corrigerende mededeling is alle koersinflatie al uit de koers gelopen, en is daardoor geen (significante) koersreactie (meer) te zien (zie figuur 2). In beide grafieken representeert de blauwe lijn het feitelijke koersverloop zoals zich dat in werkelijkheid heeft gerealiseerd, en representeert de rode lijn het hypothetische koersverloop zoals dat eruit zou hebben gezien in de hypothetische situatie zonder misleiding.⁹

9. Het feitelijke koersverloop is eenvoudig te bepalen aan de hand van de Officiële Prijscourant van Euronext Amsterdam. Hoe het hypothetische koersverloop kan worden geconstrueerd, bespreek ik uitgebreid in § 8.4.3 en § 8.4.4.

Figuur 1



Figuur 2



HOOFDSTUK 5

De beleggers die tussen tijdstip T_0 en tijdstip T_2 aandelen hebben gekocht, zijn beweerdelijk misleid en stellen zich op het standpunt door de vennootschap te zijn benadeeld. Wanneer zij voor het door hen geleden koersverlies gecompenseerd willen worden, moet in rechte onder meer komen vast te staan dat (i) zij (als gevolg van de misleiding) *schade* hebben geleden, en (ii) deze schade in voldoende *causaal verband* staat met de door de vennootschap begane normschending. Het zijn zoals ik al opmerkte de materieelrechtelijke aspecten van deze causaliteits- en schadevraag die in dit hoofdstuk centraal staan. Omwille van de eenvoud spitst de analyse zich in dit hoofdstuk voornamelijk toe op de door de eisende belegger feitelijk geleden koersschade *per gekocht aandeel*. Deze vereenvoudiging acht ik niet bezwaarlijk, omdat in de situatie waarin de belegger over het tijdvak van de misleiding meer dan één aandeel heeft gekocht (en eventueel ook weer tussentijds heeft verkocht), zijn totale koersschade gemakkelijk kan worden verkregen aan de hand van de geleden koersschade *per gekocht aandeel* in combinatie met zijn individuele transactiegegevens.¹⁰ Verder abstraheer ik in het hiernavolgende vooralsnog van de hoedanigheid van de eisende belegger (particulier of professioneel). Pas in § 5.6 zal ik in het kader van de eigen schuld differentiëren tussen enerzijds de particuliere en anderzijds de professionele belegger.

5.3 Het materieelrechtelijk kader in grote lijnen geschetst

5.3.1 Inleiding

In deze paragraaf schets ik in grote lijnen het materieelrechtelijk kader van het *causaal verband* en de schade bij aansprakelijkheid voor

10. Wel wijs ik erop dat in de situatie waarin de belegger op verschillende tijdstippen in het tijdvak van de misleiding aandelen heeft gekocht en deze vervolgens ook weer geheel of gedeeltelijk in het tijdvak van de misleiding heeft verkocht, er bij de schadebegroting een complicatie optreedt (zie hierover uitgebreid § 5.5.2.3 *sub d* en *sub e*). In dat geval zal namelijk een aanname moeten worden gedaan over de voorraad waaruit de verkochte aandelen afkomstig waren. Eenzelfde complicatie doet zich voor wanneer de belegger die in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht en deze ook weer geheel of gedeeltelijk tussentijds heeft verkocht, reeds aandeelhouder was toen de misleiding begon. Ook in dat geval speelt immers de vraag uit welke voorraad de verkochte aandelen afkomstig waren. Voor de genoemde aanname kunnen twee methoden worden onderscheiden: de FIFO- ('first-in-first-out') en LIFO-methode ('last-in-first-out'). Beide methoden leiden in beginsel tot verschillende uitkomsten. Zie over het hier gesignaleerde probleem in de Amerikaanse literatuur onder meer Galley e.a. 2014, p. 13-14; Francis 2009, p. 3074-3078; Wong 2008; Sucharow & Keller 2006. Zie over de FIFO- en LIFO-methode in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 127-128, p. 129-130 en p. 139-140.

misleidende berichtgeving op de beurs.¹¹ Hierbij begin ik met het onderscheiden van twee feitelijke grondslagen waarmee de belegger zijn vordering tot schadevergoeding kan onderbouwen, en ik leg daarbij uit dat de wijze waarop de belegger zijn vordering inkleedt het perspectief bepaalt dat bij het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen (§ 5.3.2). Daarna bespreek ik voor beide feitelijke grondslagen het causaal verband, te onderscheiden in het csqn-verband en het toerekeningsverband (§ 5.3.3 en § 5.3.4). In aansluiting daarop sta ik kort stil bij de bewijsrechtelijke complicaties waarmee beide grondslagen gepaard kunnen gaan (§ 5.3.5). Vervolgens geef ik twee getallen-voorbeelden om het verschil tussen de twee onderscheiden feitelijke grondslagen (en het verschil in perspectief voor het causaal verband en de schade) te illustreren (§ 5.3.6). Daarna plaats ik de twee onderscheiden grondslagen in het perspectief van het begrip transactiecausaliteit zoals dat is ontwikkeld door De Jong (§ 5.3.7).¹² Tot slot ga ik in op de toepassing van beide grondslagen bij *prospectusaansprakelijkheid* (§ 5.3.8).

5.3.2 De feitelijke grondslag van de vordering bepaalt het perspectief

Het construeren van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie is in de literatuur een niet onomstreden kwestie. De steeds terugkerende vraag is of voor het aannemen van causaal verband de eis moet worden gesteld dat de eisende belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd.¹³ Een aantal auteurs houdt er een nogal streng causaliteitsbegrip op na en wil voor het rechtens vereiste causaal verband inderdaad als minimumeis hanteren dat de belegger direct (door eigen lezing) of indirect (door tussenkomst van een adviseur) op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed.¹⁴ Een andere stroming is minder streng en acht voldoende dat de belegger is afgegaan op een door de misleidende

11. Delen van § 5.3.2-§ 5.3.4 zijn al verschenen in eerdere publicaties van mijn hand, zie Pijls 2009a, Pijls 2009c en Pijls 2017.

12. De Jong 2010, p. 44-50.

13. Zie in dit verband ook de analyse van Franx 2017, p. 223-225, waarbij ik aantekenen dat zijn analyse specifiek is toegespitst op het leerstuk van *prospectusaansprakelijkheid* in het kader van een beursgang en/of emissie.

14. Zie in het kader van de aansprakelijkheid van de accountant voor een misleidende jaarrekening Giesen 1999, p. 77. Zie in het kader van de aansprakelijkheid voor een misleidende jaarrekening in het algemeen Van den Akker 2001, p. 178 (Van den Akker lijkt haar standpunt niet te beperken tot de aansprakelijkheid van de accountant). En zie in het kader van *prospectusaansprakelijkheid* Jansen, Schreuder & Verhagen 2003, p. 90-92.

HOOFDSTUK 5

informatie teweeggebrachte positieve marktstemming.¹⁵ De meest liberale stroming huldigt de opvatting dat voor het aannemen van causaal verband *in het geheel niet* is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan, en acht voldoende dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel erop vertrouwd dat de beurskoers een resultante was van eerlijke marktwerking (en dito prijsvorming) en niet was ‘vervuild’ met misleidende informatie (een zeer *indirecte* manier dus van vertrouwen op de misleidende informatie).¹⁶ Een vurig pleitbezorger van de laatstgenoemde opvatting is De Jong.¹⁷ In zijn dissertatie verdedigt hij met kracht van argumenten de stelling dat wanneer de belegger slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd (en vervolgens in dit vertrouwen is beschaamd), dit reeds voldoende is voor het aannemen van causaal verband.

Ongeacht of men voor het causaal verband een stringente dan wel soepele benadering voorstaat, zou ik nogmaals willen benadrukken dat iedere discussie over causaliteit mijns inziens begint met het feitencomplex dat de belegger in het concrete geval aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt.¹⁸ In abstracto kan men namelijk niet spreken van ‘het causaal verband’. Het causaal verband krijgt pas vorm en inhoud wanneer het is gekoppeld aan een bepaalde feitelijke grondslag.¹⁹ Het is met andere woorden de feitelijke grondslag van de vordering die het perspectief bepaalt dat bij het causaal verband (en in het verlengde daarvan: de schade) tot uitgangspunt moet worden genomen.^{20, 21} Zoals uiteengezet in hoofdstuk 1, kunnen voor de beleggers die als gevolg van

-
15. Zie Maris & Boele 1994, p. 146; Timmerman 1996, p. 81; Blom 1996, p. 153-154; Hoff 1997, p. 363 en Den Boogert 2002, p. 190, allen in het kader van prospectus-aansprakelijkheid.
 16. Zie Mendel 1992, p. 254-256; Van Andel & Rutten 2008, p. 181 en p. 184-185. Zie Boertien 1962, p. 186 in het kader van de aansprakelijkheid van de accountant voor een misleidende jaarrekening. Hoewel hij dit niet expliciet uitspreekt, bespeur ik deze opvatting ook bij Croiset Van Uchelen 2007, p. 211.
 17. De Jong 2010, p. 154-164 en p. 170-175.
 18. Zie over deze kwestie reeds § 1.3.2.
 19. Vgl. art. 24 Rv.
 20. Franx onderschrijft deze zienswijze in zijn dissertatie, zie Franx 2017, p. 223-225.
 21. Zie voor een treffend voorbeeld van de wijze waarop de feitelijke grondslag het perspectief kan bepalen voor het causaal verband en de schade het in § 5.5.4 te bespreken arrest HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF). Zie ook het commentaar bij dit arrest van H.M. Vletter-van Dort en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008/104. Voor andere aansprekende voorbeelden (in een enigszins andere context) wijs ik op het arrest HR 26 juni 2009, *NJ* 2009/418, m.nt. P. van Schilfgaarde (X en Y/Eurocommerce Holding B.V.), r.o. 4.10 en op punt 3.14 van de conclusie van A-G W.L. Valk, ECLI:NL:PHR:2018:1459, bij HR 22 februari 2019, ECLI:NL:HR:2019:269, *NJ* 2020/8, m.nt. J.L. Smeehuijzen (X e.a./Y en Z).

een door de vennootschap gecreëerde misleidende voorstelling van zaken (beweerdelijk) zijn benadeeld twee feitelijke grondslagen worden onderscheiden.^{22,23} In de eerste plaats kunnen de eisende beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. Deze beleggers vorderen primair schadevergoeding ter hoogte van het bedrag van de koersinflatie. In de tweede plaats kunnen de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, en zij bij juiste en volledig informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Deze beleggers vorderen primair schadevergoeding voor het op het litigieuze aandeel geleden koersverlies, eventueel aangevuld (of verminderd) met de koerswinst die zou zijn behaald (of het verlies dat zou zijn geleden) in de hypothetische situatie zonder misleiding.

5.3.3 Eerste feitelijke grondslag: *csqn* en toerekening

Voor de beleggers die kiezen voor de eerstgenoemde feitelijke grondslag is voor het causaal verband mijns inziens in beginsel niet relevant of zij al dan niet (direct of indirect) van de misleidende informatie hebben kennis genomen en hun beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed.²⁴ Deze beleggers leggen namelijk niet aan hun vordering ten grondslag dat zij schade hebben geleden omdat zij *op de misleidende informatie zijn afgegaan* en aldus zijn *misleid*, maar omdat zij *als gevolg van de misleiding een te hoge prijs* voor hun aandeel hebben betaald. Zij stellen zich met andere woorden op het standpunt bij de aankoop van het litigieuze aandeel op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – te hebben vertrouwd, en menen achteraf in dit vertrouwen te zijn beschaamd.²⁵ Kan

22. Zie § 1.3.2.

23. Zie over (het belang van) dit onderscheid ook punt 3.10 van de conclusie van A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2010:BM9615, bij HR 8 oktober 2010, *NJ* 2010/545; *JOR* 2010/345, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (*X/Forward Business Parks* 2000 N.V.). Vgl. in dit verband Lindenberg in zijn *NJ*-noot (sub 5) onder het arrest HR 30 januari 2015, ECLI:NL:HR2015:178, *NJ* 2015/377 (Stichting Exploitatie Nederlandse Staatsloterij/Stichting Loterijverlies.nl).

24. Voor prospectusaansprakelijkheid kiest de Hoge Raad in het World Online-arrest voor een andere benadering, zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.3. Ik kom hier in § 5.3.8 op terug. Of de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gekozen benadering ook geldt in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, is vooralsnog een onbeantwoorde vraag. Ik verwijs naar § 5.4.5.

25. Zie in dit verband ook het bekende Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest, HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.). Dit arrest bespreek ik uitgebreid in § 5.4.4.2.

HOOFDSTUK 5

voor deze beleggers worden vastgesteld dat de misleidende informatie daadwerkelijk heeft geresulteerd in een hogere beurskoers, dan is het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) daarmee gegeven. Zonder de misleiding zouden zij immers een lagere prijs voor het aandeel hebben betaald. De omstandigheid dat de beleggers zonder (direct of indirect) van de misleidende informatie kennis te nemen het aandeel hebben gekocht, doet hier niets aan af. Iets anders is dat de aangesproken vennootschap zou kunnen betogen dat deze omstandigheid het (via het csqn-verband gevestigde) causaal verband doorbreekt.²⁶ De redenering is dat de schade van de belegger niet is veroorzaakt door (het publiceren van) de misleidende informatie, maar door de eigen aankoopbeslissing van de belegger.²⁷ Men moet goed voor ogen houden om wat voor verweer het hier gaat. Het gaat hier *niet* om een verweer dat wordt gevoerd in het kader van het csqn-verband, maar om een verweer dat in de sleutel staat van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. Het is dus aan de vennootschap om te *beargumenteren* (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te *bewijzen*)^{28, 29} dat vanwege het door de belegger slechts vertrouwen op de integriteit van de beurskoers het rechtens vereiste causaal verband niet kan worden aangenomen.³⁰ Of dit verweer moet worden gehonoreerd, betreft in beginsel een rechtsvraag en moet worden beoordeeld aan de hand van de

-
26. Vgl. de redenering van het Hof Den Haag in de Aeilkema-Veenkoloniale Bank-zaak, Hof 's-Gravenhage 19 februari 1931, *NJ* 1931/1080 (Hooite Meursing e.a./Aeilkema).
 27. In de literatuur wordt ten aanzien van deze figuur gerefereerd aan 'doorbreking van het causaal verband door tussenkomend menselijk handelen'.
 28. Hartkamp en Sieburgh spreken in dit verband van een 'argumenteerlast' (curs. *ACWP*) van de aansprakelijke. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 2019 (6-IV), nr. 144 en Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 82. Zie over de bewijslastverdeling in het kader van art. 6:98 BW ook Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 45; Asser 2004, nr. 182. Zie voor een ander geluid op dit punt Boonekamp, *Stelplicht en Bewijslast*, commentaar op art. 6:98 BW. A-G F.F. Langemeijer lijkt in punt 2.22-2.23 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2019:61, bij het 81 RO-arrest HR 8 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:326 (ABN AMRO Bank N.V./X) Boonekamp op dit punt te volgen.
 29. Zie HR 2 oktober 1998, *NJ* 1998/831 (Nacap/Shellfish), r.o. 3.10. Zie ook punt 3.30-3.36 van de conclusie van A-G J. Spier bij dit arrest. Zie verder HR 29 april 2011, *NJ* 2011/191 (Bouwcombinatie BR-4 V.O.F. e.a./Liander N.V.), waar de Hoge Raad in r.o. 3.2.3 de desbetreffende overweging van het hof weergeeft (Hof Arnhem 16 maart 2010, *JA* 2010/68, r.o. 4.16). Zie voorts punt 4.8 van de conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2012:BU5737, bij het 81 RO-arrest HR 10 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU5737 (X/Y en Z).
 30. De Hoge Raad lijkt in het World Online-arrest enigszins te miskennen dat het bij art. 6:98 BW niet in de eerste plaats om een *bewijslast* gaat, maar om een *argumenteerlast*. Zo overweegt hij dat ten aanzien van het causaal verband ex art. 6:98 BW 'in beginsel de gewone *bewijsregels* (...) gelden' (curs. *ACWP*), aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

normatieve maatstaven van art. 6:98 BW.³¹ Deze toerekeningsvraag staat centraal in § 5.4.

Ik wijs erop dat wanneer de normschending van de vennootschap bestaat uit het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap, het verweer dat het causaal verband is doorbroken omdat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel niet (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan, uiteraard is uitgesloten. In dat geval is op het moment van aankoop de relevante informatie immers nog niet gepubliceerd, zodat het onmogelijk is de belegger tegen te werpen dat hij van deze (niet-gepubliceerde!) informatie geen kennis heeft genomen. Het causaliteitsverweer bij het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap moet aldus luiden dat (aannemelijk is dat) de belegger bij (tijdige) publicatie niet op de (alsdan gepubliceerde) informatie *zou zijn* afgegaan.

Wanneer vanwege externe marktfactoren de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen (en daarmee de omvang van de kunstmatige koersinflatie), is een ander verweer dat de vennootschap in het kader van het toerekeningsverband zou kunnen voeren, dat het onredelijk is het volledige bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop aan haar toe te rekenen. De gedachte is dat de belegger met de aankoop van het aandeel willens en wetens de aan het aandeel verbonden algemene beleggingsrisico's heeft geaccepteerd. Het afnemen van de marktwaarde van de misleidende informatie onder invloed van externe factoren betreft zo'n algemeen beleggingsrisico, en daarom kan slechts het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding aan de vennootschap worden toegerekend, zo zou zij kunnen betogen. Over dit toerekeningsverweer kom ik te spreken in § 5.5.2.3.

Ik merkte zojuist op dat voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, voor het causaal verband *in beginsel* niet relevant is of zij (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan en of hun beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed. Deze omstandigheid is *in beginsel* niet relevant, maar onder omstandigheden kan zij niettemin relevant worden door de eigen stelling(en) van de belegger. Kiest de belegger er namelijk zelf voor om aan zijn vordering ten

31. Het oordeel van de Hoge Raad in het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest kwam er kort gezegd op neer dat een dergelijk verweer getuigt van een te streng causaliteitsbegrip, zie HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.).

HOOFDSTUK 5

grondslag te leggen dat hij (direct of indirect) op de misleidende is afgegaan, en hij vervolgens de geïnformeerde (en weloverwogen) beslissing heeft genomen om het aandeel tegen de geldende (geïnflateerde) marktprijs te kopen, dan is denkbaar dat hij de laatstgenoemde omstandigheid zelf – wellicht ongewild – onderwerp maakt van processueel debat. Naar mijn mening doen de beleggers die voor de eerstgenoemde feitelijke grondslag kiezen er dus verstandig aan hun vordering niet mede te onderbouwen met de stelling dat hun beleggingsbeslissing (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed.

5.3.4 Tweede feitelijke grondslag: csqn en toerekening

Voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleidende informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, is voor het causaal verband in beginsel wel relevant of zij (direct of indirect) van de misleidende informatie hebben kennis genomen.³² Wel moet wederom goed worden gekeken op welke wijze de beleggers hun stelling dat de (beslissing tot) aankoop van het litigieuze aandeel in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleidende informatie, precies inkleuren. Mijns inziens kan dit op drie manieren.³³ Ten eerste kunnen de beleggers zich op het standpunt stellen dat zij direct op de misleidende informatie zijn afgegaan en hun (beslissing tot) aankoop daadwerkelijk op deze informatie hebben gebaseerd.³⁴ In dat geval is voor het causaal verband uiteraard relevant of de beleggers al dan niet van de misleidende informatie hebben kennis genomen, simpelweg omdat zij dit stellen. Ten tweede kunnen de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen

32. Dit ligt iets genuanceerder voor het geval waarin de eisende belegger gebruikt maakt van *algorithmic trading* en waarbij zijn kooporder wordt ‘getriggerd’ door een koersbeweging die direct is terug te voeren op de misleidende informatie. In dat geval is er onmiskenbaar sprake van een csqn-verband tussen de misleidende informatie en de aankoopbeslissing van de belegger, terwijl hij *niet* (direct) op de misleidende informatie is afgegaan. Wel zou men kunnen zeggen dat het algoritme (indirect) op de misleidende informatie ‘is afgegaan’, en in zoverre dus ook de belegger. Ik laat dit geval hier verder buiten beschouwing. Zie over dit geval ook de *Brief of Securities Law Scholars as Amici Curiae in Support of Respondent*, p. 10, voetnoot 6, in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258 (2014) (‘Halliburton II’).

33. Zie in dit verband ook de analyse van Franx 2017, p. 223-225, die overigens specifiek is toegespitst op *prospectusaansprakelijkheid* in het kader van een beursgang en/of emissie.

34. Zie in dit verband bijvoorbeeld de stellingen van de eisende beleggers in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 4.7-4.10. Overigens ging het in deze zaak om misleiding bij het aanbieden van effecten buiten het beurssegment.

dat zij hun beslissing tot aankoop hebben genomen na overleg met een deskundig adviseur.^{35, 36} In dat geval moeten zij kunnen aantonen dat de adviseur op de misleidende informatie is afgegaan, en zij hun (beslissing tot) aankoop vervolgens op het advies van de adviseur hebben gebaseerd.³⁷ Tot slot kunnen de beleggers zich op het standpunt stellen dat zij hun (beslissing tot) aankoop hebben gebaseerd op een door de misleidende informatie teweeggebrachte positieve marktstemming. In dit laatste geval volstaat het voor de beleggers om aan te tonen dat de misleidende informatie heeft geleid tot een (misleidende) positieve marktstemming, en zij zich bij hun (beslissing tot) aankoop vervolgens door deze marktstemming hebben laten leiden.³⁸ Overigens zal de situatie waarin de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij op een (misleidende) positieve marktstemming zijn afgegaan, zich vooral voordoen wanneer de normschending van de vennootschap bestaat uit het publiceren van een misleidend prospectus en eventueel wanneer deze bestaat uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving. Het is namelijk niet erg waarschijnlijk – doch ook niet onmogelijk – dat een door de vennootschap (onverplicht) gepubliceerd misleidend ad hoc-bericht een positieve marktstemming zal veroorzaken.

Ik wijs erop dat wanneer de normschending van de vennootschap bestaat uit het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap, de beleggers zich *niet* op het standpunt zullen stellen dat zij (direct of indirect) van de misleidende informatie hebben kennis genomen, en hun beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed. In dat geval is op het moment van aankoop de relevante informatie immers nog niet gepubliceerd, zodat de beleggers daarop ook niet kunnen zijn afgegaan. Zij kunnen dan hoogstens op een – door het niet publiceren van de voorwetenschap in stand gehouden – te positief (en daarmee misleidend) beeld zijn afgegaan. Deze feitelijke grondslag is bij het niet (tijdig) publiceren

35. Zie in dit verband bijvoorbeeld de stellingen van de eisende beleggers in de zaak Rb. Amsterdam 25 juni 2008, ECLI:NL:RBAMS:2008:BD6614 (Fratini e.a./Peters e.a.), r.o. 3.7-3.8.

36. Deze adviseur zal meestal de beleggingsonderneming (in de zin van de Wft) zijn van wiens diensten de beleggers gebruikmaken om deel te kunnen nemen aan de beurs-handel.

37. Ik ga hierbij ervan uit dat de hoofdregel van art. 150 Rv van toepassing is, en ik abstraheer voorsnog van het in het World Online-arrest door de Hoge Raad gehanteerde ‘uitgangspunt’ dat causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is, HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2. Over de reikwijdte van dit oordeel van de Hoge Raad kom ik te spreken in § 5.4.5.

38. Idem.

HOOFDSTUK 5

van voorwetenschap echter geenszins uitgesloten. Zo zouden de beleggers bijvoorbeeld aan hun vordering ten grondslag kunnen leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding op de (thans achtergehouden) informatie *zouden zijn afgegaan*, en vervolgens de (geïnformeerde) beslissing zouden hebben genomen van aankoop van het litigieuze aandeel af te zien. Gedacht kan worden aan de situatie waarin de toestand van de vennootschap zodanig is verslechterd, dat de beleggers (kunnen aantonen dat zij) bij bekendheid met deze toestand het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht.³⁹

Komt in rechte vast te staan dat de beleggers bij juiste en volledige informatie inderdaad van aankoop van het litigieuze aandeel zouden hebben afgezien, dan is de aansprakelijkheid van de vennootschap daarmee nog niet gegeven. Tevens zal moeten worden vastgesteld dat de door beleggers gestelde koersschade in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleidende informatie. Een in de praktijk veel voorkomend verweer dat de aangesproken vennootschap in dit verband kan voeren, is dat de beleggers ook bij afwezigheid van de misleiding koersverlies zouden hebben geleden.⁴⁰ Dit koersverlies zouden zij bijvoorbeeld hebben geleden, wanneer zij hun geld zouden hebben geïnvesteerd in een alternatief beleggingsobject dat evenals het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding in waarde is gedaald. Hoewel ik geen enkel dogmatisch bezwaar zie om dit verweer in rechte te honoreren, rijst hier natuurlijk wel de vraag op wie de bewijslast (en daarmee het bewijsrisico) rust van de stelling dat de beleggers ook in de hypothetische situatie zonder misleiding koersverlies zouden hebben geleden. Moeten de beleggers bewijzen dat zij bij afwezigheid van de misleiding hun geld niet eveneens verliesgevend zouden hebben belegd? Of moet de vennootschap bewijzen dat de beleggers ook op een alterna-

39. Zie in dit verband bijvoorbeeld de feitelijke grondslag van de vordering in de procedure die (onder meer) de Stichting FortisEffect heeft aangespannen tegen (onder meer) de Nederlandse Staat en Fortis N.V.: 'eisers (...) hebben door het onrechtmatig handelen van gedaagden schade geleden doordat zij in de periode van 29 september 2008 tot en met 3 oktober 2008 effecten Fortis hebben gekocht en/of behouden waar zij dat bij juiste en volledige informatie *niet* zouden hebben gedaan' (curs. *ACWP*), aldus Rb. Amsterdam 17 september 2009, *JOR* 2009/284, m.nt. M. Brink (Stichting FortisEffect e.a./Staat en Fortis N.V. e.a.), r.o. 3.2 (slot).

40. Zie in dit verband bijvoorbeeld het verweer van gedaagde Bouwhuis in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 8.2 en 8.4. Verder wijs ik erop dat het in de hoofdtekst genoemde verweer ook in de sleutel van de (al dan niet aanwezigheid van) schade zou kunnen staan. In dat geval zou het als volgt kunnen luiden: 'het koersverlies zou hoe dan ook zijn geleden er derhalve is er geen sprake van (rechtens relevante) schade'.

tieve belegging hoe dan ook koersverlies zouden hebben geleden?⁴¹ Zonder er op deze plaats al te zeer over te willen uitweiden, vloeit mijns inziens uit de hoofdregel van art. 150 Rv voort dat in beginsel de beleggers als eerste aan zet zijn om inzicht te verschaffen in de wijze waarop zij in de hypothetische situatie zonder misleiding hun thans belegde gelden zouden hebben aangewend.⁴²

Slagen de beleggers erin aan te tonen dat zij in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging geen of minder koersverlies zouden hebben geleden dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben geleden (of op een alternatieve belegging wellicht een mooi rendement zouden hebben behaald), dan is daarmee de aansprakelijkheid van de vennootschap voor de aldus (via vermogensvergelijking) begrote schade in beginsel gevestigd.⁴³ Vervolgens moet worden beoordeeld of deze schade haar op de voet van art. 6:98 BW (volledig) kan worden toegerekend. Het is nu aan de vennootschap om te *beargumenteren* (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te *bewijzen*) dat (volledige) toerekening onredelijk is.^{44, 45} Het meest voor de

-
41. Vgl. in dit verband Schild 2009, p. 261, die voor het geval waarin een financiële dienstverlener door de belegger aansprakelijk wordt gesteld wegens het schenden van de bijzondere zorgplicht verdedigt dat de stelling dat de belegger het door hem gestelde koersverlies hoe dan ook zou hebben geleden een bevrijdend verweer betreft, en dat de stelplicht en bewijslast voor deze stelling derhalve op de aansprakelijk gestelde partij rusten.
42. Zie in dit verband ook HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.), r.o. 3.7.1-3.7.2 over de stelplicht en de bewijslast wat het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) betreft tussen de zorgplichtschending van de bank en de door de belegger gestelde schade in de situatie waarin de bank (optredend als beleggingsadviseur) de belegger onjuist heeft geadviseerd en/of onvoldoende heeft gewaarschuwd voor de aan de voorgestelde belegging verbonden risico's.
43. Hierbij teken ik nog aan dat het van belang is dat de genoemde vermogensvergelijking over een bepaalde zorgvuldig (van tevoren) gekozen periode, ook wel genoemd 'peilperiode', wordt uitgevoerd, en niet zomaar over een willekeurige periode. In § 5.5.3.1 *sub a* kom ik over deze peilperiode nader te spreken.
44. Hartkamp en Sieburgh spreken in dit verband van een 'argumenteerlast' (curs. *ACWP*) van de aansprakelijke. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 2019 (6-IV), nr. 144 en Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 82.
45. Zie over de bewijslastverdeling in het kader van art. 6:98 BW Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 76 en nr. 82; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 45; Asser 2004, nr. 182. Zie voor een ander geluid op dit punt Boonekamp, *Stelplicht en Bewijslast*, commentaar op art. 6:98 BW. A-G F.F. Langemeijer lijkt in punt 2.22-2.23 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2019:61, bij het 81 RO-arrest HR 8 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:326 (ABN AMRO Bank N.V./X) Boonekamp op dit punt te volgen.

HOOFDSTUK 5

hand liggende verweer dat de vennootschap in dit verband kan voeren is dat het door de beleggers geleden koersverlies primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren), en niet door de misleidende informatie. Hierdoor staat het koersverlies niet in een zodanig verband met de misleidende informatie dat dit haar (volledig) kan worden toegerekend, zo zou zij kunnen betogen.⁴⁶ In § 5.5.3.2 zal ik toelichten waarom een dergelijk verweer mijns inziens hout snijdt en waarom algemene beleggingsrisico's in beginsel niet voor vergoeding in aanmerking behoren te komen. Het processuele debat waartoe het verweer uitnodigt, zal worden behandeld in hoofdstuk 9.⁴⁷ Wanneer de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij *indirect* (door tussenkomst van een adviseur) op de misleidende informatie zijn afgegaan of op een door de misleidende informatie veroorzaakte (misleidende) positieve marktstemming zijn afgegaan, zou de vennootschap verder ook nog het volgende verweer kunnen voeren: omdat de beleggers niet door eigen kennisneming van de misleidende informatie *direct* zijn misleid, staat de schade in een zodanig verwijderd verband met de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis, dat deze haar redelijkerwijs niet kan worden toegerekend. Het niet direct op de misleidende informatie hebben vertrouwd heeft met andere woorden het (via het csqn-verband gevestigde) causaal verband doorbroken. Of dit verweer kan worden gehonoreerd moet worden beoordeeld aan de hand van de normatieve maatstaven van art. 6:98 BW. Ik verwijs naar mijn analyse in § 5.4.3.

5.3.5 *Beide feitelijke grondslagen hebben hun eigen bewijslastproblemen*

Uit het voorgaande blijkt dat de materieelrechtelijke analyse van het causaal verband en de schade voor de beide genoemde feitelijke grondslagen verschillend is. Het is echter niet alleen de materieelrechtelijke analyse die voor beide grondslagen verschillend uitpakt. Ook de bewijsrechtelijke analyse is verschillend. Beide grondslagen kennen namelijk hun eigen bewijslastproblemen.

46. Als dit verweer wordt gehonoreerd, zou uit het World Online-arrest kunnen worden afgeleid dat het ook bij deze feitelijke grondslag aan de eisende beleggers is om aan te tonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed. Ik wijs in dit verband op de volgende overweging: 'Opmerking verdient ten slotte dat ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade (...) in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden (...)', aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3. Hoe deze overweging precies dient te worden verstaan, komt aan bod in § 9.2.4.

47. Zie § 9.2.3 en § 9.4.2.

Leggen de beleggers aan hun vordering ten grondslag dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, dan is het aan hen om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat zij daardoor het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht, en dat zij nog aandeelhouder waren toen de misleiding geheel of gedeeltelijk bekend werd en de koersinflatie geheel of gedeeltelijk uit de koers liep. In de praktijk zal deze bewijslast er meestal op neerkomen dat de beleggers aannemelijk moeten maken hoe het koersverloop van het litigieuze aandeel er in de hypothetische situatie zonder misleidende informatie uit zou hebben gezien.⁴⁸

Leggen de beleggers daarentegen aan hun vordering ten grondslag dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, dan rusten op hen in de eerste plaats de stelplicht en bewijslast – althans, wanneer aan de hoofdregel van art. 150 Rv wordt vastgehouden – dat zij bij afwezigheid van de misleidende informatie een andere beleggingsbeslissing zouden hebben genomen. Zij moeten met andere woorden aantonen dat zij (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan, dat hun beleggingsbeslissing aldus (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed en dat zij als gevolg daarvan in het litigieuze aandeel hebben geïnvesteerd.⁴⁹ Bij juiste en volledige informatie zouden zij dat niet hebben gedaan. Deze bewijslast kan zonder meer als zwaar worden beschouwd. Ik citeer de Hoge Raad:⁵⁰

-
48. Uit het World Online-arrest volgt echter dat bij prospectusaansprakelijkheid (óók) de beleggers die stellen dat zij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *tegen een gunstigere prijs* zouden hebben gekocht, tevens moeten aantonen dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed. Wel worden de beleggers in dit opzicht in hun bewijslast tegemoet gekomen, omdat ‘tot uitgangspunt’ wordt genomen dat causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2. Of de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gekozen benadering ook geldt in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, is vooralsnog onzeker. Ik verwijs naar mijn betoog in § 5.4.5.
49. Zie in dit verband bijvoorbeeld Rb. Amsterdam 25 juni 2008, ECLI:NL:RBAMS:2008:BD6614 (Fratini e.a./Peters e.a.), r.o. 4.2, waar de rechtbank netjes vasthoudt aan de feitelijke grondslag waarmee de eisende beleggers hun vordering hadden onderbouwd. Zie in dit verband ook Rb. ’s-Gravenhage 20 oktober 2009, ECLI:NL:RBSGR:2009:BK0741 (X/Staat), r.o. 3.2 resp. 4.8 (bekrachtigd door Hof ’s-Gravenhage 23 november 2010, *JOR* 2011/49, m.nt. P.J. van der Korst).
50. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1, derde en vierde volzin.

HOOFDSTUK 5

‘Dat bewijs is (...) problematisch, omdat 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.’

Hierbij teken ik nog aan, dat het niet zonder meer vanzelfsprekend is dat de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding het litigieuze aandeel inderdaad niet zou hebben gekocht.⁵¹ Bij juiste en volledige informatie zou het aandeel immers tegen een gunstigere prijs zijn verhandeld en zou het in principe een ‘normaal’ aandeel zijn geweest met een marktconform risico-/rendementprofiel (daar mag men althans van uitgaan). De belegger zou in dat geval dus wellicht bereid zijn geweest het aandeel tegen deze lagere prijs te kopen.⁵² Tegelijkertijd is het ook geenszins uitgesloten dat bij afwezigheid van de misleiding de belegger het aandeel *in het geheel niet* (dus ook niet tegen de lagere prijs) zou hebben gekocht. Of de belegger al dan niet van aankoop zou hebben afgezien, hangt vooral af van de door hem aangehangen risico-/rendementvoorkeur.⁵³ Wordt met betrekking tot een bepaald aandeel namelijk misleidende informatie verstrekt (een bepaald risico van de onderneming wordt te laag voorgesteld of een bepaalde winstmogelijkheid wordt te rooskleurig voorgesteld), dan verandert daarmee het risico-/rendementprofiel van het desbetreffende aandeel. Nu is goed denkbaar dat als gevolg van de misleidende informatie het gepresenteerde profiel van het litigieuze aandeel zodanig afwijkt van het werkelijke profiel, dat de belegger bij juiste en volledige informatie tot de conclusie zou zijn gekomen dat het aandeel niet bij past bij zijn risico-/rendementvoorkeur of niet past in de door hem reeds aangehouden beleggingsportefeuille.⁵⁴

Behoudens het bewijs dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, moeten de beleggers die aanvoeren dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, tevens aantonen dat het door hen gestelde

51. In de uitspraken Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd), r.o. 5.37 en Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022, r.o. 2.54 (beide uitspraken betreffen de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.) wordt dit mijns inziens terecht onderkend. In gelijke zin Fox 2005a, p. 514 en p. 516, voetnoot 40; De Jong 2010, p. 258.

52. Vgl. Fox 2005a, p. 514; Fox 2005b, p. 1549.

53. Zie in dit verband ook de Amerikaanse uitspraak Ludlow v. BP, P.L.C., 800 F.3d 674, 690 (5th Cir. 2015).

54. Bijvoorbeeld omdat zijn portefeuille dan niet langer voldoende gediversificeerd is.

koersverlies in csqn-verband staat met de misleiding (of anders gezegd: dat zij als gevolg van de misleiding schade hebben geleden).⁵⁵ Dit betekent dat zij inzicht moeten geven in hun beleggingsgedrag in de hypothetische situatie zonder misleiding, en aannemelijk moeten maken dat zij in deze hypothetische situatie op een alternatief beleggingsobject een beter rendement zouden hebben behaald dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben behaald⁵⁶ (althans, wanneer de door hen gestelde koersschade door de gedaagde gemotiveerd wordt betwist).⁵⁷ Hierbij kan van een professionele belegger mijns inziens doorgaans iets meer worden verwacht dan van een particuliere belegger.⁵⁸ Voor de professionele belegger zal deze bewijslast in de regel dus wat zwaarder drukken.

De bewijsrechtelijke aspecten laat ik in het vervolg van dit hoofdstuk verder rusten. Deze zullen uitgebreid aan bod komen in hoofdstuk 9. Wel heb ik nog een andere opmerking van procesrechtelijke aard, die het onderscheid tussen de twee genoemde feitelijke grondslagen enigszins

-
55. Vgl. in dit verband HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.), r.o. 3.7.1-3.7.2.
56. Zie in dit verband bijvoorbeeld het gemotiveerde betoog van de eisende beleggers in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 8.2 en r.o. 8.4.
57. Voor een geval waarin nogal soepel met de in de hoofdtekst bedoelde bewijslast wordt omgegaan en waarin voor het rendement in de hypothetische situatie zonder normschending vrij gemakkelijk wordt aangeknoopt bij de wettelijke rente, wijs ik op het arrest Hof Den Haag 24 februari 2015, *JOR* 2015/147, m.nt. C.W.M. Lieveise (Van der Heiden/Van Meer-Van Santen e.a.), r.o. 16. Het oordeel van het hof is vermoedelijk te verklaren door de wijze waarop door de aansprakelijke partij verweer is gevoerd. Voor andere gevallen waarin nogal soepel met deze bewijslast wordt omgegaan en waarin vrij gemakkelijk wordt aangenomen dat de belegger zijn geld niet zou hebben belegd, maar op een spaarrekening respectievelijk depositierekening zou hebben laten staan als de beleggingsadviseur niet in zijn advisering zou zijn tekortgeschoten, wijs ik op de uitspraken Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2016-033 d.d. 11 oktober 2016, r.o. 4.5 en Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-15 d.d. 24 juli 2012, r.o. 3.9. Ook in de eerstgenoemde zaak had de aangesproken beleggingsadviseur op dit punt niet of nauwelijks verweer gevoerd.
58. Dat bij het te verschaffen inzicht in het beleggingsgedrag in de hypothetische situatie zonder normschending het nodige van een professionele belegger kan worden verwacht, zou men onder meer kunnen afleiden uit de (mijns inziens uitstekend gemotiveerde) uitspraak CBB 26 april 2016, ECLI:NL:CBB:2016:93, *JOR* 2016/160, m.nt. C.W.M. Lieveise (DNB/Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken e.a.). Hierbij teken ik aan dat het in deze uitspraak ging om een geschil tussen een pensioenfonds en de (prudentiële) toezichthouder over (de omvang van) aan te houden goudreserves, en deze uitspraak geen misleidingszaak betrof.

HOOFDSTUK 5

relatieveert.⁵⁹ Die relativering komt hierop neer, dat als de belegger een aansprakelijkheidsprocedure begint waarin hij vergoeding vordert van de als gevolg van de misleiding door hem geleden koersschade, hij niet meteen hoeft te kiezen voor één van beide grondslagen. Hij kan er bijvoorbeeld voor kiezen om zich *primair* op het standpunt te stellen dat hij bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, en zich *subsidiar* op het standpunt te stellen dat hij bij afwezigheid van de misleiding het aandeel ook zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. Ook kan de belegger er voor kiezen om in zijn inleidende dagvaarding in het geheel nog geen keuze te maken, en zich simpelweg op het standpunt te stellen dat hij bij afwezigheid van de misleiding het aandeel in het geheel niet, *dan wel* niet tegen dezelfde voorwaarden, zou hebben gekocht.^{60, 61} Een en ander neemt echter niet weg, dat wanneer in rechte eenmaal is komen vast te staan dat de vennootschap (en/of bij de misleiding betrokken derden, zoals de bestuurders en/of commissarissen, de accountant(s) of – bij prospectusaansprakelijkheid in het kader van een beursgang en/of emissie – de begeleidende bank(en)) onrechtmatig heeft (hebben) gehandeld en de procedure het stadium bereikt waarin de causaliteits- en schadevraag beantwoord moet worden, er uiteindelijk toch een keuze gemaakt zal moeten worden op welke

-
59. De Jong maakt voor de door hem onderscheiden modaliteiten van transactiecausaliteit een vergelijkbare nuance, zie De Jong 2010, p. 258-259 en p. 290.
60. Zie in dit verband bijvoorbeeld de door de VEB en Stichting VEB-Actie Landis gevorderde verklaringen voor recht in de Landis-zaak, Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom (VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus), r.o. 3.1, aanhef en onder d resp. onder e, en de door de VEB gevorderde verklaringen voor recht in de zaken Ziggo en BP, Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 3.1, aanhef en onder 3 resp. 4 respectievelijk Rb. Amsterdam 28 september 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:6593, *JOR* 2017/37, m.nt. L.F.A. Welling-Steffens (VEB/BP P.L.C.), r.o. 3.1 aanhef en onder (vi) resp. (vii) (het laatstgenoemde vonnis is bekrachtigd door Hof Amsterdam 7 november 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:4588, *JOR* 2018/14, m.nt. K. Rutten). Zie ook de door de beleggers gekozen feitelijke grondslag in een van de Fortis-zaken, Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.), r.o. 3.2, aanhef en onder 7 resp. onder 8. En zie voorts de feitelijke grondslag van de vordering van belegger Van Gelderen (vordering G) in de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a., Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd), r.o. 3.6.4.
61. Zie in dit verband ook reeds De Jong 2010, p. 259 en p. 290. Franx is op dit punt (mijns inziens ten onrechte) kritisch over De Jong, zie Franx 2017, p. 242, voetnoot 73.

feitelijke grondslag de vordering wordt afgedaan.⁶² De feitelijk geleden schade die in csqn-verband staat met de misleiding hoeft voor beide grondslagen immers geenszins gelijk te zijn (zie ook de getallenvoorbeelden in de volgende paragraaf). Het onderscheid tussen beide grondslagen blijft dus hoe dan ook relevant.

5.3.6 *Getallenvoorbeelden*

Om het verschil tussen de twee onderscheiden feitelijke grondslagen (en het verschil in perspectief dat bij het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen) te illustreren, geef ik hieronder twee voorbeelden (elk bestaande uit vier verschillende scenario's voor de hypothetische situatie zonder misleiding). De voorbeelden maken – als het goed is – duidelijk dat de door de belegger gekozen feitelijke grondslag steeds medebepalend is voor (de omvang van) het vast te stellen schadebedrag.

Voorbeeld 1

In dit eerste voorbeeld ga ik ervan uit dat aan de misleiding externe factoren (gedoeld wordt op macro-economische, sectorgerelateerde en/of (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke factoren) ervoor zorgen dat de koers over het tijdvak van de misleiding per saldo daalt.⁶³ Tevens neem ik aan dat de marktwaarde van de misleidende informatie over dit tijdvak constant is.

Stel dat de belegger toen de koers was geïnflateerd € 100 voor zijn aandeel heeft betaald, terwijl dit in werkelijkheid maar € 80 waard was. De misleidende informatie heeft de koers dus met € 20 kunstmatig

62. De Jong oppert in dit verband nog de mogelijkheid om voor de twee door hem onderscheiden modaliteiten van transactiecausaliteit met een soort gewogen gemiddelde te werken, zie De Jong 2010, p. 295. Is de kans bijvoorbeeld $x\%$ dat de belegger ook in de hypothetische situatie zonder misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, en de kans $(1-x)\%$ dat de belegger in deze situatie het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan is bij deze oplossing de totale schade gelijk aan $x\%$ maal de feitelijk geleden schade zoals die is vastgesteld conform de eerste modaliteit, plus $(1-x)\%$ maal de feitelijk geleden schade zoals die is vastgesteld conform de tweede modaliteit.

63. Met 'over het tijdvak van de misleiding per saldo dalen' bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), lager is dan de koers op het moment nadat de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan (c.q. de litigieuze informatie (voor de eerste keer) werd achtergehouden). Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog stijgt, maar zij stijgt over de genoemde periode in dat geval alleen minder dan dat zij daalt.

HOOFDSTUK 5

opgedreven. Enige tijd later is de koers als gevolg van externe factoren gedaald naar € 80. Op dat moment komt de misleiding naar buiten en daalt de koers in zeer korte tijd naar € 60. Verondersteld wordt dat de belegger het aandeel tot ten minste na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, en het niet tussentijds heeft verkocht. Ook wordt aangenomen dat de belegger elke euro die hij thans als gevolg van de misleiding te veel aan het litigieuze aandeel heeft besteed, in de hypothetische situatie zonder misleiding in een oude sok zou hebben gestopt.⁶⁴ Legt de belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, dan is de schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding € 20. Legt hij daarentegen aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan is zijn schade ($100 - 60 =$) € 40. In de hypothetische situatie zonder misleiding zou hij immers al zijn geld in een oude sok hebben gestopt en zou hem het (totale) koersverlies van € 100 naar € 60 bespaard zijn gebleven. Hierbij teken ik aan dat als peildatum voor de schadevaststelling bij deze feitelijke grondslag wordt gekozen voor het tijdstip van de bekendwording van de misleiding. Voor de hieraan ten grondslag liggende overwegingen verwijs ik naar § 5.5.3.1. De schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding bedraagt in het tweede geval dus weliswaar € 40, maar dat wil uiteraard niet zeggen dat dit bedrag ook daadwerkelijk (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. Voor dit laatste is tevens vereist dat de schade van € 40 op de voet van art. 6:98 BW (volledig) aan de vennootschap kan worden toegerekend. Deze toerekeningsvraag laat ik hier nu rusten; ik verwijs naar § 5.5.3.2.

Nu wijzig ik het beschreven scenario enigszins en neem ik aan dat de belegger elke euro die hij thans als gevolg van de misleiding te veel aan het litigieuze aandeel heeft besteed, in de hypothetische situatie zonder misleiding op een andere (lucratievere) manier had kunnen beleggen tegen een rendement van 10%.⁶⁵ Stelt de belegger zich op het standpunt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dan is zijn schade

64. Als de eisende belegger een actieve belegger is, is het wellicht niet realistisch om aan te nemen dat hij bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt. Voor het voorbeeld (en voor de verdere *materieelrechtelijke* analyse in het vervolg van dit hoofdstuk) maakt dat echter niet uit.

65. Volledigheidshalve merk ik op dat dit rendement van 10% het (hypothetische) rendement betreft dat de belegger bij afwezigheid van de misleiding op een alternatieve belegging zou hebben behaald gedurende de relevante *peilperiode*, dus gedurende het tijdvak gelegen tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van de bekendwording van de misleiding.

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

€ 22. Als gevolg van de misleiding heeft hij immers € 20 te veel voor het aandeel betaald, en bij afwezigheid van de misleiding zou hij over deze € 20 een rendement hebben behaald van $(10\% * 20 =) € 2$. De totale schade van de belegger bij deze grondslag bedraagt dus $(20 + 2 =) € 22$. Stelt de belegger zich daarentegen op het standpunt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel* niet zou hebben gekocht, dan is zijn schade € 50. In de huidige situatie heeft hij namelijk $(100 - 60 =) € 40$ koersverlies geleden, terwijl hij in de hypothetische situatie zonder misleiding $(10\% * 100 =) € 10$ koerswinst zou hebben behaald. Of het bedrag van de gederfde koerswinst daadwerkelijk voor vergoeding in aanmerking komt, betreft wederom een toerekeningsvraag ex art. 6:98 BW.

Het hier beschreven scenario kan ook nog worden doorgerekend voor het geval de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding over de relevante peilperiode een (negatief) rendement zou hebben behaald van -20% respectievelijk -50%. De uitkomsten van de verschillende scenario's heb ik opgenomen in de onderstaande tabel.

	Begin van de misleiding	Vlak vóór bekendmaking	Vlak na bekendmaking
Feitelijke koers	100	80	60
Hypothetische koers	80	60	60

Scenario	Eerste grondslag Schade	Tweede grondslag		
		Feitelijke situatie	Hypothetische situatie	Schade
A: oude sok	20	- 40	0	40
B: 10% winst	22	- 40	10	50
C: 20% verlies	16	- 40	- 20	20
D: 50% verlies	10	- 40	- 50	- 10 ⁶⁶

Voorbeeld 2

In dit voorbeeld ga ik ervan uit dat aan de misleiding externe factoren (gedoeld wordt op macro-economische, sectorgerelateerde en/of (niet aan

66. Puur economisch gezien is hier sprake van een negatieve schade. Feitelijk heeft de belegger dus van de misleiding geprofiteerd. Juridisch gezien moet de schade dan op nul worden gesteld.

HOOFDSTUK 5

de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke factoren) ervoor zorgen dat de koers over het tijdvak van de misleiding per saldo stijgt.⁶⁷ Tevens neem ik wederom aan dat de marktwaarde van de misleidende informatie over dit tijdvak constant is.

Stel dat de belegger toen de koers was geïnfleteerd € 100 voor zijn aandeel heeft betaald, terwijl dit in werkelijkheid maar € 80 waard was. De misleidende informatie heeft de koers dus met € 20 kunstmatig opgedreven. Enige tijd later is de koers als gevolg van externe factoren gestegen naar € 120. Op dat moment komt de misleiding naar buiten en daalt de koers in zeer korte tijd naar € 100. Wederom wordt verondersteld dat de belegger het aandeel tot ten minste na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, en het niet tussentijds heeft verkocht. Ook wordt aangenomen dat de belegger elke euro die hij thans als gevolg van de misleiding te veel aan het litigieuze aandeel heeft besteed, in de hypothetische situatie zonder misleiding in een oude sok zou hebben gestopt. Legt de belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, dan is de schade die in *csqn-verband* staat met de misleiding € 20. Legt hij daarentegen aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan is zijn schade € 0. In de huidige situatie is zijn vermogen per saldo immers niet toe- of afgenomen, terwijl als hij in de hypothetische situatie zonder misleiding al zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt, zijn vermogen evenmin zou zijn toe- of afgenomen.

Nu wijzig ik het beschreven scenario enigszins en neem ik aan dat de belegger elke euro die hij thans als gevolg van de misleiding te veel aan het litigieuze aandeel heeft besteed, in de hypothetische situatie zonder misleiding op een andere (lucratievere) manier had kunnen beleggen tegen een rendement van 10%. Stelt de belegger zich op het standpunt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dan is zijn schade € 22. Als gevolg van de misleiding heeft hij immers € 20 te veel voor het aandeel betaald, en bij afwezigheid van de misleiding zou hij over deze € 20 een rendement hebben behaald van $(10\% * 20 =) € 2$. De totale

67. Met 'over het tijdvak van de misleiding per saldo stijgen' bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), hoger is dan de koers op het moment nadat de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan (c.q. de litigieuze informatie (voor de eerste keer) werd achtergehouden). Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog daalt, maar zij daalt over de genoemde periode in dat geval alleen minder dan dat zij stijgt.

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

schade van de belegger bij deze grondslag bedraagt dus $(20 + 2 =) € 22$. Stelt de belegger zich daarentegen op het standpunt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan is zijn schade € 10. In de huidige situatie is zijn vermogen per saldo immers niet toe- of afgenomen, terwijl hij in de hypothetische situatie zonder misleiding ($10\% * 100 =$) € 10 koerswinst zou hebben behaald.

Het hier beschreven scenario kan ook nog worden doorgerekend voor het geval de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding over de relevante peilperiode een (positief) rendement zou hebben behaald van 20% respectievelijk 50%. De uitkomsten van de verschillende scenario's heb ik opgenomen in de onderstaande tabel.

	Begin van de misleiding	Vlak vóór bekendmaking	Vlak na bekendmaking
Feitelijke koers	100	120	100
Hypothetische koers	80	100	100

Scenario	Eerste grondslag		Tweede grondslag	
	Schade	Feitelijke situatie	Hypothetische situatie	Schade
A: oude sok	20	0	0	0
B: 10% winst	22	0	10	10
C: 20% winst	24	0	20	20
D: 50% winst	30	0	50	50

Hoewel bovenstaande voorbeelden wellicht een nogal theoretisch gehalte hebben en het in de praktijk doorgaans lastig zal zijn het verloop van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding exact in kaart te brengen, maken zij in ieder geval duidelijk dat de door de belegger gekozen feitelijke grondslag steeds het perspectief bepaalt dat bij het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen. Diezelfde feitelijke grondslag is daarmee ook medebepalend voor (de omvang van) het vast te stellen schadebedrag.

In het vervolg van dit hoofdstuk ga ik ervan uit dat aan de misleiding externe factoren (macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) ervoor zorgen dat de koers van het litigieuze aandeel over het tijdvak van de

HOOFDSTUK 5

misleiding per saldo daalt⁶⁸ (of althans, *niet* stijgt). Het scenario waarin deze factoren tot gevolg hebben dat de koers over het tijdvak van de misleiding per saldo stijgt,⁶⁹ laat ik vooralsnog buiten beschouwing. Het interessante van dit scenario is natuurlijk dat de belegger – ondanks de misleiding – in absolute zin geen koersverlies lijdt. In hoofdstuk 6 kom ik er daarom op terug.⁷⁰

5.3.7 *Hoe verhouden beide feitelijke grondslagen zich tot het begrip transactiecausaliteit?*

De in de voorgaande paragrafen beschreven benadering van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie verschilt – als ik het goed zie – niet noemenswaardig van de benadering die De Jong in zijn proefschrift heeft verdedigd.⁷¹ In deze paragraaf zal ik de benadering van De Jong kort bespreken, en daarna vergelijken met de door mij voorgestelde aanpak.

De Jong stelt in zijn analyse voorop dat voor het csqn-verband twee schakels moeten worden onderscheiden. Voor de eerste schakel van het csqn-verband introduceert hij het begrip ‘transactiecausaliteit’.⁷² Dit begrip krijgt gestalte door voor de hypothetische situatie zonder misleiding twee vragen te stellen: (i) zou de marktprijs zonder de misleiding gunstiger zijn geweest?; (ii) zou de belegger de transactie wel of niet hebben verricht tegen de marktprijs die zonder de misleiding tot stand zou zijn gekomen? Wordt de eerste vraag bevestigend beantwoord, dan is er volgens De Jong in ieder geval sprake van transactiecausaliteit. Daarnaast is er altijd sprake van transactiecausaliteit als de belegger de transactie zonder de misleiding (tegen de dan geldende marktprijs) niet had verricht. Transactiecausaliteit houdt met andere woorden in dat bij afwezigheid van de misleiding de transactie van de belegger *tegen een gunstigere prijs* tot stand zou zijn gekomen, dan wel *in het geheel niet* tot stand zou zijn gekomen.

De tweede schakel die De Jong voor het csqn-verband onderscheidt, is die tussen enerzijds de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden), en anderzijds de door de belegger gestelde vermogensschade.⁷³ Deze schakel is van belang, omdat de enkele aan-

68. Zie voor de uitleg van de term ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo dalen’ hiervoor.

69. Zie voor de uitleg van de term ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo stijgen’ hiervoor.

70. Zie § 6.4.4.

71. Zie voor de benadering van De Jong met name De Jong 2010, p. 44-50.

72. Zie De Jong 2010, p. 44-45.

73. Zie De Jong 2010, p. 46.

wezigheid van transactiecausaliteit niet noodzakelijkerwijs hoeft te betekenen dat de door de belegger gestelde vermogensschade ook daadwerkelijk door de misleiding is veroorzaakt. De Jong geeft het voorbeeld van de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht en die – in plaats daarvan – zijn geld in een ander beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd. Wanneer het rendement dat op dit alternatieve beleggingsobject zou zijn behaald kleiner of gelijk is aan het rendement dat thans op het litigieuze aandeel is behaald, is niet aan de tweede schakel van het csqn-verband voldaan, en komt de door de belegger gestelde vermogensschade derhalve niet voor vergoeding in aanmerking.

De Jong bouwt zijn analyse van het causaal verband vervolgens op rondom twee modaliteiten van transactiecausaliteit waarop de belegger zijn vordering kan toespitsen. De eerste modaliteit houdt in dat (de belegger aanvoert dat) bij afwezigheid van de misleiding de litigieuze transactie ook tot stand zou zijn gekomen, maar dan *tegen een gunstigere koers*. De tweede modaliteit houdt in dat (de belegger aanvoert dat) bij afwezigheid van de misleiding de litigieuze transactie helemaal niet tot stand zou zijn gekomen (ook niet tegen de gunstigere koers). Waar ik in het voorgaande twee feitelijke grondslagen heb onderscheiden waarmee de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding kan onderbouwen, komen – als ik het goed zie – onze benaderingen zo ongeveer op hetzelfde neer. Het enige punt waarop mijn benadering gradueel afwijkt van die van De Jong, is dat ik het csqn-verband niet expliciet uitsplits in twee afzonderlijke schakels. Ik vind dat niet nodig, omdat bij de eerste door mij onderscheiden feitelijke grondslag (de belegger stelt dat hij ook zonder de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*) het in de praktijk meestal zo zal zijn dat (het bewijs van) de eerste en de tweede schakel samenvallen. Bij de tweede onderscheiden feitelijke grondslag (de belegger stelt dat hij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht) is dat echter uitdrukkelijk niet het geval, dus daar zou het opsplitsen van het csqn-verband in twee afzonderlijke schakels wellicht kunnen bijdragen aan een beter inzicht.

Een tweede vermeldenswaardig aspect bij de analyse van De Jong in dit verband is, dat hij bij de eerste modaliteit van transactiecausaliteit twee wijzen van schadebegroting uitwerkt.⁷⁴ De eerste wijze van schadebegroting is bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving volgens mij de meest voor de hand liggende manier om de schade te begroten, en dat is ook de manier die ik in het vervolg van dit onderzoek tot

74. Zie hierover uitgebreid De Jong 2010, p. 120-136.

HOOFDSTUK 5

uitgangspunt zal nemen.⁷⁵ De tweede wijze van schadebegroting die De Jong uitwerkt – wat hij overigens op voortreffelijke wijze doet – laat ik in het vervolg van deze studie verder voor wat zij is.⁷⁶ Deze tweede benadering komt er kort gezegd op neer dat bij de schadebegroting niet het *aantal* gekochte effecten tot uitgangspunt wordt genomen (het totale schadebedrag verkrijgt men door de koersinflatie op het moment van aankoop te vermenigvuldigen met het aantal gekochte effecten), maar dat – in plaats daarvan – het totale aankoopbedrag van de belegger als vertrekpunt wordt gekozen.⁷⁷ Vervolgens wordt dan gekeken hoeveel effecten de belegger verkregen zou hebben indien de misleiding niet zou hebben plaatsgevonden. Aangezien de prijs in dat geval lager zou zijn geweest, zou de belegger voor hetzelfde bedrag dan meer effecten hebben verkregen, aldus is de gedachte. De feitelijk geleden schade kan vervolgens gelijk worden gesteld aan het bedrag dat nodig is om dit aantal effecten *na bekendwording van de misleiding* alsnog te kunnen kopen.⁷⁸ Om twee redenen zal ik deze alternatieve wijze van schadebegroting niet nader onderzoeken. In de eerste plaats omdat zij mijns inziens minder tot de verbeelding spreekt, haar uitwerking ingewikkelder is en zij mede daarom in de praktijk lastiger hanteerbaar is. Maar goed, gebrek aan eenvoud hoeft op zichzelf natuurlijk geen reden te zijn om dit traject niet nader te beproeven.

De tweede reden waarom ik de alternatieve wijze van schadebegroting niet behandel, is gelegen in het feit dat deze methode eigenlijk alleen maar geschikt is om de koersschade vast te stellen van een *deel* van alle door de misleiding benadeelde beleggers, en het eigenlijk niet goed mogelijk is deze wijze van schadebegroting toe te passen voor *alle* benadeelde beleggers.⁷⁹ Hierbij moet bedacht worden dat het aantal aandelen dat op een bepaald tijdstip vrij verhandelbaar is (de zogenoemde ‘public float’), een vaststaand gegeven is. Het aantal aandelen dat op een bepaald moment voor aankoop beschikbaar is, is met andere woorden tot een maximum beperkt. Dit betekent dat wanneer de beurskoers op een bepaald moment als gevolg van misleidende informatie kunstmatig omhoog is gedreven, men niet zomaar kan zeggen dat bij afwezigheid

75. Zie over de eerste wijze van schadebegroting De Jong 2010, p. 121-123.

76. Zie over de tweede wijze van schadebegroting De Jong 2010, p. 131-136. Zie hierover ook de Amerikaanse uitspraken *In re California Micro Devices Securities Litigation*, 965 F. Supp. 1327, 1333-1336 (N.D. Cal. 1997) en *In re Cendant Corp. Securities Litigation*, 109 F. Supp. 2d 235, 271-272 (D.N.J. 2000), waarin deze methode de ‘constant dollar(s) method’ wordt genoemd.

77. Zie De Jong 2010, p. 131.

78. Zie ook de Amerikaanse uitspraak *In re California Micro Devices Securities Litigation*, 965 F. Supp. 1327, 1333-1336 (N.D. Cal. 1997).

79. Zie in dit verband ook Hakala 2006, p. 8.

van de misleiding *elke* benadeelde belegger voor hetzelfde totale aankoopbedrag aandelen zou hebben gekocht. Zou elke belegger namelijk voor hetzelfde totaalbedrag in het litigieuze aandeel hebben geïnvesteerd (of althans, zou elke belegger dat hebben geprobeerd), dan zou vanwege de lagere koers elke belegger – absoluut gezien – meer aandelen hebben gekocht, en dan zou er dus een tekort aan verhandelbare aandelen zijn ontstaan. De redenering dat *alle* benadeelde beleggers in de hypothetische situatie zonder misleiding hetzelfde totaalbedrag zouden hebben geïnvesteerd, loopt derhalve spaak bij het (vaste) totaal aantal vrij verhandelbare aandelen.⁸⁰ Overigens is het uitgangspunt dat bij afwezigheid van de misleiding voor hetzelfde totaalbedrag in het litigieuze aandeel zou zijn geïnvesteerd, voor veel (met name professionele) beleggers ook niet realistisch. Zo volgen – uitgaande van bestaande indexerings- en diversificatieprincipes – met name veel institutionele beleggers een beleggingsstrategie die erop neerkomt dat zij steeds met een vast percentage van de totale marktwaarde van de *public float* in een bepaald aandeel beleggen. Ongeacht de hoogte van de actuele koers, zullen deze beleggers in beginsel dus steeds een vast aantal aandelen in hun portefeuille aanhouden. In het (hypothetische) scenario waarin de misleiding er bijvoorbeeld voor heeft gezorgd dat de koers van het litigieuze aandeel in omvang is verdubbeld, kan men dan dus niet zomaar zeggen dat de belegger bij afwezigheid van de misleiding twee keer zoveel aandelen zou hebben gekocht.

5.3.8 Toepassing van beide feitelijke grondslagen bij prospectusaansprakelijkheid

In het voorgaande heb ik in algemene zin gesproken van ‘misleidende informatie’ en ‘misleiding van het beleggende publiek’, en heb ik in de analyse geen onderscheid gemaakt al naar gelang de aard van de misleidende mededeling en/of al naar gelang de wijze waarop de misleiding plaatsvindt. Bestaat de misleiding echter uit het publiceren van een misleidend *prospectus* in het kader van een *beursgang en/of emissie*, dan moet er een verfijning in de analyse worden aangebracht.⁸¹ Die verfijning

80. Dit punt wordt mijns inziens veronachtzaamd in de Amerikaanse uitspraken *In re California Micro Devices Securities Litigation*, 965 F. Supp. 1327, 1333-1336 (N.D. Cal. 1997) en *In re Cendant Corp. Securities Litigation*, 109 F. Supp. 2d 235, 271-272 (D.N.J. 2000). In de eerstgenoemde uitspraak lijkt de rechter een voorkeur uit te spreken voor de hier besproken alternatieve wijze van schadebegroting, de zogenoemde ‘constant dollars method’, boven de (wijze van) schadebegroting waarbij het *aantal* gekochte effecten tot uitgangspunt wordt genomen, de zogenoemde ‘constant shares method’.

81. Volledigheidshalve wijs ik erop dat prospectusaansprakelijkheid ook aan de orde kan zijn wanneer reeds eerder uitgegeven aandelen (opnieuw) aan het beleggende publiek worden aangeboden.

HOOFDSTUK 5

zal ik in deze paragraaf bespreken. Ik teken hierbij aan dat ik mij hier zal beperken tot prospectusaansprakelijkheid in het kader van een ‘emissie ter introductie’ – dus een emissie die plaatsvindt in het kader van een beursgang (een zogenoemde ‘Initial Public Offering’, ook wel aangeduid als ‘IPO’) – en dat ik de situatie waarin sprake is van prospectusaansprakelijkheid in het kader van een emissie door een vennootschap die reeds beursgenoteerd is (een zogenoemde ‘Seasoned Equity Offering’, ook wel aangeduid als ‘SEO’) buiten beschouwing laat. Deze beperking acht ik niet bezwaarlijk, omdat de analyse voor prospectusaansprakelijkheid in het kader van een SEO niet noemenswaardig verschilt van de analyse voor prospectusaansprakelijkheid in het kader van een IPO.⁸²

Verfijning in de analyse: eerste feitelijke grondslag is niet toegelaten voor aankopen op de primaire markt

Uit het World Online-arrest volgt dat bij prospectusaansprakelijkheid de feitelijke grondslag waarbij de beleggers zich op het standpunt stellen dat zij ook zonder de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, alleen is toegelaten als het aankopen op de *secundaire* markt betreft. Voor aankopen op de *primaire* markt is deze feitelijke grondslag niet toegelaten. Dat kan worden afgeleid uit de volgende overweging over het (bewijs van het) causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing:⁸³

‘(...) [T]ot uitgangspunt [zal] mogen dienen dat [csqn-]verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet *dan wel niet op dezelfde voorwaarden* – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.’ (toevoegingen en curs. *ACWP*)

Kennelijk sluit de Hoge Raad voor de beleggers die hun aandelen op de primaire markt hebben gekocht dus de mogelijkheid uit dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. Dat vind ik een opmerkelijke

82. Zie over het onderscheid tussen een IPO en een SEO en over de wijze waarop bij een IPO respectievelijk een SEO de uitgifteprijs wordt vastgesteld De Jong 2010, p. 142-143. Zie over (de kenmerken van) een SEO ook Nelemans 2007, p. 365-366.

83. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2, eerste en tweede volzin.

benadering.⁸⁴ Het is toch immers niet onaannemelijk dat wanneer het prospectus niet misleidend zou zijn geweest, de uitgifteprijs lager zou zijn vastgesteld en (ten minste een deel van) de beleggers die thans aandelen hebben gekocht in dat geval bereid (zou) zouden zijn geweest de aandelen tegen deze lagere prijs te kopen?⁸⁵ Hierbij moet bedacht worden dat ook de aandelenprijs op de primaire markt via (een bepaalde vorm van) marktwerking tot stand komt.⁸⁶ Weliswaar is het de uitgevende instelling die in samenspraak met de begeleidende banken de uiteindelijke uitgifteprijs bepaalt, maar vanwege de in de praktijk gehanteerde *bookbuilding*-methode is ook in de primaire markt sprake van (een zekere mate van) prijsvorming op basis van een mechanisme van vraag en aanbod.⁸⁷ Bij *bookbuilding* wordt voorafgaand aan de uitgifte de belangstelling voor de aangeboden effecten in de markt gepeild en aan de hand van alle binnengekomen inschrijvingen wordt binnen de vooraf gekozen bandbreedte de uiteindelijke uitgifteprijs vastgesteld. Worden de aandelen dus op basis van een misleidend prospectus in de markt gezet, dan is aannemelijk dat de geïnteresseerde beleggers bereid zijn tegen een hogere prijs op de aandelen in te schrijven en/of dat zij voor meer aandelen per belegger zullen inschrijven, waardoor de uitgifteprijs uiteindelijk op een hoger niveau wordt vastgesteld.⁸⁸

De beweegreden van de Hoge Raad om de genoemde feitelijke grondslag voor kopers op de primaire markt niet te aanvaarden, is er waarschijnlijk in gelegen dat hij hiermee wil anticiperen op eventuele problemen die zich

84. Zie ook reeds kritisch over de benadering van de Hoge Raad in dit verband De Jong 2010, p. 144. Franx daarentegen lijkt deze benadering juist te onderschrijven, zie Franx 2017, p. 237-243. Hierbij moet wel worden aangetekend dat Franx nog een stap verder lijkt te gaan dan de Hoge Raad, omdat hij ervan uitgaat dat zowel de beleggers die hun aandelen op de *primaire* markt hebben gekocht, als de beleggers die hun aandelen op de *secundaire* markt hebben gekocht, worden geacht zich op het standpunt te stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel* niet zouden hebben gekocht. De feitelijke grondslag waarbij de belegger zich op het standpunt stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, lijkt Franx dus voor *beide groepen* beleggers uit te sluiten. Zie Franx 2017, p. 242-243.

85. Een vurig pleitbezorger van deze gedachte in het Amerikaanse recht is onder meer Newkirk, zie Newkirk 1991, p. 1408-1422. Zie in dit verband ook Isaacson 2015, p. 971-972.

86. Zie hierover in de financieel-economische literatuur onder meer Benveniste & Spindt 1989.

87. Zie voor een kraakheldere uiteenzetting van de *bookbuilding*-methode en de relevante civielrechtelijke aspecten Van der Pauw & Stevens 1999. Zie over deze methode ook Barbas & Nieuwland 2011, p. 425-448; Demper & Schoonewille 2010, p. 35-36; Franx 2005, p. 434-440; De Rooy 2003, p. 28-30.

88. Zie ook reeds Pijls 2009a, p. 183-184. Vgl. in dit verband Isaacson 2015, p. 971-972.

HOOFDSTUK 5

kunnen voordoen bij schadevaststelling. Zo is het in de situatie waarin de misleiding plaatsvond op de *primaire* markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen aandelen⁸⁹ doorgaans erg lastig om te bepalen of de misleidende informatie de uitgifteprijs daadwerkelijk heeft beïnvloed, en zo ja, in welke mate dat het geval was.⁹⁰ Dit hangt samen met het feit dat op de primaire markt doorgaans geen sprake is van een (perfect) efficiënte markt, waardoor het in principe niet goed mogelijk is het prijseffect van de misleiding exact in kaart te brengen.^{91, 92} De Hoge Raad wenst dit probleem kennelijk op te lossen door voor de kopers op de primaire markt de genoemde eerste feitelijke grondslag uit te sluiten, en door voor hen alleen de feitelijke grondslag toe te laten waarbij zij (worden geacht) zich op het standpunt (te) stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Door deze beleggers vervolgens in hun bewijslast tegemoet te komen bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, is kennelijk de gedachte dat de door hen geleden koersschade (die in *csqn*-verband staat met de misleiding) in beginsel kan worden vastgesteld op het bedrag van de uitgifteprijs *minus* de aandelenkoers na het bekend worden van de misleiding (of bij een tussentijdse verkoop: *minus* de aandelenkoers op het moment van verkoop).⁹³ Vervolgens is het dan aan de gedaagde om op de voet van art. 6:98

89. Als bij een beursgang niet alleen door de vennootschap zelf, maar ook door zittende (groot)aandeelhouders aandelen aan het publiek worden aangeboden, moet voor de passage 'nieuw uit te geven en in de notering op te nemen aandelen' worden gelezen 'reeds uitgegeven, maar voor het eerst in de notering op te nemen aandelen'.

90. Zie over dit probleem ook De Jong 2010, p. 143 en p. 299; Franx 2017, p. 237-239.

91. Zie over het feit dat op de primaire markt in beginsel geen sprake is van marktefficiëntie ook § 2.6. Zie in dit verband ook punt 4.1-4.8 van de conclusie van A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2009:BH2162, bij HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.). En zie verder de Amerikaanse uitspraken *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42-43 (2d Cir. 2006); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 198-199 (6th Cir. 1990); *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151, 1158-1159 (6th Cir. 1994); *West v. Prudential Sec., Inc.*, 282 F.3d 935, 938 (7th Cir. 2002); *Asher v. Baxter Int'l Inc.*, 377 F.3d 727, 732 (7th Cir. 2004); *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723, 729 (11th Cir. 1989); *Lipton v. Documation, Inc.*, 734 F.2d 740, 746 (11th Cir. 1984); *Berwecky v. Bear, Stearns & Co.*, 197 F.R.D. 65, 68 (S.D.N.Y. 2000).

92. Zie over het verschil in (de mate van) marktefficiëntie tussen enerzijds de primaire markt en anderzijds de secundaire markt uitgebreid Carney 1989, p. 1284-1291. Zie ook Gilson & Kraakman 2014, p. 344.

93. Bewust zeg ik 'in beginsel'. De door de beleggers geleden koersschade kan namelijk alleen op dit bedrag worden vastgesteld, als aannemelijk is dat zij bij afwezigheid van de misleiding hun geld in een oude sok zouden hebben gestopt.

BW aannemelijk te maken welk deel van de aldus vastgestelde koersschade primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sector gerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren), en welk deel direct verband houdt met de misleidende informatie (zie in dit verband ook § 5.3.4). Bij deze oplossing wordt de onzekerheid over het effect van de misleidende informatie op de uitgifteprijs dus in beginsel voor rekening en risico van de gedaagde gebracht.⁹⁴

Bij deze door de Hoge Raad gekozen benadering heb ik drie observaties. In de eerste plaats vind ik deze benadering niet consistent. Voor zover het toelaten van de feitelijke grondslag waarbij de beleggers aanvoeren dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, voor de kopers op de primaire markt (bij de schadevaststelling) namelijk tot problemen leidt, doen dezelfde problemen zich voor bij de kopers op de zogenoemde directe ‘after market’.⁹⁵ Ook in de directe *after market* is vanwege onvolkomen marktwerking en (soms daaruit voortvloeiende) koersstabilisatie door de begeleidende banken doorgaans immers nog geen sprake van een (perfect) efficiënte markt, dus ook voor de koers die (vlak na de uitgifte) tot stand komt in de secundaire markt is het meestal erg lastig om te bepalen of, en zo ja, in welke mate deze door de misleiding is beïnvloed.^{96, 97} Dit probleem vormt voor de Hoge Raad echter kennelijk geen aanleiding om ook voor de kopers op de secundaire markt de genoemde feitelijke grondslag uit te sluiten. Dat vind ik weinig consequent.⁹⁸

Mijn tweede observatie is dat het (door de Hoge Raad kennelijk voorziene) probleem dat het praktisch gezien lastig is om vast te stellen of (en zo ja, in welke mate) de misleidende informatie van invloed is geweest op de uitgifteprijs, relatief eenvoudig kan worden opgelost. Als

94. Ik geef toe dat men r.o. 4.11.3 van het World Online-arrest (‘Opmerking verdient ten slotte dat ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade (...) in beginsel de gewone bewijsregels blijven gelden (...)’) ook aldus zou kunnen lezen dat het aan de eisende beleggers is om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen wat het effect is geweest van de misleidende informatie op de uitgifteprijs. Voor een nadere beschouwing van deze overweging verwijs ik naar § 9.2.4.

95. De directe *after market* is de secundaire markt die ontstaat wanneer de uitgegeven aandelen eenmaal in de notering zijn opgenomen en actief op de beurs worden verhandeld.

96. Zie over het feit dat vanwege onvolkomen marktwerking en koersstabilisatie door de begeleidende banken ook op de directe *after market* doorgaans geen sprake is van (perfecte) marktefficiëntie Franx 2017, p. 237-239; De Jong 2010, p. 143 en p. 299.

97. Zie over koersstabilisatie onder meer Doorenbos 2011.

98. Als ik hem goed begrijp, is Franx in dit opzicht consequenter, zie Franx 2017, p. 242-243.

HOOFDSTUK 5

schatting voor het prijseffect van de misleiding kan namelijk worden aangeknoopt bij de residuele koersdaling⁹⁹ die plaatsvindt op het moment waarop de misleiding bekend wordt.¹⁰⁰ Weliswaar speelt bij toepassing van deze oplossing een ander probleem, en dat is dat vanwege de afwezigheid van marktefficiëntie in de primaire markt deze koersdaling niet steeds representatief hoeft te zijn voor het bedrag waarmee de misleidende informatie de uitgifteprijs kunstmatig omhoog heeft gedreven. Het laatstgenoemde probleem acht ik echter niet voldoende zwaarwegend om voor de kopers op de primaire markt de genoemde eerste feitelijke grondslag dan maar volledig uit te sluiten. Zo acht ik het in beginsel niet onredelijk om de onzekerheid die voortkomt uit het feit dat de residuele koersdaling op het moment van de bekendwording van de misleiding een onbetrouwbare schatting is voor de prijsinflatie in de uitgifteprijs, voor rekening en risico van de gedaagde te brengen. De Hoge Raad lijkt dat overigens – zoals reeds opgemerkt – zelf ook te doen door voor de kopers op de primaire markt alleen de genoemde tweede feitelijke grondslag toe te laten, en door vervolgens het uitgangspunt te formuleren dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in geheel niet* zouden hebben gekocht.

In de derde plaats wijs ik erop dat de benadering van de Hoge Raad niet goed is te rijmen met de wijze waarop in de praktijk de schade pleegt te worden vastgesteld bij informatieverzuimen in het kader van een aandelenoverdracht in een besloten verhouding. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan de situatie waarin de verkoper van aandelen voorafgaand aan het sluiten van een zogenoemde ‘Share Purchase Agreement’ (hierna: ‘SPA’) aan de koper van de aandelen essentiële informatie onthoudt over de financiële toestand van de over te dragen vennootschap. Aannemende dat de verkoper hiermee toerekenbaar tekortschiet in de nakoming van de SPA, en aannemende dat de koper uit dien hoofde recht heeft op schadevergoeding op grond van wanprestatie (art. 6:74 BW) of non-conformiteit (art. 7:17 jo. 7:47 BW), zal deze schadevergoeding in de praktijk meestal gestalte krijgen in de vorm van een koopprijsaanpassing.^{101, 102} Er wordt dan gekeken welke koopprijs tot stand zou zijn

99. Met ‘residuele koersdaling’ wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

100. Zie voor deze oplossing onder meer de Amerikaanse uitspraak *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1130 (7th Cir. 1993). Zie in dit verband ook *Newkirk* 1991, p. 1417; *Fox* 2005a, p. 512; *De Jong* 2010, p. 143.

101. In de praktijk zal de tekortkoming meestal bestaan uit het schenden van een vooraf overeengekomen garantie. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan een in de SPA opgenomen balansgarantie.

102. Ik wijs erop dat het dwalingsleerstuk in overnameovereenkomsten meestal wordt uitgesloten.

gekomen als de verkoper juiste en volledige informatie zou hebben verstrekt, en het (aldus vastgestelde) bedrag dat de koper te veel voor zijn aandelen heeft betaald, krijgt hij als schadevergoeding toegekend.¹⁰³ Nu speelt natuurlijk ook hier altijd het probleem dat onzeker is hoe de koper in de hypothetische situatie zonder normschending de litigieuze informatie zou hebben gewaardeerd. Dit aan schadevaststelling inherente probleem staat er kennelijk echter niet aan in de weg dat in de overnamepraktijk schadevergoeding in de vorm van een koopprijsaanpassing nog altijd de meest gangbare remedie is. Maar als het nu bij aansprakelijkheid wegens het tekortschieten in de nakoming van een SPA kennelijk geen onoverkomelijk probleem is om te bepalen wat het effect is van de misleiding op de aandelenprijs, waarom zou dit dan wel een onoverkomelijk probleem zijn bij prospectusaansprakelijkheid (onoverkomelijk in de zin van dat voor de kopers op de primaire markt moet worden uitgesloten dat zij schadevergoeding vorderen op grond van de stelling dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*)? Ik zie geen zwaarwegend argument om beide situaties verschillend te behandelen (althans, als het gaat om de schadevaststelling). Daar komt nog bij dat bij een aandelenoverdracht in de contractuele sfeer de koopprijs meestal via bilaterale onderhandelingen en in besloten verhoudingen tot stand komt, zodat van een openbaar prijsvormingsproces per definitie geen sprake is.¹⁰⁴ Bij een aandelenverkoop en/of uitgifte in het kader van een beursgang komt – vanwege de *bookbuilding*-methode – de aandelenprijs daarentegen onder de tucht van de publieke effectenmarkt tot stand, zodat (tot op zekere hoogte) wél sprake is van een openbaar prijsvormingsproces.¹⁰⁵ Voor zover dus bij prospectusaansprakelijkheid het bepalen van het effect van de misleiding op de koopprijs van de aandelen een probleem zou zijn, zou dit *a fortiori* een probleem moeten zijn bij aansprakelijkheid wegens het tekortschieten in de nakoming van een SPA.

Wat er verder van deze schade(vaststellings)perikelen ook zij, voor het vervolg moet worden aangenomen dat bij prospectusaansprakelijkheid

103. Zie over schadevaststelling bij het schenden van garanties in overnamecontracten uitgebreid Strik 2004, p. 407-414; Uijen 2004, p. 100-104. Zie in dit verband bijvoorbeeld ook het interessante vonnis Rb. Noord-Nederland 16 oktober 2013, ECLI:NL:RBNNE:2013:6292 (MK Technische Handelsgroep B.V./B. Beheer B.V.), r.o. 4.11.

104. Men spreekt in dit verband ook wel van een zogenoemde 'face-to-face'-transactie.

105. Zie in dit verband ook punt 3.8 van de conclusie van A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2010:BM9615, bij HR 8 oktober 2010, *NJ* 2010/545; *JOR* 2010/345, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (X/Forward Business Parks 2000 N.V.), waar hij ingaat op het verschil tussen liquide en illiquide aandelenmarkten wat de stabiliteit betreft van de prijsvorming.

HOOFDSTUK 5

de Hoge Raad voor de kopers op de primaire markt de mogelijkheid uitsluit dat zij (aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. In dit verband is overigens nog interessant om te wijzen op de verklaring die De Jong geeft voor de benadering van de Hoge Raad. Volgens hem moet deze benadering worden gezien in het licht van de specifieke feiten van de World Online-zaak.¹⁰⁶ Bij de beursgang van World Online lag de bandbreedte voor inschrijving op € 35 tot € 43, terwijl de bestuursvoorzitter van World Online op een eerder moment aandelen had verkocht voor € 6. Deze informatie was niet in het prospectus vermeld en onder meer deze omissie maakte het prospectus misleidend. Zou de verkoopprijs van € 6 in het (voorlopige) prospectus zijn vermeld, dan is het volgens De Jong niet onaannemelijk dat de beleggers niet hadden willen inschrijven op een bandbreedte van € 35 tot € 43. Deze verklaring acht ik niet plausibel. Men kan namelijk ook beredeneren dat World Online het misleidende prospectus (en specifiek de misleidende omissie over de verkoopprijs van de bestuursvoorzitter) nodig had om de aandelen tegen een bandbreedte van € 35 tot € 43 in de markt te kunnen zetten.¹⁰⁷ Zou World Online een in alle opzichten onberispelijk prospectus hebben gepubliceerd, dan zou zij – teneinde de beursgang te doen laten slagen – een veel lagere bandbreedte hebben moeten kiezen en dan zouden aldus een lagere uitgifteprijs en een lagere introductiekoers tot stand zijn gekomen.

5.4 Is voor het aannemen van causaal verband steeds vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan?

5.4.1 Inleiding

Als eenmaal is vastgesteld dat de door de belegger gestelde koersschade in csqn-verband staat met de misleiding, is vervolgens de vraag of, en zo ja, in welke mate deze schade moet worden vergoed. Alleen de schade die de vennootschap op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend, komt voor vergoeding in aanmerking. Het in dit verband maatgevende criterium is 'toerekening naar redelijkheid'. Dit criterium kan worden beschouwd als een overkoepelende norm die in ieder concreet geval moet worden ingekleurd.¹⁰⁸

106. De Jong 2010, p. 144-145.

107. Deze redenering vertoont verwantschap met de Amerikaanse *fraud-created-the-market*-theorie. Zie hierover § 6.2.3.5 en zie voor een mogelijke toepassing van deze theorie in het Nederlandse recht § 6.2.4.4.

108. Ik verwijz naar § 1.3.3.1 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

Het gaat hier bij uitstek om een normatief criterium waarbij objectieve wegingsfactoren de uitkomst van het uiteindelijke causaliteitsoordeel bepalen.¹⁰⁹ Hierbij is van belang dat voor het uiteindelijke toerekeningsoordeel deze factoren niet afzonderlijk doorslaggevend zijn, maar dat zij in het concrete geval steeds in onderlinge samenhang worden beschouwd en afgewogen.¹¹⁰

In de vorige paragraaf kwam reeds aan de orde dat in de literatuur een niet onomstreden vraag is of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de belegger daadwerkelijk (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing daardoor is beïnvloed, of dat reeds voldoende is dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de zuiverheid van de beurskoers heeft vertrouwd (en vervolgens in dit vertrouwen is beschaamd).¹¹¹ Als de belegger inderdaad op de misleidende informatie heeft vertrouwd, speelt daarnaast de vraag hoe direct dit vertrouwen moet zijn geweest om te kunnen aannemen dat aan het rechtens vereiste causaal verband is voldaan. Hoewel deze vragen in de literatuur niet eenduidig worden beantwoord, lijken de meeste schrijvers het erover eens te zijn dat de causaliteitseis niet al te strikt dient te worden ingevuld (zie § 5.3.2). Wel teken ik hierbij aan dat in de literatuur de causaliteitsvraag meestal in algemene zin wordt beantwoord, en dat daarbij doorgaans geen onderscheid wordt gemaakt al naar gelang de wijze waarop de misleiding plaatsvindt (via het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een beursgang en/of emissie, via het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, via het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap of via het verspreiden misleidende ad hoc-berichten).¹¹² Dat het causaliteitsvraagstuk voor alle misleidingsvormen op dezelfde wijze wordt benaderd, is voor mij echter geen vanzelfsprekendheid (zie § 5.4.4.2 en § 5.4.5 hierna).

Het antwoord op de rechtsvraag of de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie moet zijn afgegaan, is vooral van belang voor de belegger die zich op het standpunt stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Kan deze belegger niet aantonen dat zijn beleggings-

109. Idem.

110. Klaassen 2017 (Mon. BW B45), nr. 33.

111. Zie over deze kwestie reeds uitgebreid De Jong 2010, p. 154-175.

112. Een uitzondering hierop vormt Franx 2017, p. 242-243, die zich in zijn dissertatie op het standpunt stelt dat voor de invulling van het juridisch causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie onderscheid dient te worden gemaakt tussen enerzijds misleiding in het kader van een beursgang en/of emissie en anderzijds misleiding buiten de situatie van een beursgang en/of emissie.

HOOFDSTUK 5

beslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, dan wordt bij een strenge invulling van de causaliteitseis zijn vordering tot schadevergoeding onverkort afgewezen. Dit geldt in beginsel¹¹³ bijvoorbeeld voor de belegger die zijn beleggingsbeslissing al had genomen voordat de misleiding plaatsvond.¹¹⁴ Voor de belegger daarentegen die zich op het standpunt stelt dat hij door de misleidende informatie daadwerkelijk is misleid, en hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, is deze kwestie minder relevant. De wijze waarop deze belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt is immers reeds in overeenstemming met de (eventueel in het kader van het toerekeningsverband te stellen) eis dat hij op de misleidende informatie (direct of indirect) is afgegaan. Voor de laatstgenoemde belegger speelt eigenlijk alleen de vraag of ook *indirect* vertrouwen (via een adviseur of via een door de misleidende informatie teweeggebrachte positieve marktstemming) voldoende is voor het aannemen van causaal verband.

In het vervolg van deze paragraaf zal ik nader licht werpen op de zojuist opgeworpen causaliteitsvragen.¹¹⁵ Eerst onderzoek ik wat de relevante toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW ons leren over de vraag of de belegger daadwerkelijk op de misleidende informatie moet zijn afgegaan om te voldoen aan het rechtens vereiste causaal verband (§ 5.4.2).¹¹⁶ In het verlengde daarvan analyseer ik of ook *indirect* vertrouwen op de misleidende informatie voldoende is voor het aannemen van causaal verband (§ 5.4.3). Vervolgens bespreek ik hoe deze vragen in de (spaarzame) rechtspraak zijn beantwoord (§ 5.4.4). Daarna onderzoek ik of de benadering van de Hoge Raad in het World Online-arrest ook van toepassing is in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijk-

113. Bewust zeg ik 'in beginsel'. In § 9.3.3.4 kom ik nader over deze nuancering te spreken.

114. Vgl. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2, voorlaatste zin. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan een gediversificeerde belegger die reeds enige tijd van tevoren wist dat in de periode waarin thans de misleiding heeft plaatsgevonden voor hem nieuwe beleggingsgelden zouden vrijkomen, en die reeds toen had besloten het litigieuze aandeel te kopen, aangezien een belegging in het litigieuze aandeel zijn beleggingsportefeuille (verder) zou diversificeren.

115. Ik wijs erop dat in theorie deze causaliteitsvragen ook in de sleutel van de eigen schuld zouden kunnen staan. Ik verwijs naar mijn betoog in § 5.6.2.1.

116. Een gedeelte van § 5.4.2 is in 2017 al gepubliceerd in het *Liber Amicorum* dat uitkwam ter gelegenheid van het afscheid van Maarten Kroeze als voltijds hoogleraar aan de Erasmus School of Law, zie Pijls 2017, waarbij ik aanteken dat die publicatie was toegespitst op het leerstuk van bestuurdersaansprakelijkheid, terwijl de analyse in § 5.4.2 niet is beperkt tot bestuurdersaansprakelijkheid.

heid (§ 5.4.5), en tot slot ga ik in op de al dan niet wenselijkheid van een strikte invulling het causaal verband (§ 5.4.6).

5.4.2 *Wat zeggen de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW?*

a. Inleiding

Of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed, moet worden beoordeeld aan de hand van het criterium van de redelijke toerekening van art. 6:98 BW. Zoals ik al opmerkte, gaat het bij dit criterium om een normatief criterium waarbij objectieve toerekeningsfactoren in onderlinge samenhang moet worden beschouwd en afgewogen.¹¹⁷ In deze paragraaf zal ik voor elk van de factoren *strekking van de geschonden norm* (*sub b*), *voorzienbaarheid van de schade* (*sub c*) en *verwijderdheid van de schade* (*sub d*) afzonderlijk bezien of de desbetreffende factor pleit voor al dan niet toerekening aan de vennootschap van de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd (en die vervolgens in dit vertrouwen is beschaamd).¹¹⁸ Na de verschillende factoren afzonderlijk te hebben geanalyseerd, worden zij tot besluit van deze paragraaf (*sub e*) in onderlinge samenhang bezien (en afgewogen), en volgt een (voorlopig) eindoordeel.¹¹⁹

b. Strekking van de geschonden norm

Bij aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek hebben we niet te maken met schending van verkeers- of veiligheidsnormen. De laatstgenoemde normen zijn opgesteld met het oog op voorkoming van ongevallen, en strekken derhalve primair tot bescher-

117. Ik verwijs naar § 1.3.3.1 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

118. De toerekeningsfactor *aard van de schade* en de (onder de toerekeningsfactor *aard van de aansprakelijkheid* ressorterende) subfactoren *schuldgraad* en *aard van de schadeveroorzakende activiteit* behandel ik hier niet afzonderlijk. Ik verwijs naar de algemene opmerkingen die ik in § 1.3.3 maakte over de relevantie van deze factoren voor het onderhavige onderzoek.

119. De formulering ‘voorlopig eindoordeel’ klinkt wellicht enigszins paradoxaal. Ik bedoel daarmee dat ik de vraag of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed, louter beantwoord aan de hand van de relevante toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW. Hoe deze vraag in de rechtspraak is beantwoord, en welke conclusies daaraan kunnen worden verbonden, behandel ik in het vervolg van § 5.4.

HOOFDSTUK 5

ming van lijf en leden.¹²⁰ Bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie gaat het daarentegen om (schending van) normen die strekken tot voorkoming van (zuivere) vermogensschade. Het beschermingsbereik van dergelijke normen is in de regel kleiner dan dat van verkeers- of veiligheidsnormen, en derhalve strekken deze normen ook minder stel tot toerekening dan verkeers- of veiligheidsnormen.¹²¹ Dit laat onverlet dat wanneer in het concrete geval een andersoortige norm dan een verkeers- of veiligheidsnorm is geschonden, de strekking van deze norm in het geheel van onderling af te wegen factoren op zichzelf voor een soepele toerekening kan pleiten. Dit zal met name het geval zijn wanneer het verband tussen enerzijds het specifieke gevaar waartegen de norm beoogt te beschermen, en anderzijds de door de benadeelde gestelde schade (relatief) nauw is.

De voor beursvennootschappen geldende publiekrechtelijke informatieverplichtingen hebben als doelstelling de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen, en hebben in algemene zin de strekking beleggers te beschermen.¹²² Beoogd wordt om door middel van adequate (dat wil zeggen: tijdige, correcte en volledige) informatieverstrekking een zo accuraat mogelijke marktprijs tot stand te brengen, waarmee de fundamentele waarde van de onderneming zo dicht mogelijk wordt benaderd. Wanneer een vennootschap ertoe overgaat misleidende informatie te

120. Ik verwijs naar § 1.3.3.2 *sub a* en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

121. *Idem*.

122. Zie over de doelstelling en strekking van de informatieverplichtingen afkomstig uit de Prospectusverordening (Verordening (EU) 2017/1129 (*PbEU* 2017, L 168/12)) met name de overwegingen 3, 4, 5, 7, 27, 83 en 87 van de considerans van deze verordening. Zie over de doelstelling en strekking van de informatieverplichtingen afkomstig uit de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L 390/38)) met name de overwegingen 1, 5, 27, 36 en 41 van de considerans van deze richtlijn. En zie over de doelstelling en strekking van de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap en het informatiemanipulatieverbod, beide afkomstig uit de verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)), art. 1 van deze verordening en de overwegingen 2, 8, 24, 47, 49, 55 en 57 van de considerans van deze verordening. Dat ook de publicatieverplichting tot voorwetenschap en het informatiemanipulatieverbod als doelstelling hebben de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen, komt in de verordening Marktmissbruik overigens niet helemaal uit de verf. In de literatuur is hier dan ook wel discussie over. Zie onder meer Hoff 2016, p. 507-509; Kristen 2018, p. 38-41; Stevens 2018, p. 227-229. En zie over deze discussie onder vigeur van de oude richtlijn Marktmissbruik (Richtlijn 2003/6/EG (*PbEU* 2003, L 96/16)) reeds Hoff 2011, p. 123-126. Zie in verband met deze discussie ook de uitspraak Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.6.

publiceren (of voorwetenschap *niet* te publiceren), wordt deze doelstelling ondergraven. Voor de belegger die bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen louter vertrouwt op de zuiverheid van de beurskoers en die als gevolg van de misleiding een kunstmatig hoge prijs voor het aandeel moet betalen, betekent dit dat hij in dit vertrouwen wordt beschaamd. Men zou dit ook aldus kunnen zien, dat voor deze belegger precies dát risico zich verwezenlijkt, waartegen de geschonden informatieverplichting hem beoogt te beschermen. Voor deze belegger is daarmee sprake van een relatief nauw verband tussen de strekking van de geschonden norm en de door hem geleden koersschade, en dat vormt op zichzelf een argument deze schade aan de vennootschap toe te rekenen. Een benadering van het causaal verband waarbij tevens de eis wordt gesteld dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed (en die voor de eerdergenoemde belegger als noodlottige consequentie heeft dat zijn vordering onverkort wordt afgewezen), lijkt hier moeilijk mee te verenigen.

Deze redenering gaat denk ik in gelijke mate op voor de verschillende misleidingsvormen (het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een beursgang en/of emissie, het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten). Wel is in theorie nog denkbaar om specifiek bij *prospectusaansprakelijkheid* in het kader van het toerekeningsverband te differentiëren naar de hoedanigheid van de eisende belegger (particulier dan wel professioneel). De reden hiervoor is dat de grondslag van aansprakelijkheid voor beide groepen beleggers verschilt. Bij aansprakelijkheid jegens de particuliere belegger is deze gelegen in (overtreding van) de Wet oneerlijke handelspraktijken (afdeling 6.3.3a BW) (hierna: ‘OHP-regeling’), bij aansprakelijkheid jegens de professionele belegger is deze gelegen in (overtreding van) de misleidende reclame regeling (afdeling 6.3.4 BW).¹²³ Aangezien de OHP-regeling – in tegenstelling tot de misleidende reclame regeling – als expliciete doelstelling heeft een *hoog* niveau van *consumenten*bescherming tot stand te brengen,¹²⁴ is voor de eerstgenoemde regeling verdedigbaar dat zij een iets ruimere beschermingsomvang heeft dan de laatstgenoemde regeling. De door de belegger geleden koersschade kan daarom wellicht eerder aan de vennootschap worden toegerekend wanneer deze is terug te voeren op schending van de OHP-regeling, dan wanneer deze is terug te voeren op schending van de misleidende reclame regeling. Voor de hier besproken kwestie zou dit betekenen dat in de situatie waarin de belegger bij de

123. Zie de Inleiding van dit boek, § 1.2.

124. Zie art. 1 van de richtlijn OHP (Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22)). Zie ook de overwegingen 1, 5, 11, 20, 23 en 24 van de considerans van de richtlijn OHP.

HOOFDSTUK 5

aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de uitgifteprijs (of bij aankoop op de secundaire markt: de integriteit van de *beurskoers*) heeft vertrouwd, eerder mag worden aangenomen dat aan het rechtens vereiste causaal verband is voldaan wanneer de eisende belegger een particulier is, dan wanneer hij een professionele belegger is.¹²⁵ Overigens kan uit het World Online-arrest worden afgeleid dat de Hoge Raad een dergelijke differentiatie tussen particuliere en professionele beleggers niet wenst te maken.¹²⁶

c. Voorzienbaarheid van de schade

Door beleggers geleden koersschade valt onder de schadecategorie zuivere vermogensschade. Daarnaast gaat het bij (aansprakelijkheid voor) misleiding van het beleggende publiek om schending van andere normen dan verkeers- of veiligheidsnormen. Bij deze combinatie van schadesoort en type normschending is ook de *voorzienbaarheid van de schade* een belangrijke – zo niet de belangrijkste – wegingsfactor bij het antwoord op de vraag of de door een belegger geleden koersschade aan de vennootschap kan worden toegerekend.¹²⁷

Voor de vennootschap is zonder meer te voorzien dat het publiceren van misleidende informatie (of het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap) de beurskoers kan beïnvloeden. En omdat de vennootschap weet – of althans er ernstig rekening mee moet houden – dat de meeste beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen vertrouwen op de zuiverheid van het koersvormingsproces zoals dat in de markt plaatsvindt, is voor haar tevens te voorzien dat deze beleggers koersschade lijden wanneer zij als gevolg van de misleiding een kunstmatig hoge prijs voor hun aandeel moeten betalen. Het voorzienbaarheids criterium pleit in dit opzicht dus voor toerekening aan de vennootschap van

125. Ik vermoed dat Franx de hier ontvouwde redenering zal verwerpen. Voor de situatie waarin de aansprakelijkheid is gebaseerd op de regeling OHP, is hij namelijk van mening dat de vordering van de belegger die zich op het standpunt stelt dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de uitgifteprijs (of bij aankoop op de secundaire markt: de integriteit van de *beurskoers*) heeft vertrouwd en hij als gevolg van de misleiding hiervoor te veel heeft betaald, afstuit op het ontbreken van relativiteit. Zie Franx 2017, p. 240-243.

126. In het World Online-arrest lijkt de Hoge Raad voor de materiële eisen van aansprakelijkheid geen onderscheid te maken tussen particuliere en professionele beleggers. Zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.1-4.11.3. Dit onderscheid maakt hij wel bij het door de gedaagde weerleggen van het ‘uitgangspunt’ dat causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is, zie r.o. 4.11.2, slotzin.

127. Ik verwijst naar § 1.3.3.4 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd. Het in het kader van het toerekeningsverband tevens stellen van de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed, lijkt hiermee op gespannen voet te staan.

Een andere kwestie is of in de situatie waarin de misleiding een buitengewoon heftige koersstijging tot gevolg heeft, de vennootschap ook de *mate waarin* de koers door de misleiding wordt beïnvloed kan voorzien.¹²⁸ Zo'n excessieve koersstijging kan onder meer worden veroorzaakt door het feit dat het beleggende publiek als gevolg van (collectief) irrationeel beleggingsgedrag (meestal in combinatie met arbitragebeperkingen) overgevoelig op de misleidende informatie reageert.¹²⁹ De vraag is dan of het redelijk is zo'n excessieve koersstijging (volledig) aan de vennootschap toe te rekenen. De vennootschap zou (in rechte) bijvoorbeeld kunnen betogen dat zij weliswaar kon voorzien dat de misleidende informatie de koers zou beïnvloeden, maar dat zij geenszins kon voorzien dat het beleggende publiek zo heftig op de misleidende informatie zou reageren. De excessieve koersstijging was daarmee voor de vennootschap geenszins het redelijkerwijs te verwachten gevolg van de misleiding.¹³⁰ Wordt dit op de voorzienbaarheid gestaafde verweer in rechte gehonoreerd, dan zal het toerekeningsoordeel over de koersstijging *als zodanig* dus verschillen van het oordeel over de *omvang* van de stijging.¹³¹ Weer een andere kwestie is dat de vennootschap wellicht niet kon voorzien dat de door haar gepubliceerde informatie voor de gemiddelde belegger misleidend was (of dat de door haar niet (tijdig) gepubliceerde voor-

128. Met een 'buitengewoon heftige' koersstijging bedoel ik dat de koersstijging groter is dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigt.

129. Zie § 2.3-§ 2.4 en § 8.5.3.1.

130. Overigens acht ik geenszins uitgesloten dat het verweer dat niet het *volledige* bedrag van de excessieve koersstijging voor vergoeding in aanmerking komt, wordt gevoerd in het kader van de eigen schuld ex art. 6:101 BW (in plaats in het kader van de toerekening ex art. 6:98 BW). Het feit dat de belegger als gevolg van een kleine oneffenheid in de gepubliceerde informatie wellicht bereid was een zeer hoge prijs voor zijn aandeel te betalen, wordt dan aangemerkt als een factor die in de risicosfeer van de belegger ligt en die zijn schade mede heeft veroorzaakt. Over de situatie waarin beleggers als gevolg van hypeachtige marktomstandigheden overgevoelig op misleidende informatie reageren, en over de in dat verband relevante toerekeningsvragen, kom ik in § 7.8 nader te spreken.

131. De vraag of bij aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad het voorzienbaarheids-criterium louter betrekking heeft op het intreden van de gestelde schade als zodanig, dan wel tevens op de *omvang* van de ingetreden schade, wordt in de rechtspraak niet eenduidig beantwoord. Sieburgh lijkt deze vraag in de laatstgenoemde zin te beantwoorden, zie Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 83. In deze zin ook Den Hoed 2009, p. 228-229.

HOOFDSTUK 5

wetenschap van materieel belang was). Dit laatste is echter geen kwestie van causaliteit. De vraag of het misleidende karakter van bepaalde informatie al dan niet is te voorzien, houdt immers verband met (de beoordeling van) het gedrag van de vennootschap, en behoort daarom in de sleutel te staan van het onrechtmatigheidsvereiste (of eventueel het toerekenbaarheidsvereiste).¹³²

d. Verwijderdheid van de schade

Verder is ook de *verwijderdheid van de schade* een belangrijke toerekeningsfactor.¹³³ Deze verwijderdheid betreft de lengte van de causale keten tussen enerzijds de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust en anderzijds de ingetreden schade. Voor de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de zuiverheid van de beurskoers vertrouwt en die als gevolg van de misleiding dit aandeel tegen een geïnfleerde koers moet kopen, is deze keten relatief kort. Tussen de door de vennootschap begane normschending en de door hem geleden koersschade bevinden zich immers slechts twee tussenschakels. Ten eerste is dat het door de markt 'kennismemen' en absorberen van de misleidende informatie met als gevolg dat de koers wordt beïnvloed. Ten tweede is dat de beleggingsbeslissing van de belegger om in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers het aandeel te kopen. Aangezien de causale keten hier dus relatief kort is, pleit de factor *verwijderdheid van de schade* er op zichzelf voor de koersschade van deze belegger aan de vennootschap toe te rekenen. Het in het kader van het toerekeningsverband stellen van de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed, lijkt hier moeilijk mee te rijmen.

Dit laatste zou eventueel anders kunnen zijn, wanneer de concrete normschending van de vennootschap niet bestaat uit het creëren van een misleidend beeld, maar bijvoorbeeld uit het niet corrigeren van een door derden en/of geruchten gecreëerd misleidend beeld.¹³⁴ In dat geval is de keten van causale gebeurtenissen tussen de door de vennootschap begane normschending en de door de belegger geleden koersschade iets

132. Ik wijs erop dat het verweer van de vennootschap dat zij het misleidende karakter van gepubliceerde informatie (of het koersgevoelige karakter van niet-gepubliceerde voorwetenschap) niet kon voorzien, slechts in uitzonderlijke omstandigheden zal worden gehonoreerd.

133. Ik verwijs naar § 1.3.3.5 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

134. Uit het World Online-arrest volgt dat in de situatie waarin de vennootschap (bijvoorbeeld in het kader van een beursgang) aandelen aanbiedt aan het beleggende publiek, onder omstandigheden op haar inderdaad zo'n correctieplicht rust, zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.4. Ook op de begeleidende banken kan onder omstandigheden zo'n correctieplicht rusten, zie r.o. 4.31.2.

langer, en wordt het causaal verband dus enigszins verdund. Hetzelfde geldt wanneer naast (of in plaats van) de vennootschap een bij de misleiding betrokken derde (zoals een bestuurder of een adviseur) aansprakelijk wordt gesteld. Deze derde zou dan kunnen aanvoeren dat zijn rol bij de misleiding slechts secundair was, waardoor de door de belegger gestelde koersschade in een te ver verwijderd verband staat met de door hem begane normschending.¹³⁵

e. Evaluatie

Op grond van de voorgaande analyse kom ik tot de conclusie dat de toerekeningsfactoren *strekking van de geschonden norm*, *voorzienbaarheid van de schade* en *verwijderdheid van de schade* zowel elk afzonderlijk, als in onderlinge samenhang bezien, wijzen in de richting van toerekening aan de vennootschap van de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd. Een benadering van het causaal verband waarbij tevens is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed (en die voor deze belegger als noodlottige consequentie heeft dat zijn vordering tot schadevergoeding onverkort afgewezen), lijkt hiermee op gespannen voet te staan.

5.4.3 *Is indirect vertrouwen op de misleidende informatie voldoende voor het aannemen van causaal verband?*

Wanneer voor het aannemen van causaal verband niettemin de eis wordt gesteld dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan, is vervolgens de vraag hoe direct dit vertrouwen moet zijn. Is het ook voldoende wanneer de belegger – in plaats van zelf van de misleidende informatie kennis te nemen – afgaat op het advies van een adviseur of afgaat op een positieve marktstemming of heersende opinies die door de misleidende informatie in het leven zijn geroepen? Mijns inziens moet deze vraag bevestigend worden beantwoord.

De toerekeningsfactoren *voorzienbaarheid van de schade* en *strekking van de geschonden norm* wijzen hier niet in een andere richting dan zij wezen bij de vraag die in de vorige paragraaf centraal stond. Voor deze factoren is de analyse voor het toerekeningsverband dus nagenoeg gelijk. Alleen voor de factor *verwijderdheid van de schade* moet er een verfijning in de analyse worden aangebracht. Er is immers geen sprake van direct vertrouwen op de misleidende informatie, maar van middellijk vertrou-

135. Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van de *lead manager* bij prospectusaansprakelijkheid Adler & Lunsingh Scheurleer 2008, p. 41.

HOOFDSTUK 5

wen, waardoor er een schakel in de causale keten van gebeurtenissen bijkomt. Bestaat het indirecte vertrouwen van de belegger uit het afgaan op het advies van een adviseur, dan is deze schakel mijns inziens verwaarloosbaar. Voor de vennootschap moet het immers niet uitmaken of de belegger zelf van de misleidende informatie kennisneemt of dat hij dit door een adviseur laat doen. In de relatie vennootschap-belegger valt de adviseur er dus als het ware tussenuit, wat betekent dat zijn betrokkenheid in causale zin irrelevant is.¹³⁶ Men zou het ook aldus kunnen formuleren, dat door de tussenkomst van de adviseur het (via het csqn-verband reeds gevestigde) causaal verband niet zodanig verdunt dat het moet worden geacht te zijn doorbroken.

Bestaat het indirecte vertrouwen daarentegen uit het afgaan op een (door de misleiding teweeggebrachte) positieve marktstemming, dan komt er weliswaar een extra schakel in de causale keten bij, maar ook deze schakel kan het causaal verband mijns inziens niet doorbreken.¹³⁷ Dit kan mede worden verklaard door de rechtsverhouding waarin de belegger in relatie tot de beursvennootschap staat. Deze rechtsverhouding is in beginsel geen (pre)contractuele waarbinnen wederzijdse onderzoeks- en informatieplichten gelden. De voornaamste manier waarop informatie-uitwisseling tussen vennootschap en belegger plaatsvindt, is via de publicatie van een prospectus (wanneer de vennootschap aandelen uitgeeft en/of naar de beurs gaat) of via de publicatie van gereglementeerde informatie¹³⁸ of voorwetenschap (wanneer de vennootschap reeds een beursnotering heeft).¹³⁹ Deze vormen van informatieverstrekking zijn gericht op het beleggende publiek als geheel. De bedoeling is primair om het beleggende publiek als *collectief* te informeren, en niet zozeer om met de *individuele* belegger in contact te treden. Het is vervolgens ook dit collectief dat van de gepubliceerde informatie kennisneemt, en dat onder invloed van analyses en rapportages van voornamelijk professionele partijen de kansen en bedreigingen van de vennootschap op waarde zal

136. Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van een tussenpersoon die betrokken was bij (zowel de opzet als uitvoering van) het geruchtmakende piramidespel geïnitieerd door 'wonderbelegger' Van den Bergh het arrest HR 5 oktober 2012, *NJ* 2013/140, m.nt. P. van Schilfgaarde en L.C.A. Verstappen; *JOR* 2012/328, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Sytsma c.s./Van der Heiden), r.o. 3.7.2. Wel wijs ik erop dat het oordeel van de Hoge Raad in de sleutel staat van de onrechtmatigheid en niet in de sleutel van het causaal verband.

137. Vgl. De Jong 2010, p. 172-173.

138. Zie voor de wettelijke definitie van 'gereglementeerde informatie' art. 1:1 Wft.

139. De vennootschap kan zich uiteraard ook schuldig maken aan misleiding van het beleggende publiek door het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten, maar zoals ik in § 5.3.4 reeds opmerkte, is het niet waarschijnlijk dat een enkel misleidend ad hoc-bericht een positieve marktstemming teweeg zal brengen.

schatten. Wanneer nu het beleggende publiek zich als collectief door de misleidende informatie op het verkeerde been laat zetten, hierdoor een (misleidende) positieve marktstemming ontstaat en de belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing vervolgens door deze stemming laat leiden, kan de stelling dat het causaal verband tussen de door de vennootschap begane normschending en de door de belegger geleden koersschade ontbreekt enkel vanwege de afwezigheid van *direct* vertrouwen, mijns inziens geen stand houden. Juist de functie van het prospectus, gereglementeerde informatie en voorwetenschap als instrumenten om het beleggende publiek als *collectief* te informeren, ondergraaft de gedachte dat de belegger (voor het aannemen van causaal verband) niet op een positieve marktstemming zou mogen afgaan.

Uit het World Online-arrest kan worden afgeleid dat ook de Hoge Raad indirect vertrouwen op misleidende informatie voldoende acht voor het aannemen van causaal verband.¹⁴⁰ Ik verwijs naar mijn bespreking van dit arrest in § 5.4.4.4.

5.4.4 Rechtspraak

5.4.4.1 Inleiding

In de spaarzame rechtspraak wordt geen eenduidig antwoord gegeven op de vraag of voor het aannemen van causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie is vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd. In deze paragraaf behandel ik achtereenvolgens de volgende vier uitspraken: het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest van de Hoge Raad¹⁴¹ (§ 5.4.4.2), het DAF-arrest van het Hof Den Haag¹⁴² (§ 5.4.4.3), het World Online-arrest van de Hoge Raad¹⁴³ (§ 5.4.4.4) en het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in de zaak VEB/Kuiken en Bus¹⁴⁴ (§ 5.4.4.5). Andere bekende misleidingszaken waarin het causaal verband ter sprake kwam, zoals het oude

140. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1, vierde volzin.

141. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.).

142. Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, m.nt. Th.A.L. Kliebisch (Nederlandsche Trustmaatschappij B.V. en Ingenieursbureau Thunnissen B.V./Stichting OFASEC B.V. e.a.).

143. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.).

144. Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom (VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus).

HOOFDSTUK 5

arrest Ligterink/Oss van de Hoge Raad¹⁴⁵ (ook wel bekend als het ‘Haagsche Post’-arrest), het arrest Philips/VEB van het Hof Den Bosch,¹⁴⁶ het arrest ABN AMRO/Vereniging Coopag Finance BV van het Hof Amsterdam,¹⁴⁷ het vonnis van de Rechtbank Utrecht in de zaak Kortekaas e.a./AGEAS,¹⁴⁸ het vonnis van de Rechtbank Midden-Nederland in de zaak VEB/Ziggo¹⁴⁹ en het vonnis van de Rechtbank Noord-Nederland in een van de Bouw State-zaken¹⁵⁰ laat ik hier buiten beschouwing. Het eerstgenoemde arrest laat ik buiten beschouwing, omdat in deze zaak in rechte vast stond dat de eisende beleggers van de misleidende berichtgeving hadden kennis genomen, zodat de vraag of voor het aannemen van causaal verband is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan, niet hoefde te worden beantwoord. Het arrest Philips/VEB laat ik buiten beschouwing, omdat in de fase van de procedure waarin het Hof Den Bosch arrest wees, het causaal verband strikt genomen nog niet aan de orde was en het processuele debat daar ook nog niet op was toegespitst (in het arrest van het hof lijkt overigens wel een impliciet oordeel over het causaal verband besloten te liggen).¹⁵¹ Het arrest ABN AMRO/Vereniging Coopag Finance BV behandel ik niet, omdat het oordeel dat het Hof Amsterdam in dit arrest formuleerde over het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid lijkt te zijn

-
145. HR 3 februari 1927, *NJ* 1927/636 (Ligterink/Oss e.a.). Overigens ging het in deze zaak *niet* om beleggers die naar aanleiding van misleidende *positieve* berichtgeving hun aandelen tegen een kunstmatig *hoge* koers hadden gekocht, maar om de spiegelbeeldige situatie waarin beleggers als gevolg van misleidende *negatieve* berichtgeving hun aandelen tegen een kunstmatig *lage* koers hadden verkocht. Zie over dit arrest uitgebreid De Jong 2010, p. 157-159 en p. 207-208.
146. Hof 's-Hertogenbosch 15 mei 1996, *JOR* 1996/70 (Philips Electronics N.V./VEB e.a.). Naar aanleiding van dit arrest is Philips in cassatie gegaan en dat leidde tot het bekende arrest HR 7 november 1997, *NJ* 1998/268, m.nt. J.M.M. Maeijer.
147. Hof Amsterdam 27 mei 1993, *NJ* 1993/682 (ABN AMRO Bank N.V./Vereniging Coopag Finance BV). Naar aanleiding van dit arrest zijn partijen in cassatie gegaan en dat leidde tot het bekende arrest HR 2 december 1994, *NJ* 1996/246, m.nt. D.W.F. Verkade.
148. Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.).
149. Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.).
150. Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 4.7-4.10 en r.o. 8.4.
151. Zie de volgende overweging: ‘(...) in een eventuele schadestaatprocedure (...) dan wel in eventuele afzonderlijk aanhangig te maken procedures strekkende tot vergoeding van schade [kan] aan de orde komen *in welke mate in concrete gevallen het aankoopbeleid al dan niet was beïnvloed door de positieve berichtgeving van de zijde van Philips.*’ (toevoeging en curs. *ACWP*), Hof 's-Hertogenbosch 15 mei 1996, *JOR* 1996/70 (Philips Electronics N.V./VEB e.a.), r.o. 10. Zie over deze overweging ook de analyse van De Jong 2010, p. 256-257.

achterhaald door het latere World Online-arrest van de Hoge Raad. Het vonnis van de Rechtbank Utrecht in de zaak Kortekaas e.a./AGEAS respectievelijk het vonnis van de Rechtbank Midden-Nederland in de zaak VEB/Ziggo behandel ik niet, omdat ook in deze procedures het causaal verband strikt genomen nog niet aan de orde was (maar ook voor deze beide vonnissen geldt dat daarin een impliciet oordeel over het causaal verband besloten lijkt te liggen).¹⁵² En het vonnis van de Rechtbank Noord-Nederland in de genoemde Bouw State-zaak laat ik buiten beschouwing, omdat ook in deze zaak kon worden vastgesteld dat de eisende beleggers het misleidende prospectus hadden gelezen, zodat de vraag of voor het aannemen van causaal verband is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan, niet hoefde te worden beantwoord.¹⁵³ Daar komt bij dat het in deze zaak ging om een aanbieding van effecten buiten het beurssegment, zodat zij voor het onderhavige onderzoek minder van belang is.¹⁵⁴

5.4.4.2 *Het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest van de Hoge Raad*

a. Feiten en procesverloop

Een van de eerste belangrijke arresten over het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie is het bekende arrest Aeilkema/Hooite Meursing e.a. uit 1931 (beter bekend als – en hierna als zodanig aangeduid – het ‘Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest’).¹⁵⁵ In deze zaak stelde landbouwer Aeilkema de directeuren, commissarissen en leden van de raad van toezicht van de Veenkoloniale Bank voor Hypotheek en Scheepsverband (hierna: de ‘Bank’) op grond van onrechtmatige daad aansprakelijk vanwege het door hen ‘opmaken, ondertekenen, doen aannemen en publiceeren van bedriegelijke en veel te gunstige’ jaarstukken. Hierdoor is volgens Aeilkema bij het grote publiek het vertrouwen gewekt dat de pandbrieven van de Bank waren te beschouwen als een solide belegging, terwijl in werkelijkheid de pandbrieven werden verhandeld tegen een koers die de werkelijke waarde ver

152. Zie Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.), r.o. 4.77 respectievelijk Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.22.

153. Hetzelfde kan worden gezegd van het oude arrest van het Hof Amsterdam in de zaak Polak/N.V. Nederlandse Agrarische Industrie e.a., Hof Amsterdam 24 juni 1953, *NJ* 1954/573. Zie over dit arrest Franx 2017, p. 229-230.

154. Ik wijs erop dat ook in het oude Nederlandse Agrarische Industrie-arrest (zie vorige voetnoot) het ging om een aanbieding van effecten buiten het beurssegment.

155. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.). Zie over dit arrest ook de analyse van De Jong 2010, p. 155-156, en die van Franx 2017, p. 227-229.

HOOFDSTUK 5

overtrof. Aeilkema heeft een tweetal pandbrieven (tegen een koers van 100%) gekocht die later waardeloos bleken te zijn. Dit terwijl hij juist had gekozen voor een belegging in pandbrieven, omdat deze volgens hem ‘algemeen als een soliede geldbelegging werden beschouwd’. In rechte vordert Aeilkema schadevergoeding van het door hem geleden koersverlies, waarbij van belang is op te merken dat hij zich *niet* op het standpunt stelt dat hij (direct of indirect) op de misleidende jaarstukken is afgegaan en hij zonder de misleiding de pandstukken *in het geheel niet* zou hebben gekocht. De Arrondissementsrechtbank Den Haag wijst zijn vordering toe,¹⁵⁶ maar in hoger beroep krijgt hij bij het Hof Den Haag nul op rekest.¹⁵⁷ Nadat het hof heeft vastgesteld dat de misleidende jaarstukken de koers van de pandbrieven inderdaad hebben beïnvloed (het csqn-verband tussen de misleidende jaarstukken en de onzuivere koers stond dus vast), oordeelt het hof dat ‘het vereischte causaal verband tusschen de gestelde gedragingen van de verweerders en de door Aeilkema geleden schade ontbreekt’. Het hof motiveert dit door te overwegen dat onbetwistbaar vaststaat dat Aeilkema van de misleidende jaarstukken geen kennis heeft genomen, en dat niet is komen vast te staan dat de jaarstukken ‘valschelijk’ waren opgemaakt met de bedoeling het publiek daardoor te bewegen om in de pandbrieven te beleggen. Ook acht het hof van belang dat jaarstukken in het algemeen worden opgemaakt om aan de aandeelhoudersvergadering rekening en verantwoording af te leggen teneinde deze in staat te stellen de nodige besluiten en maatregelen te nemen. Dit doel en karakter van de jaarstukken verandert niet door het feit, aldus het hof, ‘dat deze [jaarstukken] veelal ook nog in wijderen kring bekendheid verwerven, waarvan het gevolg is, dat de koersen der betrokken aandelen of obligatiën daardoor worden beïnvloed’ (toevoeging *ACWP*). Volgens het hof heeft alleen de eigen daad van Aeilkema, de aankoop van de pandbrieven tegen de te hoge koers, zijn schade veroorzaakt.

b. Oordeel Hoge Raad

De Hoge Raad casseert met de (inmiddels meer dan bekende) overweging:¹⁵⁸

‘dat (...) voor de beoordeling of de door Aeilkema geleden schade is veroorzaakt door diens eigen daad van den aankoop der pandbrieven dan wel door de gedragingen van de verweerders, beslissend is of de geleden schade het redelijkerwijs te verwachten gevolg was van den aankoop door Aeilkema dan wel van de gedragingen van de verweerders, *maar daarvoor niet*

156. Arrondissementsrechtbank 's-Gravenhage 20 december 1928, te kennen uit HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161.

157. Hof 's-Gravenhage 19 februari 1931, *NJ* 1931/1080 (Hooite Meursing e.a./Aeilkema).

158. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten.

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

beslissend is, dat Aeilkema tot zijne daad niet is bewogen door kennisneming van de jaarstukken der Bank noch dat de verweerders het ingetreden gevolg niet hebben beoogd;

dat het Hof aanneemt, dat de gunstige jaarstukken (...) van invloed zijn geweest op den koers van hare pandbrieven, dat veelal jaarverslagen nog in wijderen kring dan die van de aandeelhouders bekendheid verwerven, waarvan het gevolg is dat de koersen van de aandelen of obligatiën (...) worden beïnvloed, en voorts dat Aeilkema de twee pandbrieven (...) kocht, omdat hij geld wilde beleggen en deze pandbrieven algemeen als eene soliede geldbelegging werden beschouwd;

dat in deze door het Hof vastgestelde feiten ligt opgesloten, dat het redelijkerwijs te verwachten gevolg van de (...) bedriegelijke en veel te gunstige jaarstukken der Bank is, dat de koers van de pandbrieven van de Bank de werkelijke waarde zal te boven gaan en dat een belegger als Aeilkema schade zal lijden door aankoop van pandbrieven der Bank tegen een koers, welke de werkelijke waarde overtreft; dat onder deze omstandigheden zoodanige schade in den zin der wet veroorzaakt is door de gestelde gedragingen van de verweerders en niet door de beleggingsdaad van eischer tot cassatie.’ (curs. ACWP)

c. Analyse en commentaar

1. De Hoge Raad oordeelt hier klip en klaar dat de door Aeilkema geleden schade (in juridische zin) is veroorzaakt door het verspreiden van misleidende jaarstukken door de (functionarissen van de) Bank, en niet door de eigen aankoopbeslissing van Aeilkema. Voor de (functionarissen van de) Bank was immers te voorzien dat de misleidende jaarstukken de koers van de pandbrieven omhoog zouden stuwen en dat de kopers van de pandbrieven hierdoor schade zouden lijden (de Hoge Raad acht dit het ‘redelijkerwijs te verwachten gevolg’ van de misleiding). Dat Aeilkema bij de aankoop van de pandstukken slechts heeft vertrouwd op de zuiverheid van de koers en van de misleidende jaarstukken verder geen heeft kennis genomen, staat niet aan het aannemen van causaal verband in de weg, aldus – geparafraseerd – het oordeel van de Hoge Raad.¹⁵⁹

2. Hoewel de geciteerde overwegingen aan duidelijkheid niets te wensen over laten, moet goed voor ogen worden gehouden dat de Hoge Raad in dit arrest geen algemene regel formuleert die zich zonder meer uitstrekt tot het gehele leerstuk van aansprakelijkheid voor misleiding van het beleggende publiek. Het oordeel is volgens mij duidelijk toegespitst op de specifieke omstandigheden van het geval. Dit leid ik af uit de door de Hoge Raad gehanteerde bewoordingen ‘dat in deze door het Hof vastgestelde feiten ligt opgesloten dat (...)’ en ‘dat onder deze omstandigheden zoodanige schade in den zin der wet veroorzaakt is (...)’. Dat

159. Ik wijs erop dat deze interpretatie van het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest afwijkt van die van Franx, zie Franx 2017, p. 227-229.

HOOFDSTUK 5

het oordeel is toegespitst op de omstandigheden van het geval, sluit echter natuurlijk op zichzelf niet uit dat de in dit arrest gekozen oplossing een breder toepassingsbereik heeft dan alleen de casuspositie zoals die zich in deze zaak aandiende. Om te kunnen beoordelen of dat inderdaad het geval is, moet worden onderzocht in hoeverre in de door de Hoge Raad genoemde omstandigheden eventueel een beperking van dit toepassingsbereik is gelegen. De Hoge Raad noemt de volgende omstandigheden: (i) dat Aeilkema geld wilde beleggen en daarbij koos voor pandbrieven (in het hiernavolgende spreek ik gemakshalve van ‘obligaties’ in plaats van ‘pandbrieven’) omdat deze in het algemeen als solide belegging werden beschouwd, (ii) dat de misleidende jaarstukken de obligatiekoers hebben beïnvloed, en (iii) dat jaarstukken veelal in bredere kring bekend zijn dan alleen bij aandeelhouders, zodat deze hun weerslag zullen hebben zowel op de aandelen- als de obligatiekoers. Voor deze omstandigheden onderzoek ik in het hiernavolgende (sub 3 – sub 5) of deze een beperking met zich mee kunnen brengen.

3. Alvorens te kunnen beoordelen of de omstandigheid ‘dat Aeilkema obligaties kocht, omdat deze in het algemeen als solide belegging hadden te gelden’ van belang is voor de reikwijdte van de in het arrest geformuleerde oplossing, moet eerst helder zijn wat precies met deze omstandigheid wordt bedoeld. Mijns inziens kan deze omstandigheid op twee manieren worden geïnterpreteerd. In de eerste plaats kan men haar aldus opvatten dat Aeilkema erop vertrouwdde dat alle informatie uit de jaarrekening werd weerspiegeld in de koers (en hij derhalve van de jaarrekening geen kennis hoefde te nemen), en hij er tevens op vertrouwdde dat hij zijn obligaties tegen een *integere* koers zou kopen (in de zin van dat deze *niet* was beïnvloed door *misleidende* informatie). De omstandigheid kan echter ook aldus worden geïnterpreteerd, dat Aeilkema besloot de litigieuze obligaties te kopen juist *omdat* de koers 100% noteerde.¹⁶⁰ Hij was immers op zoek naar een solide (lees: gezonde en niet al te risicovolle) belegging, en juist het feit dat de koers 100% noteerde was voor hem het teken dat het hier om een *solide* belegging ging. Zou de koers lager zijn geweest dan 100%, dan zou Aeilkema de obligaties *niet* hebben gekocht, omdat deze lagere koers hem er in dat geval op zou hebben gewezen dat het hier om een *risicovolle* belegging ging. Mijns inziens ligt de eerstgenoemde interpretatie het meest voor de hand. Deze interpretatie is namelijk het beste te rijmen met de wijze waarop volgens de Hoge Raad de schade intreedt. De tweede interpretatie is daarmee minder goed te rijmen. Bij deze tweede interpretatie heeft namelijk te

160. Zie ik het goed, dan is dit de wijze waarop Van den Akker en Franx deze omstandigheid interpreteren, zie Van den Akker 2001, p. 178-179 respectievelijk Franx 2017, p. 227-229.

gelden dat bij afwezigheid van de misleiding Aeilkema de obligaties *in het geheel niet* zou hebben gekocht (hij was immers op zoek naar een solide belegging). In dat geval zou hij zijn geld (vermoedelijk) op alternatieve wijze hebben belegd, en zijn schade zou dan hebben bestaan uit het verschil tussen het rendement dat hij thans op de litigieuze obligaties heeft behaald en het rendement dat hij in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging zou hebben behaald. Naar het oordeel van de Hoge Raad bestaat de schade van Aeilkema er echter uit dat hij de litigieuze obligaties tegen een kunstmatige hoge koers heeft moeten kopen (‘(...) dat een belegger als Aeilkema schade zal lijden door aankoop van pandbrieven der Bank tegen een koers, welke de werkelijke waarde overtreft (...)’). Deze wijze van schadevaststelling past beter bij een feitelijke grondslag waarbij Aeilkema (stelt dat hij) bij de aankoop van zijn obligaties slecht op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, en hij ook bij afwezigheid van de misleiding de litigieuze obligaties zou hebben gekocht (maar dan *tegen een gunstigere prijs*).¹⁶¹ De eerstgenoemde interpretatie is dus de meest logische.

Ervan uitgaande dat de omstandigheid ‘dat Aeilkema obligaties kocht, omdat deze in het algemeen als solide belegging hadden te gelden’, inderdaad op de eerstgenoemde wijze moet worden geïnterpreteerd, zou ik niet willen zeggen dat hierin een beperking is gelegen voor de reikwijdte van de in het arrest gekozen oplossing. Juister is het volgens mij om te zeggen dat deze omstandigheid een *toepassingsvoorwaarde* is voor deze oplossing. Hiermee bedoel ik dat in de situatie waarin de obligatiekoers als gevolg van misleidende jaarstukken is geïnfleteerd en de belegger zijn obligaties (daardoor) tegen een kunstmatig hoge koers heeft moeten kopen, het rechtens vereiste causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger geleden schade alleen *dán* kan worden aangenomen, als (vaststaat dat) de belegger daadwerkelijk op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd.¹⁶² Dit laatste is bijvoorbeeld niet het geval als (kan worden vastgesteld dat) de belegger op enige wijze met de misleiding bekend was.

4. Ook de omstandigheid dat in het processuele debat onmiskenbaar vaststond dat de misleidende jaarstukken de obligatiekoers hadden beïnvloed, brengt volgens mij geen beperking met zich voor de reikwijdte

161. Dit aspect wordt door Franx – mijns inziens ten onrechte – niet in zijn analyse van het arrest betrokken, zie Franx 2017, p. 227-229.

162. Hierna komt nog aan bod of in de omstandigheid dat het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest betrekking heeft op misleidende *jaarstukken* die hun weerslag hadden op de *obligatiekoers* wellicht een beperking is gelegen voor het toepassingsbereik van de in dit arrest gekozen oplossing.

HOOFDSTUK 5

van de in dit arrest gekozen oplossing.¹⁶³ Ook voor deze omstandigheid geldt dat men denk ik beter kan zeggen dat het hier gaat om een *toepassingvoorwaarde* voor deze oplossing. Daarmee bedoel ik dat in de situatie waarin de belegger bij de aankoop van de litigieuze obligaties slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd (en hij verder van geen enkele informatie heeft kennis genomen), het causaal verband alleen dán kan worden aangenomen, als (kan worden vastgesteld dat) de misleidende jaarstukken de obligatiekoers daadwerkelijk hebben beïnvloed. Ondanks het feit dat in deze omstandigheid dus geen beperking is gelegen, is hierin wellicht wel een verklaring gelegen voor het feit dat de Hoge Raad überhaupt voor de in dit arrest geformuleerde oplossing gekozen heeft. Men kan zich namelijk afvragen of de Hoge Raad ook voor deze oplossing zou hebben gekozen, als het bewijs van de koersinvloed van de misleidende jaarstukken minder overtuigend was geweest. In dat geval had hij Aeilkema wellicht niet op grond van de enkele (met onzekerheid omgeven) vaststelling dat de misleidende jaarstukken de obligatiekoers hebben beïnvloed, voor schadevergoeding in aanmerking willen laten komen, en had hij hiervoor wellicht tevens de eis gesteld dat ook Aeilkema's beleggingsbeslissing door de jaarstukken is beïnvloed.

5. Verder geldt ook voor de omstandigheid 'dat jaarstukken veelal in bredere kring bekend zijn dan alleen bij aandeelhouders', dat hierin op zichzelf geen beperking is gelegen voor de reikwijdte van de in dit arrest gekozen oplossing. De enige reden waarom de Hoge Raad aan deze omstandigheid refereert, is volgens mij om duidelijk te maken dat (misleidende) jaarstukken niet alleen relevante informatie bevatten voor aandeelhouders (en dus van invloed kunnen zijn op de *aandelenkoers*), maar dat deze tevens relevante informatie bevatten voor obligatiehouders (en dus tevens van invloed kunnen zijn op de *obligatiekoers*). Waar eventueel wel een beperking voor de reikwijdte van het arrest in kan zijn gelegen, is dat het arrest specifiek betrekking heeft op aansprakelijkheid wegens het publiceren van misleidende *jaarstukken*. Men kan zich daarom afvragen of de thans gekozen oplossing ook mag worden toegepast bij aansprakelijkheid wegens het (in het kader van een beursgang en/of emissie) publiceren van een misleidend *prospectus*. In het (hierna in § 5.4.4.4 nog te bespreken) World Online-arrest lijkt de Hoge Raad deze vraag negatief te hebben beantwoord.¹⁶⁴ Hij kiest in dat arrest namelijk duidelijk voor een andere oplossing dan in het Aeilkema-Veen-

163. Kennelijk was de koersinvloed van de misleiding zodanig evident, dat hierover tussen partijen niet is gedebatteerd (uit het arrest is althans niet op te maken dat een dergelijk debat is gevoerd).

164. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1.

koloniale Bank-arrest. Maar omdat – evenals in het ‘pre-World Oline tijdperk’ gebeurde – ook in het ‘post-World Oline tijdperk’ in prospectusaansprakelijkheidsprocedures nog steevast naar (de oplossing uit) het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest wordt verwezen, is het niettemin interessant om na te gaan welke argumenten ervoor pleiten om deze oplossing ook bij prospectusaansprakelijkheid toe te passen, dan wel om deze bij prospectusaansprakelijkheid juist *niet* toe te passen.

Een eerste argument dat ervoor zou kunnen pleiten om de oplossing uit het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest niet bij prospectusaansprakelijkheid toe te passen, is dat het prospectus kan worden gezien als een *wervende* mededeling waarmee aan het beleggende publiek wordt kenbaar gemaakt dat aandelen worden aangeboden.¹⁶⁵ Voor een prospectus is daarom eerder (dan voor bijvoorbeeld een jaarrekening of bestuursverslag) aannemelijk dat de belegger zijn beleggingsbeslissing erdoor laat beïnvloeden. Omdat beïnvloeding eerder aannemelijk is, kan ook gemakkelijker de eis worden gesteld dat de belegger (direct of indirect) op het misleidende prospectus is afgegaan. Hoewel dit argument voor de invulling van de causaliteitseis enig gewicht in de schaal legt, moet zijn geldingskracht ook weer niet worden overschat. Van een daadwerkelijk wervend karakter (zoals bij een reguliere reclameboodschap het geval is) zal bij het gemiddelde prospectus namelijk niet zo snel sprake zijn.¹⁶⁶ Zo bestaat een belangrijk deel van het prospectus uit historische financiële informatie en uit informatie over de interne organisatie van de uitgevende instelling.¹⁶⁷ Het gemiddelde prospectus verschilt qua inhoud, samenstelling en toonzetting daarom niet wezenlijk van de gemiddelde jaarrekening (of het gemiddelde bestuursverslag).¹⁶⁸

Een tweede argument dat ervoor pleit om de oplossing uit het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest niet toe te passen bij prospectusaansprakelijkheid, is dat in de periode rond een beursgang¹⁶⁹ nog geen sprake is van een volledig efficiënte markt.¹⁷⁰ Hierdoor zal het in de regel veel moeilijker zijn om te bepalen of de misleidende informatie van invloed is

165. Zie in dit verband onder meer Bras 2006, p. 81-82. Vgl. De Jong 2010, p. 171.

166. Aldus ook Hijink 2010, p. 378-379.

167. Zie hierover Hijink 2010, p. 348-352 en p. 378-379.

168. Zie over het graduele verschil in type document tussen enerzijds het prospectus en anderzijds de jaarrekening en het bestuursverslag en over de al dan niet relevantie van dat verschil voor de toe te passen misleidingsnorm Pijls 2020, § 3.5.

169. Bedoeld wordt de periode vanaf het openstellen van de inschrijving tot het tijdstip van de introductie (de primaire markt) en de eerste dagen/weken waarop de (zojuist in de notering opgenomen) aandelen actief op de beurs worden verhandeld (de directe *after market*).

170. Zie over het ontbreken van (volledige) marktefficiëntie in de periode rond een beursgang § 2.6 en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur. Zie in dit verband ook § 5.3.8.

HOOFDSTUK 5

geweest op de aandelenprijs, wanneer (in het kader van een beursgang en/of emissie) sprake is van misleiding op de *primaire* markt, dan wanneer (buiten de situatie van een beursgang en/of emissie) sprake is van misleiding op de *secundaire* markt.¹⁷¹ Dit laatste zou voor de Hoge Raad een reden kunnen zijn om bij prospectusaansprakelijkheid de belegger niet reeds op grond van de enkele stelling dat hij als gevolg van de misleiding te veel voor zijn aandelen heeft betaald voor schadevergoeding in aanmerking te laten komen.¹⁷² Ter compensatie van de onzekerheid die de *inefficiënte* marktwerking op de *primaire* markt met zich brengt, wil de Hoge Raad dan wellicht als extra eis aanleggen dat de beleggingsbeslissing van de belegger door het misleidende prospectus (direct of indirect) is beïnvloed.

Een argument dat ervoor pleit om de oplossing uit het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest juist wél toe te passen bij prospectusaansprakelijkheid, is dat de in het arrest gevolgde redenering gemakkelijk naar de context van prospectusaansprakelijkheid kan worden getransponeerd. Evenals voor de persoon of rechtspersoon die misleidende jaarstukken publiceert is te voorzien dat beleggers schade kunnen lijden doordat de *beurskoers* daardoor wordt beïnvloed, is namelijk voor de persoon of rechtspersoon die een misleidend prospectus publiceert te voorzien dat beleggers schade kunnen lijden doordat de *uitgifteprijs*, de *introductiekoers* en/of de koers die daarna tot stand komt in de *direct after market* door het misleidende prospectus worden (wordt) beïnvloed. In beide gevallen is aan het voorzienbaarheids criterium voldaan, dus in beide gevallen kan het rechtens vereiste causaal verband worden aangenomen. Men zou zelfs nog een stap verder kunnen gaan en kunnen zeggen dat voor zover voor de verspreider van misleidende jaarstukken is te voorzien dat beleggers schade kunnen lijden doordat zij hun effecten tegen een kunstmatig hoge koers moeten kopen, dit *a fortiori* is te voorzien voor de openbaarmaker van een misleidend prospectus. In vergelijking met de gemiddelde jaarrekening (of het gemiddelde bestuursverslag) wordt in het gemiddelde prospectus namelijk (iets) meer aandacht besteed aan de vooruitzichten van de uitgevende instelling, en het zijn juist deze voor-

171. Bij misleiding op de secundaire markt kan met name worden gedacht aan het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten.

172. Begrijp ik hem goed, dan is het ontbreken van marktefficiëntie in de periode rond een beursgang voor Franx het voornaamste argument om bij prospectusaansprakelijkheid de belegger niet reeds op grond van de enkele stelling dat hij als gevolg van de misleiding te veel voor zijn aandelen heeft betaald voor schadevergoeding in aanmerking te laten komen. Zie Franx 2017, p. 237-243.

uitzichten die voor het beleggende publiek het meest interessant zijn.¹⁷³ Deze vooruitzichten vormen immers de belangrijkste *input* voor het voorspellen van de toekomstige kasstromen, en daarmee voor het waarderen van de prijs van de aangeboden effecten. Aldus kan men beredeneren dat een misleidend prospectus gemakkelijker tot koersschade kan lijden dan een misleidende jaarrekening (of een misleidend bestuursverslag), zodat bij een misleidend prospectus deze schade in sterkere mate voorzienbaar kan worden geacht.

Uit het voorgaande volgt dus dat zowel pro- als contra-argumenten zijn te bedenken ten aanzien van het antwoord op de vraag of de oplossing uit het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest ook mag worden toegepast bij prospectu aansprakelijkheid. Voor zover in het ‘pre-World Online tijdperk’ voetstoots werd aangenomen dat deze oplossing zonder meer dit brede(re) toepassingsbereik had, is dat wat mij betreft dus te ongenueanceerd.

6. Aangezien het in het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest ging om misleiding in het kader van (de aankoop van) *obligaties*, kan men zich tot slot nog afvragen of de door de Hoge Raad geformuleerde oplossing ook van toepassing is bij misleiding in het kader van (de aankoop van) *aandelen*. Het antwoord op deze vraag luidt volgens mij niet zonder meer bevestigend. Er is namelijk een belangrijk *beleidsmatig* argument te bedenken dat ervoor pleit om de oplossing slechts tot de context van misleiding bij *obligaties* te beperken. Dit argument is gebaseerd op het (empirische) feit dat de gemiddelde *aandelenkoers* in de regel op veel meer (soorten) informatie reageert dan de gemiddelde *obligatiekoers*, en dat de gemiddelde *aandelenkoers* (mede daardoor) in de regel ook veel volatieler is dan de gemiddelde *obligatiekoers*.¹⁷⁴ Hierdoor is het doorgaans veel moeilijker om het koerseffect van de misleidende informatie te isoleren van (het koerseffect veroorzaakt door) externe factoren bij misleiding in het kader van (de aankoop van) *aandelen*, dan bij misleiding in het kader

173. Vgl. Van den Akker 2001, p. 178.

174. Zie over het verschil tussen aandelen en obligaties wat de invloed betreft van (misleidende) informatie op de beurskoers uitgebreid Hartzmark, Schipani & Seyhun 2011. Zie in dit verband ook de AFM-brochure ‘Openbaarmaking van voorwetenschap’ (Publicatiedatum: juni 2016; Update: juli 2017), p. 9. Zie verder in dit verband ook de Amerikaanse uitspraken *Bennett v. Sprint Nextel Corp.*, 298 F.R.D. 498, 509 and 512 (D. Kan. 2014); *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 615 (C.D. Cal. 2009); *In re HealthSouth Corp. Securities Litigation*, 261 F.R.D. 616, 635-635 (N.D. Ala. 2009).

HOOFDSTUK 5

van (de aankoop van) obligaties.¹⁷⁵ Het antwoord op de vraag of de misleidende informatie de beurskoers daadwerkelijk heeft beïnvloed is dus bij aandelen meestal met meer onzekerheid omgeven dan bij obligaties. Dit is van belang voor de reikwijdte van de in het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest gekozen oplossing, want dit zou voor de Hoge Raad een reden kunnen zijn om zijn oplossing slechts tot de context van misleiding bij obligaties te beperken. Er is echter ook een (meer juridisch getint) argument te noemen dat ervoor pleit om de oplossing juist *niet* tot deze context te beperken, en haar mede toe te passen in de context van misleiding bij aandelen. Dat argument is dat het aanbrengen van een zodanige beperking een (niet gerechtvaardigde) ongelijke behandeling tussen enerzijds aandeelhouders en anderzijds obligatiehouders tot gevolg heeft. Zou de oplossing namelijk alleen beschikbaar zijn voor obligatiehouders, dan komt dat in feite erop neer dat (potentiële) *obligatie*houders (bij de aankoop van obligaties) *wel* mogen vertrouwen op de integriteit van de *obligatie*koers, maar dat (potentiële) *aandeel*houders (bij de aankoop van aandelen) *niet* mogen vertrouwen op de integriteit van de *aandelen*koers. Er wordt dan dus eigenlijk gezegd dat er wel een rechtens te respecteren belang bestaat om de *obligatie*koers te vrijwaren van (de invloed van) misleidende informatie, maar dat er niet zo'n belang bestaat om de *aandelen*koers hiervan te vrijwaren. Voor het hanteren van een dergelijk onderscheid bestaat vanuit (zuiver) juridisch oogpunt mijns inziens geen voldoende rechtvaardiging. Ik houd het er dus op dat de oplossing uit het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest ook van toepassing is bij misleiding in het kader van (de aankoop van) aandelen.¹⁷⁶

7. Tot slot wijs ik erop dat het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest al meer dan negentig jaar geleden is geweest en dat de heersende causaliteitsleer toen de leer van de adequate veroorzaking was (volgens deze leer is vereist dat de schade het redelijkerwijs te verwachten gevolg is van de normschending).¹⁷⁷ De vraag is daarom gerechtvaardigd of de in

175. Van Den Akker merkt in dit verband op dat de relatie tussen enerzijds de vermogenspositie van de vennootschap en anderzijds de beurskoers veel sterker is bij obligaties dan bij aandelen, zie Van den Akker 2001, p. 178. Deze stelling acht ik onjuist. Als een vennootschap op de rand van faillissement staat, heeft dat namelijk niet alleen zijn weerslag op de obligatiekoers, maar ook op de aandelenkoers. Sterker nog, de slechte vermogenspositie van de vennootschap zal in de regel een grotere invloed hebben op de aandelenkoers dan op de obligatiekoers, aangezien bij faillissement de obligatiehouders – in tegenstelling tot de aandeelhouders – wellicht nog iets van hun initiële inleg zullen terugzien.

176. Wat mede pleit voor dit bredere toepassingsbereik is dat de Hoge Raad in een van bovengeciteerde overwegingen ook zelf refereert aan 'aandeelen of obligatiën'.

177. Zie over deze leer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 55-56.

dit arrest gekozen oplossing naar geldend recht nog steeds stand houdt. Ik denk dat deze vraag bevestigend moet worden beantwoord.¹⁷⁸ De oplossing kan namelijk zonder enig (dogmatisch) bezwaar worden ingepast in de (naar geldend recht heersende) leer van de redelijke toerekening. Ook binnen deze leer is het voorzienbaarheids criterium immers een belangrijke – en bij zuivere vermogensschade veroorzaakt door een normschending niet bestaande uit overtreding van een verkeers- en/of veiligheidsnorm, wellicht de belangrijkste –¹⁷⁹ wegingsfactor bij het beoordelen van het juridisch causaal verband.

5.4.4.3 *Het DAF-arrest van het Hof Den Haag*

Een volgend arrest waarin het causaal verband ter sprake kwam, is het arrest NTM en IBT/Stichting OFASEC van het Hof Den Haag in de verwijzingsprocedure na cassatie (hierna: ‘DAF-arrest’).¹⁸⁰ Deze zaak is aanhangig gemaakt door een groep obligatiehouders van de vennootschap DAF N.V. (hierna: ‘DAF’) die als gevolg van het faillissement van DAF hun lening in rook zagen opgaan.¹⁸¹ In essentie ging het in deze zaak om de uitleg van een zogenoemd ‘pari-passu beding’ in de trustakte van de door DAF uitgegeven obligatielening. De gedupeerde obligatiehouders bepleiten een ruime uitleg van het pari-passu beding die erop neerkomt dat het beding niet alleen betrekking heeft op eventueel door DAF te verstrekken zekerheden, maar ook op door dochtermaatschappijen van DAF te verstrekken zekerheden. Ik ga hier alleen in op het punt van prospectusaansprakelijkheid en ik laat de goederenrechtelijke en waardepapierenrechtelijke aspecten rusten. De obligatiehouders stellen dat het (in het kader van de obligatie-uitgifte uitgebrachte) emissieprospectus bij hen de indruk heeft gewekt dat zij zouden delen in de door de dochtermaatschappijen te verstrekken zekerheden. Was bekend gemaakt dat het slechts om zekerheid van DAF (de moedermaatschappij) ging, dan zou de marktstemming anders zijn geweest en dan zouden de obligaties niet of tegen een lagere koers zijn gekocht, aldus de obligatiehouders. Zij stellen ABN AMRO (als *lead manager* van het emissiesyndicaat) aansprakelijk voor de hierdoor door hen geleden schade. In eerste instantie heeft de rechtbank deze vordering afgewezen en in hoger beroep is zij niet meer aan de orde gekomen. In de verwijzingsprocedure na

178. Vgl. Kroeze 2007, p. 82.

179. Zie § 1.3.3.4.

180. Hof ’s-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, m.nt. Th.A.L. Kliebisch (Nederlandsche Trustmaatschappij B.V. en Ingenieursbureau Thunnissen B.V./Stichting OFASEC B.V. e.a.).

181. De eisende partijen in deze procedure zijn de Nederlandsche Trustmaatschappij B.V. (‘NTM’, als tussenschakel tussen DAF en de obligatiehouders) en Ingenieursbureau Thunnissen B.V. (‘IBT’, als individuele obligatiehouder).

HOOFDSTUK 5

cassatie bij het Hof Den Haag is zij wel weer onderwerp van geschil. Ook het verwijzingshof wijst de vordering af. Het hof acht het prospectus niet misleidend, aangezien het prospectus ‘als geheel op overzichtelijke wijze de juiste en volledige inhoud van het pari passu beding laat kennen (...)’. Het hof is dan ook (met de rechtbank) van oordeel ‘dat het voor de belegger, met belangstelling voor het pari passu recht, op basis van het prospectus duidelijk moet zijn geweest dat dit beding een werking had zoals op basis van de enge uitleg [de uitleg die erop neerkomt dat het beding slechts betrekking had op door DAF te verstrekken zekerheden] is vastgesteld, althans niet verder reikte’ (toevoeging *ACWP*).¹⁸² Vervolgens gaat het hof in het kader van het causaal verband (ten overvloede) in op de stelling van obligatiehouder IBT dat zij de obligaties heeft gekocht ‘op basis van het prospectus (...) en de vaste overtuiging [dat zij] op die basis (...) mee zou delen in de zekerheden’ (toevoeging *ACWP*).¹⁸³ Ook adresseert het hof de eerder door IBT aangevoerde stelling dat zij de obligaties tegen marktvoorwaarden heeft gekocht, waarbij volgens haar ook de markt uitging van een ruime uitleg van het pari-passu beding. Na de stellingen van IBT wegens onvoldoende onderbouwing te hebben verworpen, oordeelt het hof als volgt:

‘20. Dat IBT haar aankoop (...) op het prospectus heeft gebaseerd, is overigens een stelling die (...) door haar voor het eerst na verwijzing is betrokken. 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* (...).

21. *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.* Echter, uit hetgeen NTM en IBT in dit verband hebben aangevoerd, blijkt geenszins dat destijds in de markt daadwerkelijk de ruime uitleg werd aangehangen. IBT stelt in dit verband weliswaar dat DAF, gelet op haar financiële positie in 1988, zonder volwaardige zekerheden onmogelijk een obligatielening van f.150.000.000,- had kunnen plaatsen, maar hierbij ziet zij eraan voorbij dat

182. Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, r.o. 17. Begrijp ik het hof hier goed, dan beantwoordt het de vraag of het prospectus misleidend is aan de hand van de '[maatman-]belegger met belangstelling voor het pari passu recht'. Zelf vind ik het niet geheel zuiver om de al dan niet misleidendheid van het prospectus aan de hand van deze maatstaf te toetsen. Het hof heeft immers niet vastgesteld dat het prospectus specifiek was gericht tot dat deel van het beleggende publiek dat belangstelling heeft voor het pari passu recht (welke beleggers dat dan ook mogen zijn). Het was zuiverder geweest wanneer het hof simpelweg had gerefereerd aan de 'gemiddelde belegger' van de groep tot wie het prospectus was gericht. Ik laat dit punt verder rusten.

183. R.o. 19.

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

een pari passu beding, zelfs bij een ruime uitleg, niet als volwaardige zekerheid kan worden aangemerkt; het geeft slechts een voorwaardelijke aanspraak op een gelijke zekerheidstelling, waarbij op voorhand geen zekerheid bestaat dat de eventueel te stellen zekerheid toereikend zal zijn voor het verhaal. Verder wijst IBT erop dat, ondanks zware verliezen in 1990 en 1991 en een negatieve publiciteit rond DAF, de DAF-obligaties tot eind 1991 beter presteerden dan andere vergelijkbare leningen, waaruit naar haar mening eveneens blijkt dat de markt uitging van een ruime pari passu toezegging. Doch ook dit is een ongefundeerde gevolgtrekking. Gewezen wordt op de scherpe koersdaling van de obligaties (...) van 78% op 1 januari 1993 naar 4,5% ten tijde van het faillissement van de voornaamste dochtermaatschappijen. Een dergelijke koersdaling is onverklaarbaar indien in de markt de opvatting leefde dat de obligatielening een volwaardige of ruime zekerheidsdekking kende. (...) Gelet op al het voorgaande moet het er daarom voor worden gehouden *dat de marktconforme waarde, waartegen IBT haar in november 1990 verworven 120 obligaties heeft aangekocht, een waarde is geweest die (ook) past bij een enge uitleg van het beding en die niet omhoog is gestuwd door een veronderstelde ruime uitleg.*' (curs. ACWP)

Vervolgens gaat het hof in op een aantal andere punten van misleiding die IBT bij memorie van grieven en bij pleidooi voor het Hof Amsterdam heeft aangevoerd. Met een verwijzing naar zijn eerdere oordeel wijst het hof de meeste punten zonder nadere motivering af.¹⁸⁴ Ook de verwijten van IBT die nieuw zijn ten opzichte van de procedure in eerste aanleg (essentiële gegevens zouden niet zijn vermeld, een risicoparagraaf zou ontbreken en niet vermeld zou zijn dat DAF geen zekerheden zou bedingen voor de doorgeleende gelden) worden afgewezen, alleen voor deze verwijten geeft het hof wel een nadere motivering.¹⁸⁵ In dit verband is met name interessant de overweging over het causaal verband:

'27. Voorts geldt ook hier weer dat geen feiten of omstandigheden zijn gesteld of gebleken waaruit volgt of aannemelijk wordt dat bij de aankoop door IBT in november 1990 de thans genoemde tekortkomingen van het prospectus uit 1988 een rol hebben gespeeld, in die zin dat IBT de obligaties niet of tegen een lagere prijs zou hebben gekocht indien het prospectus – waarvan de geldigheidsduur toen overigens reeds lang verstreken was – op deze punten vollediger zou zijn geweest. *Ook is niets aangevoerd waaruit blijkt dat de thans gestelde onvolledigheden in het prospectus van invloed zijn geweest op de marktwaarde in november 1990, waartegen IBT heeft aangekocht.* Hierbij verdient opmerking dat DAF toen al geruime tijd als beursfonds stond genoteerd (...).

28. Hetgeen IBT aan feiten en omstandigheden heeft aangevoerd is dan ook onvoldoende voor de door haar gestelde misleiding/onrechtmatige daad en de schade als gevolg daarvan (...).' (curs. ACWP)

184. R.o. 24.

185. R.o. 25 e.v.

HOOFDSTUK 5

Afgezien van het feit dat het prospectus niet misleidend wordt geacht en afgezien van het feit dat op het moment waarop IBT haar obligaties kocht de geldigheidsduur van het prospectus naar het oordeel van het hof ‘reeds lang verstreken was’, ligt in bovenstaande overwegingen mijns inziens een belangrijk oordeel besloten over de invulling van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie.¹⁸⁶ Uit deze overwegingen lijkt namelijk te kunnen worden afgeleid dat wanneer het prospectus wél als misleidend zou zijn aangemerkt en de daarin opgenomen informatie volgens het hof niet zou zijn verouderd, de enkele omstandigheid dat de belegger niet op het misleidende prospectus is afgegaan, niet in de weg staat aan het aannemen van causaal verband. Voldoende lijkt te zijn dat (komt vast te staan dat) de beurskoers door het misleidende prospectus kunstmatig omhoog is gestuwd, waardoor de belegger zijn obligaties tegen een niet-marktconforme (lees: te hoge) prijs heeft gekocht (dit leid ik althans a contrario af uit de slotzin van r.o. 21 en uit de gecursiveerde volzin in r.o. 27).¹⁸⁷ Nu is het interessante van het oordeel van het hof dat zijn redenering niet alleen van toepassing lijkt te zijn bij prospectusaansprakelijkheid in het kader van een emissie, maar dat deze net zo goed kan worden toegepast in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid. Zo speelt het specifieke (en eventueel wervende) karakter van het prospectus – het centrale informatiedocument waarop beleggers in het kader van een emissie hun beleggingsbeslissing (worden geacht te) baseren – in zijn redenering geen kenbare rol. En zo had de belegger die in dit geval beweerdelijk was misleid de litigieuze effecten *niet* ten tijde van de emissie op de primaire markt of

186. Terzijde wijs ik erop dat de overweging van het hof dat op het moment waarop IBT haar obligaties kocht de geldigheidsduur van het prospectus reeds lang was verstreken, mede dragend lijkt te zijn voor zijn oordeel dat IBT als gevolg van de gestelde misleiding geen schade heeft geleden. In deze redenering kan ik het hof niet volgen. Goed denkbaar is immers dat als de aan de litigieuze obligaties verbonden zekerheden in het prospectus te gunstig worden voorgesteld, deze misleiding nog jaren doorwerkt zolang zij niet door de uitgevende instelling wordt gecorrigeerd, en de markt daar niet op eigen kracht achter komt. Als de eisende belegger dus in concreto kan aantonen dat op het moment waarop hij de obligaties kocht de koers *nog steeds* door het misleidende prospectus was beïnvloed, doet mijns inziens in beginsel niet terzake dat het prospectus al meer dan twee jaar geleden is gepubliceerd. Zie over deze kwestie ook § 5.6.2.5 hierna.

187. Wanneer ik het oordeel van het hof ‘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’ (r.o. 21, eerste volzin) in verbinding lees met de andere gecursiveerde passages (r.o. 20, slotzin, r.o. 21, slotzin en r.o. 27 midden), lees ik daarin *niet* dat voor het aannemen van causaal verband ten minste is vereist dat de belegger *indirect* op de misleidende informatie is afgegaan, in die zin dat hij op een door de misleiding teweeggebrachte marktstemming moet zijn afgegaan. Die indruk zou echter wel kunnen ontstaan wanneer de eerste volzin van r.o. 21 in isolatie wordt gelezen.

vlak na de emissie op de secundaire markt gekocht; in dit geval had de eisende belegger de litigieuze obligaties meer dan twee jaar na de datum van uitgifte gekocht. Men zou de redenering van het hof daarom op overeenkomstige wijze kunnen toepassen op bijvoorbeeld het geval waarin de vennootschap (in het kader van haar periodieke informatieverplichtingen) een misleidende jaarrekening publiceert. De benadering van het hof ligt daarmee in lijn met die van de Hoge Raad in het *Aeilkema-Veenkoloniale Bank*-arrest: wanneer komt vast te staan dat de beurskoers door de misleidende informatie kunstmatig omhoog is gedreven en de belegger zijn effecten daardoor tegen een geïnflateerde prijs heeft moeten kopen, is dat in beginsel voldoende voor het aannemen van causaal verband.

5.4.4.4 *Het World Online-arrest van de Hoge Raad*

In het *World Online*-arrest¹⁸⁸ heeft de Hoge Raad – overigens geheel ten overvloede – een aantal belangrijke overwegingen gewijd aan het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid. Ik zal die overwegingen hier integraal weergeven en daarna geef ik daarbij mijn belangrijkste observaties.¹⁸⁹ De feiten van deze zaak laat ik voor wat zij zijn, want de overwegingen over het causaal verband zijn daar niet op toegespitst; de overwegingen hebben een nogal principieel karakter.

Onder het kopje ‘Algemene uitgangspunten voor prospectusaansprakelijkheid bij beursintroductie’ oordeelt de Hoge Raad over het causaal verband als volgt:¹⁹⁰

188. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.). Zie over het *World Online*-arrest ook de kraakheldere analyse van De Jong 2010, p. 159-160, en de analyse van Franx 2017, p. 235-237.

189. Volledigheidshalve wijs ik ook nog even op de in dit verband relevante overweging van het Hof Amsterdam in de *World Online*-zaak. Nadat het hof had vastgesteld dat *World Online* en de begeleidende banken een optimistischer beeld van de waarde en de toekomstverwachtingen van (de onderneming van) *World Online* hebben gecreëerd dan gerechtvaardigd was, oordeelde het als volgt: ‘De beleggers die daarop *zijn afgegaan zijn derhalve in zoverre misleid* en *World Online* [en de banken] hebben dan ook *in zoverre onrechtmatig gehandeld jegens de beleggers*’ (toevoeging en curs. *ACWP*), Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007/154, m.nt. M.W. den Boogert (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 2.24.3. Hoewel het causaal verband in deze procedure strikt genomen niet aan de orde was, lijkt in deze overweging toch een oordeel over het causaal verband besloten te liggen, namelijk dat daarvoor is vereist dat de belegger daadwerkelijk op de misleidende informatie is afgegaan. In de redenering van het hof lijkt deze eis echter in de sleutel te staan van de onrechtmatigheid en/of de relativiteit.

190. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4-4.11.2.

HOOFDSTUK 5

‘Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een individuele belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre *deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed* en als gevolg daarvan is benadeeld.

(...) In beginsel draagt de belegger (...) de stelplicht en bewijslast ter zake van het [csqn]-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch, omdat 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. De door deze factoren veroorzaakte bewijsproblemen ter zake van het [csqn]-verband brengen mee dat de door de (oude en nieuwe) prospectusrichtlijn beoogde bescherming van beleggers (...) in de praktijk illusoir kan worden. Daarbij verdient opmerking dat die richtlijn weliswaar de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor misleidende mededelingen in het prospectus niet harmoniseert, maar dat de nieuwe prospectusrichtlijn aan de Lidstaten wel de verplichting oplegt ervoor zorg te dragen dat de nationale wettelijke bepalingen inzake [civielrechtelijke] aansprakelijkheid van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus vermelde informatie (...). Dat brengt mee dat een effectieve rechtsbescherming geboden moet worden volgens de regels van het nationale recht.

(...) Met het oog op die 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 [csqn]-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan (...).’ (curs. en toevoegingen *ACWP*)

Bij dit belangwekkende oordeel heb ik drie opmerkingen. Aangezien de Hoge Raad in bovenstaande overwegingen herhaaldelijk refereert aan de invloed van de misleidende mededeling op de beleggingsbeslissing van de belegger, zonder daarbij onderscheid te maken naar de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt, leid ik daar in de eerste plaats uit af dat bij *prospectusaansprakelijkheid* voor het aannemen van causaal verband altijd is vereist dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel (direct of indirect) op het misleidende

prospectus is afgegaan en daardoor (direct of indirect) is misleid.¹⁹¹ Dus niet alleen wanneer de belegger aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van het misleidende prospectus het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, maar ook wanneer hij hieraan ten grondslag legt dat hij ook zonder het misleidende prospectus het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, moet zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door het misleidende prospectus zijn beïnvloed. Dit betekent dat wanneer de belegger weliswaar kan aantonen dat het misleidende prospectus de aandelenprijs heeft beïnvloed en hij daardoor het aandeel tegen een geïnflateerde prijs heeft gekocht, maar hij verder voorafgaand aan zijn aankoop van geen enkele informatie heeft kennis genomen (hij vertrouwde met andere woorden slechts op de integriteit van het prijsvormingsproces), volgens de Hoge Raad niet is voldaan aan het rechtens vereiste causaal verband, en de vordering van de belegger dan dus onverkort wordt afgewezen.

Ten tweede is uit bovenstaande overwegingen af te leiden dat voor het aannemen van causaal verband *niet* is vereist dat de belegger zelf (door eigen kennisneming) op het prospectus is afgegaan.¹⁹² Volgens de Hoge Raad mag hij ook *indirect* op het misleidende prospectus zijn afgegaan via een adviseur of via heersende opinies in de markt.¹⁹³ De Hoge Raad overweegt dat weliswaar niet expliciet, maar omdat hij in het kader van het (bewijs van het) csqn-verband expliciet overweegt dat de beleggingsbeslissing van de belegger ook *indirect* door de misleidende mededeling kan zijn beïnvloed (en de belegger aldus *indirect* is misleid), is hierin toch een soort erkenning te lezen van het feit dat ook het *indirect* vertrouwen op de misleidende informatie voldoende is voor het aannemen van causaal verband.¹⁹⁴ Hierbij teken ik nog aan dat wat de Hoge Raad

191. Zie in dit verband ook Franx 2017, p. 235-237 en p. 242-243. Ik ben overigens niet met Franx eens dat het feit dat voor het aannemen van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed, per definitie betekent dat de belegger wordt geacht zich op het standpunt te stellen dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht.

192. In gelijke zin De Jong 2010, p. 162.

193. In een andere procedure die is gevoerd naar aanleiding van de beursgang van World Online lijkt de causaliteitseis zeer strikt te worden ingevuld, zie Hof Amsterdam 7 oktober 2004, JOR 2004/329 (Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 3.14.1: 'Hoewel de bewoording van de passage [in het (voorlopig) prospectus over de aandelenoverdracht door bestuursvoorzitter N. Brink] wellicht duidelijker had gekund, kan toch niet worden gezegd dat degenen die aandelen WOL wensten te kopen *en de passage hebben gelezen, daardoor zijn misleid*' (toevoeging en curs. ACWP). Volgens het hof lijkt het *indirect* aangaan op het misleidende prospectus dus niet voldoende te zijn voor het aannemen van causaal verband.

194. Vgl. De Jong 2010, p. 162.

HOOFDSTUK 5

aanduid met ‘heersende opinies in de markt’ die door het misleidende prospectus in het leven zijn geroepen, hieronder volgens mij ook kan worden verstaan een door het misleidende prospectus teweeggebrachte positieve marktstemming.

Ten derde merk ik op dat in de wijze waarop de Hoge Raad het causaal verband hier benadert, voor de eisende beleggers potentieel een zware bewijslast ligt opgesloten. De Hoge Raad ondervangt dit probleem door meteen na het stellen van de eis dat de beleggingsbeslissing door het misleidende prospectus is beïnvloed, het ‘uitgangspunt’ te formuleren dat in beginsel causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. In het vervolg van dit hoofdstuk zal ik het door de Hoge Raad gehanteerde uitgangspunt gemakshalve aanduiden met de term ‘vermoeden’. Voor de verdere bewijsrechtelijke details omtrent deze figuur verwijs ik naar § 9.3.3.2.

De gedachte zou kunnen postvatten dat het oordeel van de Hoge Raad dat voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door het misleidende prospectus is beïnvloed, moet worden verklaard door de wijze waarop de VEB haar vordering had ingekleed.¹⁹⁵ De VEB kwam immers op ‘voor de belangen van beleggers die in de periode [rond de beursgang] (...) aandelen World Online hebben verworven en (...) voor of bij aankoop daarvan door World Online [en de banken] (...) zijn misleid, waardoor zij schade hebben geleden’ (curs. en toevoegingen *ACWP*).¹⁹⁶ Die gedachte acht ik echter niet plausibel. De overwegingen van de Hoge Raad hebben namelijk een principieel karakter en zijn geenszins verweven met de concrete feiten en omstandigheden zoals die zich in deze zaak aandienen. Daarnaast was in de fase van de procedure waarin de Hoge Raad arrest wees (een collectieve actie ex art. 3:305a BW waarbij een verklaring voor recht voor onrechtmatig handelen werd verzocht)¹⁹⁷ het causaal verband nog niet aan de orde, zodat daar nog niet of nauwelijks partijdebat over was geweest. De overwegingen over het causaal verband

195. Zie over deze gedachte De Jong 2010, p. 49 en p. 160.

196. Zie r.o. 2.8.2 van het arrest Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007/154, m.nt. M.W. den Boogert (VEB e.a./World Online e.a.).

197. Ik wijs erop dat de procedure mede was aangespannen door de Stichting VEB-Actie WOL, die haar positie als procespartij baseerde op cessies ter incasso en lastgeving. De Stichting vorderde dat World Online en de begeleidende banken worden veroordeeld tot vergoeding van schade nader op te maken bij staat. De Stichting werd echter in hoger beroep niet-ontvankelijk verklaard, en in cassatie houdt dit oordeel stand. Zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.4.1 en 4.5.3.

worden volledig *ten overvloede* gegeven, en daarmee had de Hoge Raad dus alle ruimte om de in zijn ogen meest wenselijke rechtsregel te formuleren.

Verder wijs ik er nog op dat De Jong het enigszins misleidend vindt dat de Hoge Raad de rechtsvraag of voor het aannemen van causaal verband is vereist dat de belegger op de misleidende informatie (direct of indirect) is afgegaan, behandelt in het kader van het (bewijs van het) csqn-verband.¹⁹⁸ Hoewel ik met De Jong eens ben dat deze vraag in beginsel betrekking heeft op het toerekeningsverband van art. 6:98 BW, begrijp ik – even afgezien van de al dan niet wenselijkheid van het bevestigende antwoord van de Hoge Raad – op zich wel waarom de Hoge Raad de vraag behandelt in het kader van het csqn-verband. Is voor het toewijzen van een vordering tot schadevergoeding namelijk steeds vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger daadwerkelijk door de misleidende informatie is beïnvloed, dan zal de belegger altijd moeten stellen dat hij bij afwezigheid van de misleiding een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen dan hij thans heeft genomen (hij zou de (geïnformeerde) beslissing hebben genomen het aandeel *in het geheel niet* te kopen of hij zou hebben beslist het aandeel *wél* te kopen, maar dan *tegen een gunstigere prijs*). Ik acht het dan niet onlogisch wanneer in het verdere verloop van het processuele debat de discussie over deze stelling in de sleutel staat van het csqn-verband.

5.4.4.5 *Het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in de zaak VEB/Kuiken en Bus*

De laatste uitspraak die ik bespreek is het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in de zaak VEB/Kuiken en Bus.¹⁹⁹ Dit vonnis betreft de door de VEB ingestelde aansprakelijkheidsprocedure tegen de voormalig bestuurders Kuiken en Bus (hierna: ‘de bestuurders’) van ICT-bedrijf Landis Group N.V. (hierna: ‘Landis’) naar aanleiding van het faillissement van deze vennootschap in 2002. De feiten en het procesverloop in deze zaak laat ik hier grotendeels voor wat ze zijn, want die zijn voor de hier te bespreken rechtsoverwegingen niet van belang. Ik vermeld alleen dat er naar aanleiding van het faillissement van Landis verschillende procedures zijn ingesteld, waaronder een aansprakelijkheidsprocedure

198. De Jong 2010, p. 159-160.

199. Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom (VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus).

HOOFDSTUK 5

van de curatoren van Landis tegen de bestuurders en commissarissen.²⁰⁰ In die procedure heeft de Rechtbank Midden-Nederland onder meer vastgesteld dat zowel de jaarrekeningen over 1999 en 2000, als het halfjaarbericht over het eerste halfjaar van 2001 misleidende gegevens bevatten.²⁰¹ In het hier te bespreken vonnis gaat de Rechtbank Amsterdam van al deze vaststellingen in het vonnis van de Rechtbank Midden-Nederland uit.²⁰² Op grond hiervan oordeelt zij dat door de jaarrekeningen en jaarverslagen over de jaren 1999 en 2000 en het halfjaarbericht 2001 een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap is gegeven, en dat de bestuurders derhalve op grond van art. 2:139 BW aansprakelijk zijn jegens de door de VEB vertegenwoordigde beleggers.²⁰³ Naast de genoemde financiële verslaggeving merkt de rechtbank ook nog twee andere mededelingen als misleidend aan.²⁰⁴ Van beide mededelingen kan de bestuurders een persoonlijk ernstig verwijt worden gemaakt, dus ook voor deze mededelingen zijn de bestuurders (maar dan op grond van art. 6:162 BW) aansprakelijk, aldus – geparafraseerd – de rechtbank.²⁰⁵ Over het causaal verband overweegt de rechtbank daarna als volgt:²⁰⁶

‘Door de bedrijfsresultaten in de financiële verslaggeving in drie opeenvolgende jaren stelselmatig beter te doen lijken dan zij in werkelijkheid waren en door onjuiste uitspraken daarover te doen in de media, is een wezenlijk scheve voorstelling gegeven van de toestand van Landis. Daarbij wordt mede in aanmerking genomen dat het niet gaat om verwaarloosbare onjuistheden in de financiële verslaggeving (...). Hierdoor is de buitenwacht, waaronder ook de “maatman-belegger” (...) dient te worden gerekend, misleid. De periodieke financiële verslaggeving van een beursgenoteerd bedrijf is mede bedoeld om het beleggend publiek (...) in de gelegenheid te stellen zich een afgewogen beeld te vormen van de winstgevendheid en toekomstkansen van dat bedrijf en zijn beleggingsbeslissing daarop te baseren, een en ander afgezet tegen

-
200. Rb. Midden-Nederland 19 juni 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:CA3225, *JOR* 2013/237, m.nt. U.B. Verboom (Van Andel en Dulack q.q./X e.a.). Zie ook de beschikking van de Ondernemingskamer waarin zij wanbeleid vaststelde bij Landis op het gebied van onder meer de administratie en de externe verslaggeving, OK 15 december 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BU8414, *JOR* 2012/77, m.nt. J.F. Ouwehand (VEB e.a./Landis e.a.).
201. Rb. Midden-Nederland 19 juni 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:CA3225, r.o. 9.5.53-9.5.54 resp. r.o. 9.6.47 resp. r.o. 9.7.34 en r.o. 9.18.9. Zie ook r.o. 4.2.1-4.2.3 van het in de hoofdtekst besproken vonnis.
202. Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, r.o. 4.2.5.
203. R.o. 4.2.6.
204. R.o. 4.3.2.
205. R.o. 4.3.3.
206. R.o. 4.4.

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

onder meer de vigerende beurskoers. Door beleggers gedurende langere tijd een hogere winstgevendheid voor te spiegelen (...) is hen de kans ontnomen om een weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen bij het kopen, verkopen of behouden van de aandelen Landis in de periode vanaf maart 2000.’

En naar aanleiding van het betoog van de VEB dat de koers van Landis vanaf de publicatie van de jaarrekening over 1999 in maart 2000 “onzuiver” is geweest en nadien kunstmatig hoog is gehouden door de misleidende informatie, overweegt de rechtbank:²⁰⁷

[De bestuurders] hebben niet concreet betwist dat de [misleidende mededelingen] van invloed zijn geweest op de beurskoers van Landis. Hun enkele verwijzing naar de “internetzeepbel” (...) is onvoldoende ter toelichting van hun betwisting van het [csqn-]verband (...). Ter comparitie heeft Kuiken naar voren gebracht dat het voorkomt dat voor aandelen van immer verlieslatende it-bedrijven hoge prijzen worden betaald. Voor zover hij daarmee heeft beoogd te betogen dat de winstgevendheid van Landis niet van invloed was op de beurskoers en dat deze door andere invloeden is opgestuwd, geldt dat hij daartoe onvoldoende concrete feiten heeft gesteld. (...) Nu [de bestuurders] niet concreet hebben bestreden dat de onjuiste informatie (...) enige invloed op de beurskoers heeft gehad, is de mogelijkheid dat beleggers daardoor schade hebben geleden voldoende aannemelijk. Het [csqn-]verband (...) is daarmee gegeven. *Of de gedupeerde beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen daadwerkelijk zijn afgegaan op de (half)jaarcijfers is voor het vaststellen van de aansprakelijkheid dan ook niet relevant.*’ (toevoegingen en curs. ACWP)

Over bovenstaande overwegingen is het nodige te zeggen. Dat doe ik echter niet, want dat heb ik elders al gedaan.²⁰⁸ Ik beperk mij hier tot de (mijns inziens interessantste en) in dit verband meest relevante overweging dat voor het vaststellen van de aansprakelijkheid niet relevant is ‘of de gedupeerde beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen daadwerkelijk zijn afgegaan op de (half)jaarcijfers’. Voor zover de rechtbank hiermee bedoelt te zeggen dat voor het aannemen van causaal verband niet is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed, vind ik het opmerkelijk dat zij in dit verband geen onderscheid maakt tussen enerzijds de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, en anderzijds de belegger die aan zijn

207. R.o. 4.5.

208. Ik verwijs naar mijn commentaar bij dit vonnis in *Ondernemingsrecht* 2016/19. Zie ook de bespreking van dit vonnis door De Jong 2016a, p. 126.

HOOFDSTUK 5

vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht.²⁰⁹ Voor de laatstgenoemde belegger acht ik de overweging in beginsel onjuist. Voor deze belegger is in beginsel immers wel degelijk relevant of hij voorafgaand aan de aankoop van het litigieuze aandeel (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan, en of zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed.^{210, 211} Voor de belegger die stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, acht ik de overweging daarentegen wel juist. Het oordeel dat voor hem niet relevant is of hij (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan, is in lijn met het (in § 5.4.4.2 besproken) Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest,²¹² maar het gaat verder dan de voor het causaal verband gekozen oplossing in het (zojuist besproken) World Online-arrest.²¹³ Zoals ik al opmerkte, is de benadering van de Hoge Raad in het laatstgenoemde arrest immers dat voor het aannemen van causaal verband altijd – dus ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt –

209. Ik wijs erop dat de in dit vonnis door de rechtbank gekozen oplossing voor het causaal verband tussen de misleidende (half)jaarcijfers en de door belegger gestelde koersschade ook al – zij het impliciet – besloten lag in het vonnis van diezelfde Rechtbank Amsterdam in de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a., zie Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022, r.o. 2.51-2.57.

210. Zie in dit verband ook Rb. Amsterdam 25 juni 2008, ECLI:NL:RBAMS:2008:BD6614 (Fratini e.a./Peters e.a.). In deze zaak legden de eisende beleggers aan hun vordering ten grondslag dat zij (koers)schade hadden geleden, doordat zij op basis van door beursvennootschap Jomed bekendgemaakte misleidende jaarrekeningen en kwartaalcijfers waren overgegaan tot aankoop van aandelen Jomed (zie r.o. 3.2 en r.o. 3.4). De rechtbank houdt in r.o. 4.2 netjes aan deze feitelijke grondslag vast en overweegt dat het aan de eisende beleggers is ‘om concrete feiten en omstandigheden te stellen, en bij betwisting te bewijzen, waaruit kan volgen dat, en zo ja, wanneer en onder welke omstandigheden zij (...) [deze] aandelen daadwerkelijk hebben gekocht, alsmede (...) wanneer en door wie, op basis van welke concrete informatie, de beslissing tot aankoop is genomen.’ (toevoeging *ACWP*)

211. Ik schrijf hier bewust dat *in beginsel* niet relevant is of deze belegger op de misleidende informatie is afgegaan. De uitzondering op de regel is immers de belegger die gebruikt maakt van *algorithmic trading* en wiens kooporder wordt ‘getriggerd’ door een koersbeweging die is terug te voeren op de misleidende informatie. Ik verwijs naar mijn voetnoot hierover in § 5.3.4.

212. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.).

213. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4-4.11.2

is vereist dat de beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed. Ik verwijs naar mijn analyse in de vorige paragraaf.

5.4.5 Geldt de materieelrechtelijke invulling die de Hoge Raad in het World Online-arrest geeft aan het causaal verband ook in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid?

Uit het voorgaande rijst een diffuus beeld ten aanzien van het antwoord op de vraag of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan. Hoewel men in de literatuur over deze kwestie niet eensgezind is, lijkt een meerderheid van de schrijvers te neigen naar een soepele invulling van het causaal verband (zie § 5.3.2). Ook op grond van de relevante toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW is verdedigbaar dat de causaliteitseis niet al te streng moet worden ingevuld (zie § 5.4.2). De rechtspraak geeft echter geen eenduidig beeld.²¹⁴ Uit het oude Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest²¹⁵ van de Hoge Raad (en in het verlengde daarvan het DAF-arrest²¹⁶ van het Hof Den Haag en het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in de zaak VEB/Kuiken en Bus²¹⁷) lijkt te volgen dat voor het aannemen van causaal verband voldoende is dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd, en hij vervolgens – doordat hij als gevolg van de misleiding het aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft moeten kopen – in dit vertrouwen is beschaamd (zie § 5.4.4.2). Voor prospectusaansprakelijkheid is deze benadering sinds het World Online-arrest echter achterhaald (zie § 5.4.4.4).

Of de regel uit het World Online-arrest dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleidende informatie moet zijn beïnvloed ook geldt in andere misleidingsgevallen dan prospectusaan-

214. In gelijke zin De Jong 2010, p. 161.

215. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.).

216. Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, m.nt. Th.A.L. Kliebisch (Nederlandsche Trustmaatschappij B.V. en Ingenieursbureau Thunnissen B.V./Stichting OFASEC B.V. e.a.).

217. Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, *ECLI:NL:RBAMS:2015:7495*, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom (VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus).

HOOFDSTUK 5

sprakelijkheid, is voor mij nog geen uitgemaakte zaak.^{218, 219} Wordt het arrest aldus uitgelegd dat deze causaliteitsregel slechts betrekking heeft op *prospectusaansprakelijkheid* en niet op aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen, dan mag ervan worden uitgegaan dat het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest nog steeds het geldende recht weergeeft voor de invulling van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleiding anders dan *prospectusaansprakelijkheid*. In het hiernavolgende bespreek ik een aantal overwegingen die van belang zijn bij het antwoord op de vraag of aan de door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde causaliteitsregel een ruime dan wel enge uitleg moet worden gegeven. Over de al dan niet *wenselijkheid* van deze regel kom ik te spreken in § 5.4.6.

Het voornaamste argument dat ervoor pleit om de benadering van het causaal verband in het World Online-arrest ook van toepassing te achten in andere misleidingsgevallen dan *prospectusaansprakelijkheid*, is dat onvoldoende rechtvaardiging lijkt te bestaan om voor de invulling van het causaal verband onderscheid te maken al naar gelang de grondslag van aansprakelijkheid.²²⁰ De wet biedt althans onvoldoende aanknopingspunten om het causaal verband anders te benaderen wanneer de aansprakelijkheid is gebaseerd op de OHP-regeling en/of de misleidende reclame regeling (*prospectusaansprakelijkheid*), dan wanneer deze is gebaseerd op de reguliere onrechtmatige daad (andere misleidingsgevallen dan *prospectusaansprakelijkheid*).²²¹ In beide gevallen geldt namelijk het criterium van de ‘dientengevolge geleden schade’ en in beide gevallen is art. 6:98 BW onverminderd van toepassing. Overigens merkt De Jong

218. Dat het antwoord op deze vraag niet vanzelfsprekend bevestigend luidt, volgt alleen al uit het feit dat in de World Online-zaak het leerstuk van *prospectusaansprakelijkheid* centraal staat. In zijn inleidende beschouwingen refereert de Hoge Raad ook expliciet aan de ‘Algemene uitgangspunten voor *prospectusaansprakelijkheid* bij *beursintroductie*’ (curs. *ACWP*), HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), onderdeel C.

219. Volgens heeft Franx de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gekozen benadering van het causaal verband slecht betrekking op *prospectusaansprakelijkheid* in het kader van een IPO en niet op aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen, zie Franx 2017, p. 242-243.

220. Aldus De Jong 2010, p. 171.

221. Volgens Franx biedt de wet aanknopingspunten wel voldoende aanknopingspunten om te differentiëren al naar gelang de grondslag van aansprakelijkheid. Voor de situatie waarin de aansprakelijkheid is gebaseerd op de OHP-regeling, is hij namelijk van mening dat de vordering van de belegger die zich op het standpunt stelt dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de uitgifteprijs (of bij aankoop op de secundaire markt: de integriteit van de *beurskoers*) heeft vertrouwd en hij als gevolg van de misleiding hiervoor te veel heeft betaald, afstuit op het ontbreken van relativiteit. Zie Franx 2017, p. 240-243.

in dit verband op dat niet alleen het maken van onderscheid naar de grondslag van aansprakelijkheid, maar ook het maken van onderscheid tussen enerzijds transacties op de primaire en anderzijds transacties op de secundaire markt arbitraire verschillen oplevert.²²² Zijn redenering is dat wanneer dat onderscheid wel zou worden gemaakt, de belegger die op beide markten aandelen heeft gekocht (en die van de misleidende informatie in het geheel geen kennis heeft genomen), wordt geconfronteerd met een gewrongen resultaat. Deze belegger zou namelijk geen schadevergoeding kunnen vorderen voor de aandelen die zijn gekocht op de primaire markt, maar wel voor de aandelen die zijn gekocht op de secundaire markt. Dit verschil is volgens De Jong niet te rechtvaardigen. Ik ben het op dit punt met De Jong eens, maar ik voeg eraan toe dat de Hoge Raad in het World Online-arrest een dergelijk onderscheid niet maakt. Voor beide markten hanteert de Hoge Raad de eis dat de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed om het causaal verband te kunnen aannemen.

Een argument dat ervoor zou kunnen pleiten om de invulling van de causaliteitseis in het World Online-arrest niet noodzakelijkerwijs ook van toepassing te achten in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, is dat het prospectus kan worden gezien – niettegenstaande de vele risicoparagrafen die het bevat – als een *wervende* mededeling waarmee aan het beleggende publiek kenbaar wordt gemaakt dat aandelen worden aangeboden.²²³ Voor een prospectus is daarom eerder (dan voor bijvoorbeeld een jaarrekening of bestuursverslag) aannemelijk dat de belegger zijn beleggingsbeslissing erdoor laat beïnvloeden.²²⁴ Omdat beïnvloeding eerder aannemelijk is, kan ook gemakkelijker de eis worden gesteld dat de belegger (direct of indirect) op het misleidende prospectus is afgegaan.²²⁵

Een andere factor waarmee rekening moet worden gehouden bij de uitleg van het World Online-arrest, is dat in de periode rond een beursgang²²⁶

222. De Jong 2010, p. 171.

223. Zie in dit verband onder meer Bras 2006, p. 81-82. Vgl. De Jong 2010, p. 171.

224. Zie in dit verband ook mijn bespreking van het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest in § 5.4.4.2.

225. Zoals ik reeds opmerkte bij mijn bespreking van het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest in § 5.4.4.2, legt dit argument mijns inziens enig gewicht in de schaal, maar moet zijn geldingskracht ook weer niet worden overschat. Zie kritisch over dit argument Hijink 2010, p. 378-379.

226. Bedoeld wordt de periode vanaf het openstellen van de inschrijving tot het tijdstip van de introductie (de primaire markt) en de eerste dagen/weken waarop de (zojuist in de notering opgenomen) aandelen actief op de beurs worden verhandeld (de directe *after market*).

HOOFDSTUK 5

nog geen sprake is van een volledig efficiënte markt.²²⁷ Hierdoor zal het in de regel veel moeilijker zijn om te bepalen of de misleidende informatie van invloed is geweest op de aandelenprijs wanneer (in het kader van een beursgang en/of emissie) sprake is van misleiding op de *primaire* markt, dan wanneer (buiten de situatie van een beursgang en/of emissie) sprake is van misleiding op de *secundaire* markt.²²⁸ Hoewel hij dat niet expliciet overweegt, zou dit voor de Hoge Raad een reden kunnen zijn om bij prospectusaansprakelijkheid de belegger niet reeds op grond van de enkele stelling dat hij als gevolg van de misleiding te veel voor zijn aandeel heeft betaald voor schadevergoeding in aanmerking te laten komen.²²⁹ Ter compensatie van de onzekerheid die de *inefficiënte* marktwerking op de *primaire* markt met zich brengt, wil de Hoge Raad dan misschien als extra eis aanleggen dat de beleggingsbeslissing van de belegger door het misleidende prospectus (direct of indirect) is beïnvloed.²³⁰ Aangezien het – vanwege de (meestal) efficiënte(re) marktwerking – bij misleiding op de *secundaire* markt doorgaans gemakkelijker is om te bepalen of de misleidende informatie de aandelenkoers heeft beïnvloed, is de Hoge Raad in dat geval wellicht geneigd om soepeler met het causaal verband om te gaan.²³¹

Verder is van belang goed voor ogen te houden dat de Hoge Raad de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger door het misleidende prospectus is beïnvloed kon stellen, omdat tegelijkertijd een vermoeden van causaal verband werd aangenomen. Zou de Hoge Raad dit vermoeden niet hebben aangenomen, dan zou (privaatrechtelijke handhaving van) prospectusaansprakelijkheid – om in zijn eigen woorden te spreken – ‘illusoir’ zijn geworden. Met het vermoeden werd met andere woorden de hete angel uit de potentieel zware bewijslast gehaald.²³² Bij het toepassen

227. Zie over het ontbreken van (volledige) marktefficiëntie in de periode rond een beursgang § 2.6 en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur. Zie in dit verband ook § 5.3.8.

228. Bij de laatstgenoemde misleiding kan met name worden gedacht aan het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten.

229. Zie in dit verband ook mijn bespreking van het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest in § 5.4.4.2.

230. Begrijp ik hem goed, dan is het ontbreken van marktefficiëntie in de periode rond een beursgang voor Franx het voornaamste argument om bij prospectusaansprakelijkheid de belegger niet reeds op grond van de enkele stelling dat hij als gevolg van de misleiding te veel voor zijn aandelen heeft betaald voor schadevergoeding in aanmerking te laten komen. Zie Franx 2017, p. 237-243.

231. Ook Franx houdt voor misleiding op de *secundaire* markt deze optie nadrukkelijk open, zie Franx 2017, p. 242-243.

232. Deze aansprekende metafoor heb ik ontleend aan De Jong 2010, p. 250, voetnoot 69.

van deze bewijslastverlichting heeft de richtlijn OHP²³³ (in het bijzonder art. 11 jo. art. 13 van deze richtlijn)²³⁴ mogelijk een rol heeft gespeeld.²³⁵ Deze richtlijn biedt hiervoor namelijk een overtuigende grondslag (althans, mijns inziens een meer overtuigende grondslag dan de oude Prospectusrichtlijn²³⁶ en de thans geldende Prospectusverordening,²³⁷ zie ook mijn betoog hierna). De redenering is kort gezegd dat Nederland op grond van art. 11 jo. art. 13 van de richtlijn OHP – via een richtlijnconforme interpretatie van art. 150 Rv – ertoe wordt verplicht bij prospectusaansprakelijkheid een vermoeden van causaal verband aan te nemen. Hierbij moet bedacht worden dat het een *keuze* van de Nederlandse wetgever is geweest – dit was geen Europeesrechtelijke verplichting! – de richtlijn OHP (als een *species* van de onrechtmatige daad) te implementeren in het privaatrecht en in het verlengde daarvan is het een *keuze* geweest om (de desbetreffende *species* van) het onrechtmatige daadsrecht aan te wijzen als primaire handhavingssysteem voor de in deze richtlijn geformuleerde gedragsnormen.²³⁸ Mede gelet op het feit dat de richtlijn OHP expliciet de strekking heeft een *hoog* niveau van consumentenbescherming tot stand te brengen,²³⁹ heeft deze keuze als consequentie dat ook datzelfde *onrechtmatige daadsrecht* moet voorzien in ‘passende en doeltreffende maatregelen’ met bijbehorende ‘doeltreffende, evenredige en afschrikwekkende sancties’ (zie art. 11 respectievelijk art. 13 richtlijn OHP).²⁴⁰ Het moge duidelijk zijn dat het verlichten

233. Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22).

234. In art. 11 van de richtlijn OHP is onder meer bepaald dat de lidstaten dienen te zorgen voor de invoering van *passende en doeltreffende* middelen ter bestrijding van oneerlijke handelspraktijken, zodat de naleving van deze richtlijn in het belang van de consumenten kan worden afgedwongen. In art. 13 van deze richtlijn is bepaald dat de (door de lidstaat vast te stellen) sancties die van toepassing zijn op schendingen van de ter uitvoering van de richtlijn vastgestelde nationale bepalingen, *doeltreffend, evenredig en afschrikwekkend* moeten zijn.

235. Ik wijs erop dat ook A-G L. Timmerman zich bij zijn beschouwing over het (bewijs van het) causaal verband mede beroept op de OHP-regeling, zie punt 4.7.5.7-4.7.5.9 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2009:BH2162, bij HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.).

236. Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2003, L 345/64).

237. Verordening (EU) 2017/1129 (*PbEU* 2017, L 168/12).

238. Zie voor een analyse van de voor- en nadelen van deze keuze van de Nederlandse wetgever Van Boom, p. 6-12.

239. Zie art. 1 richtlijn OHP. Zie ook de overwegingen 1, 5, 11, 20, 23 en 24 van de considerans van de richtlijn OHP.

240. Zie in dit verband ook Van Boom 2008, p. 8, die de vraag opwerpt ‘of de keuze voor de oneerlijke handelspraktijk als onrechtmatige daad en de bijbehorende toepasselijkheid van afd. 6.1.10 BW wel in overstemming is met de eisen van doeltreffendheid, evenredigheid en afschrikwekkende werking, die art. 13 Richtlijn OHP stelt’.

HOOFDSTUK 5

van de bewijslast van de belegger door het aannemen van een vermoeden van causaal verband een belangrijke bijdrage levert aan het op passende en doeltreffende wijze sanctioneren van de oneerlijke handelspraktijk bestaande uit het publiceren van een misleidend prospectus.²⁴¹ Daarmee biedt art. 11 jo. art. 13 van de richtlijn OHP – via richtlijnconforme interpretatie van art. 150 Rv – mijns inziens dus een overtuigende grondslag voor het toepassen van een dergelijke bewijslastverlichting.²⁴²

Mijn betoog dat bij het aannemen van het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing de richtlijn OHP een rol heeft gespeeld, is van belang voor de betekenis (en reikwijdte) die aan de overwegingen over het causaal verband in het World Online-arrest wordt toegekend. De OHP-regeling is in beginsel namelijk alleen van toepassing bij *prospectusaansprakelijkheid*.²⁴³ De regeling is in principe niet van toepassing bij aansprakelijkheid voor het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten. Zou dus de strenge invulling van het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid worden doorgetrokken naar de andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, dan is bij deze andere misleidingsgevallen niet de ‘fundering’ van de richtlijn OHP beschikbaar om een eventueel vermoeden van causaal verband op te baseren.²⁴⁴ Dit zou een reden kunnen zijn om bij de andere misleidingsgevallen het causaal verband anders te benaderen.

Wat mij overigens sterkt in de gedachte dat bij het formuleren van het vermoeden van causaal verband de richtlijn OHP mogelijk een rol heeft gespeeld, is dat de grondslag waarmee het vermoeden door de Hoge Raad thans wordt gerechtvaardigd, naar mijn oordeel niet zo overtuigend is.²⁴⁵ De redenering van de Hoge Raad komt er kort gezegd op neer

241. Volledigheidshalve wijs ik erop dat op grond van art. 7 lid 5 jo. bijlage II richtlijn OHP de informatieverplichtingen van art. 6-8, art. 13-15 en art. 17 en 18 Prospectusverordening als ‘essentieel’ hebben te gelden in de zin van de richtlijn OHP.

242. In dit standpunt sta ik niet alleen. Ik bevind mij in het goede gezelschap van Franx, zie Franx 2017, p. 258-260.

243. Zie de Inleiding van dit boek, § 1.2.

244. Doordat de Hoge Raad in het World Online-arrest bij het aannemen van het vermoeden van causaal verband aansluiting zoekt bij het beginsel van effectieve rechtsbescherming zoals dit voortvloeit uit het EU-recht (in dit geval de oude Prospectusrichtlijn, inmiddels vervangen door de Prospectusverordening), lijkt hij te suggereren dat voor het aannemen van zo’n vermoeden mede een Europeesrechtelijke grondslag is vereist. Kennelijk kan volgens de Hoge Raad zo’n vermoeden dus niet worden gebaseerd op normatieve overwegingen van louter nationaal privaatrechtelijke aard.

245. De hiernavolgende passage is gedeeltelijk gebaseerd op Wallinga & Pijls 2018, § 5.

dat de effectieve rechtsbescherming die op grond van art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening) moet worden geboden tegen misleidende mededelingen in het prospectus, noopt tot het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband.²⁴⁶ Op grond van drie argumenten is op deze redenering volgens mij wel het een en ander af te dingen.²⁴⁷

In de eerste plaats is met de Prospectusverordening uitdrukkelijk *niet* beoogd het prospectusaansprakelijkheidsrecht tussen de lidstaten te harmoniseren (de Hoge Raad erkent dit in het World Online-arrest²⁴⁸ voor de oude Prospectusrichtlijn overigens ook expliciet).²⁴⁹ Het enige wat in de verordening in dit opzicht wordt geëist, is dat de lidstaten ervoor zorgen dat hun wettelijke bepalingen inzake civielrechtelijke aansprakelijkheid²⁵⁰ van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus vermelde informatie (art. 11 lid 2 Prospectusverordening). Deze bepaling heeft naar mijn oordeel meer het karakter van een compromisbepaling, waarmee de Europese wetgever (ten minste) heeft willen bereiken dat in de nationale rechtsorde *een* mogelijkheid moet bestaan de voor het prospectus verantwoordelijke personen en/of rechtspersonen in civielrechtelijke zin aansprakelijk te stellen en dat deze aansprakelijkheid niet in algemene zin mag worden uitgesloten.

246. Zie over de betekenis van het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel bij de doorwerking van EU-recht in het nationale privaatrecht uitgebreid Asser/Hartkamp 2019 (3-I), nr. 109-130. Zie in dit verband ook Tjong Tjin Tai 2011, p. 790-797. En zie specifiek over de betekenis van het effectiviteitsbeginsel in het kader van de (handhaving van de) Prospectusverordening Busch 2019 en in het kader van de (handhaving van de) verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)) Busch 2018.

247. Ik realiseer mij dat ik tamelijk alleen sta in mijn kritiek op de redenering van de Hoge Raad in het World Online-arrest. Het voor het vermoeden van causaal verband aanknopen bij art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn lijkt door andere auteurs positief te worden gewaardeerd, zie onder meer Busch 2019, p. 580-581; Busch 2018, p. 496-499; Busch 2015, p. 222-225; Franx 2017, p. 95-97; Franx 2015, p. 113-114; Klaassen 2013, § 4.3.2; De Jong 2011a, 364-366; Hijink 2011, p. 102-103; Lieverse 2010, p. 80-83. Zie over art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (en art. 7 Transparantierichtlijn) echter ook het genuanceerde betoog van Haentjens 2017, nr. 72.

248. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1.

249. Zie over het (zeer beperkte) harmoniserend effect van de oude Prospectusrichtlijn voor het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid onder meer Franx 2017, p. 86-87. Zie in dit verband ook Veil 2010, p. 411, voetnoot 13.

250. In art. 11 lid 2 Prospectusverordening wordt in dit verband de term 'burgerrechtelijke aansprakelijkheid' gebruikt. Mijns inziens is dit een minder gelukkige vertaling van de Engelse term 'civil liability'.

HOOFDSTUK 5

In de tweede plaats – en dit argument hangt nauw samen met het eerste – heeft de Prospectusverordening een nogal sterke *toezichtrechtelijke* focus. Deze toezichtrechtelijke focus blijkt onder meer uit hoofdstuk IV ('Regels voor de goedkeuring en publicatie van het prospectus'), hoofdstuk VII ('ESMA en bevoegde autoriteiten') en hoofdstuk VIII ('Bestuursrechtelijke sancties en andere bestuursrechtelijke maatregelen') van de Prospectusverordening, waarin allerlei regels zijn opgenomen voor de goedkeuring van het prospectus door de toezichthouder en de bevoegdheden waarover deze toezichthouder moet beschikken.²⁵¹ Deze toezichtrechtelijke focus blijkt ook uit art. 38 lid 1 Prospectusverordening, waarin is bepaald dat '[o]nverminderd de toezicht- en onderzoeksbevoegdheden van de bevoegde autoriteiten op grond van artikel 32 en het recht van de lidstaten om in strafrechtelijke sancties te voorzien en deze op te leggen, (...) de lidstaten er in overeenstemming met de nationale wetgeving zorg voor [dragen] dat de bevoegde autoriteiten de bevoegdheid hebben om *bestuursrechtelijke sancties op te leggen en andere passende bestuursrechtelijke maatregelen te treffen die doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn*' (toevoeging *ACWP*). Gegeven deze toezichtrechtelijke focus van de Prospectusverordening doet het effectiviteitsbeginsel zich volgens mij met name gevoelen bij het antwoord op de vraag of de prospectusregels *bestuursrechtelijk gezien* adequaat en effectief worden gehandhaafd, en of de maatregelen en sancties die in dat verband worden opgelegd doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.²⁵² Ik wijs in dit verband ook op overweging 87 van de considerans van de Prospectusverordening, waarin is bepaald dat overeenkomstig het in art. 5 lid 4 VWEU neergelegde evenredigheidsbeginsel 'deze verordening niet verder [gaat] dan nodig is om [de] doelstellingen [van de Prospectusverordening] te verwezenlijken' (toevoegingen *MWW & ACWP*). Gelet op deze overweging uit de considerans en gelet op de zojuist genoemde toezichtrechtelijke focus van de Prospectusverordening acht ik het niet aannemelijk dat de Europese wetgever met deze veror-

251. Zie in verband met de toezichtrechtelijke focus van de Prospectusverordening ook overweging 71-76 en 87 van de considerans van de Prospectusverordening.

252. Voor een vergelijkbare redenering in het kader van de (handhaving van de) *oude* richtlijn Marktmissbruik (Richtlijn 2003/6/EG (*PbEU* 2003, L 96/16)) – zie in dit verband met name art. 14 lid 1 van deze richtlijn waarin expliciet wordt gerefereerd aan '*administratieve* maatregelen of sancties' (curs. *ACWP*) – wijs ik op Tountopoulos 2014, p. 302-304. Voor een vergelijkbare redenering in het kader van de (handhaving van de) MiFID-richtlijnen (Richtlijn 2004/39/EG (*PbEU* 2004, L 145/1) respectievelijk Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L 173/349)) – zie in dit verband met name art. 51 lid 1 MiFID-richtlijn en art. 70 MiFID II-richtlijn waarin wederom expliciet wordt gerefereerd aan '*administratieve* maatregelen of sancties' (curs. *ACWP*) – wijs ik op Wallinga 2014, p. 294-295 en Wallinga 2015, p. 269.

dening *vergaand* heeft willen ingrijpen in het prospectusaansprakelijkheidsrecht van de lidstaten. Het aan de lidstaten voorschrijven van een vermoeden van causaal verband zou wel een vergaande ingreep zijn.

In de derde plaats heeft het Europese Hof van Justitie in het arrest *Hirrmann/Immofinanz* beslist dat de lidstaten bij de keuze van de sancties die worden toegepast bij schending door uitgevende instellingen van de uit (onder meer) de Prospectusrichtlijn (thans Prospectusverordening) voortvloeiende verplichtingen beschikken over een ‘ruime beoordelingsmarge’.²⁵³ Uitgaande van deze ruime beoordelingsmarge acht ik het niet waarschijnlijk dat de Prospectusverordening daadwerkelijk noopt tot het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband. Gegeven het arrest *Hirrmann/Immofinanz* kan ik mij met andere woorden niet voorstellen dat het Europese Hof van Justitie in een daarop toegespitste prejudiciële vraag zou oordelen dat een lidstaat die in het nationale recht heeft voorzien in de toezichtrechtelijke handhavingsbevoegdheden zoals genoemd in de vorige alinea en in de aansprakelijkheidsregeling zoals vereist op grond van art. 11 lid 2 Prospectusverordening, in gebreke is wanneer het ervoor zou kiezen zo’n vermoeden in de nationale rechtsorde *niet* aan te nemen.

Voor de goede orde benadruk ik dat ook volgens mij goede redenen zijn te bedenken om bij prospectusaansprakelijkheid de belegger in zijn (zware) bewijslast tegemoet te komen door het aannemen van een vermoeden van causaal verband.²⁵⁴ Ik zet alleen mijn vraagtekens bij de redenering dat art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening) en de effectieve rechtsbescherming die op grond van deze bepaling zou moeten worden geboden in het nationale aansprakelijkheidsrecht, zouden nopen tot het in de nationale rechtsorde aannemen van zo’n vermoeden.²⁵⁵ Een meer overtuigende

253. HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (*Alfred Hirrmann/Immofinanz AG*), r.o. 41. Zie over deze ‘ruime beoordelingsmarge’ voor het nationale privaatrecht ook Haentjens 2017, nr. 59.

254. Zie daarover uitgebreid mijn analyse in § 9.3.3.

255. Overigens wijs ik erop dat de World Online-zaak niet wordt beheerst door de huidige Prospectusverordening of (haar voorganger) de Prospectusrichtlijn uit 2003, maar door de oude Prospectusrichtlijn uit 1980 (Richtlijn 80/390/EEG (*PbEG* 1980, L 100/1)). De laatstgenoemde richtlijn bevat echter in het geheel geen bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid. Als dus voor de huidige Prospectusverordening en haar voorganger uit 2003 reeds geldt dat zij niet zo’n overtuigende grondslag bieden voor het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband, geldt dit *a fortiori* voor de oude Prospectusrichtlijn uit 1980.

HOOFDSTUK 5

redenering is, zoals hierboven toegelicht, wat mij betreft gebaseerd op art. 11 jo. art. 13 van de richtlijn OHP.^{256, 257}

Tegenover mijn betoog dat bij het formuleren van het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing de richtlijn OHP een rol heeft gespeeld en het daarom alleen van toepassing zou zijn bij prospectusaansprakelijkheid en niet in de andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, staat dat de redenering van de Hoge Raad in het World Online-arrest op overeenkomstige wijze kan worden toegepast bij (aansprakelijkheid voor) misleidende financiële verslaggeving (schending van een *periodieke* informatieverplichting).²⁵⁸ Zo wijst de Hoge Raad er ter rechtvaardiging van de bewijslastverlichting bij prospectusaansprakelijkheid in de eerste plaats op dat met de Prospectusrichtlijn (inmiddels vervangen door de Prospectusverordening) is beoogd de positie van (potentiële) beleggers te beschermen.²⁵⁹ Door deze bescherming hebben de beleggers een groter vertrouwen in de effectenmarkt en wordt de goede werking van de markt verzekerd, en dat brengt volgens de Hoge Raad met zich dat aan de naleving van de richtlijn strenge eisen mogen worden gesteld. Aangezien ook voor de (uit de Transparantierichtlijn²⁶⁰ afkomstige) periodieke informatieverplichtin-

256. Ik wijs erop dat Lieverse een standpunt inneemt dat precies het tegenovergestelde is van het mijne. Volgens haar is bij civielrechtelijke aansprakelijkheid op grond van de (implementatiewet van de) richtlijn OHP minder aanleiding een vermoeden van causaal verband aan te nemen dan bij civielrechtelijke aansprakelijkheid die wordt beheerst door art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening). Zie het preadvies Lieverse 2010, p. 83. Zie ook Stelling 6 (p. 123) van haar preadvies. Dit standpunt wordt door Franx met kracht van argumenten – en mijns inziens terecht – bekritiseerd, zie Franx 2017, p. 258-260.

257. Gelet op mijn betoog dat de richtlijn OHP een meer overtuigende grondslag biedt voor het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband dan de Prospectusverordening, is nog interessant erop te wijzen dat in de ‘evenknie’ van art. 38 Prospectusverordening in de richtlijn OHP *niet* expliciet wordt gerefereerd aan *bestuursrechtelijke* sancties of maatregelen. Zo bevat art. 11 van de richtlijn OHP de neutraal geformuleerde eis dat de lidstaten dienen te zorgen voor de invoering van ‘passende en doeltreffende middelen’ ter bestrijding van oneerlijke handelspraktijken. En zo bevat art. 13 van de richtlijn OHP de neutrale eis dat de lidstaten de ‘sancties’ vaststellen die van toepassing zijn op schendingen van de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde nationale bepalingen, en dat de lidstaten daarnaast ‘alle maatregelen’ treffen die nodig zijn voor de toepassing van deze sancties.

258. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 271-272 en De Jong 2011a, p. 365-366; De Jong 2016a, p. 125; Hijink 2011, p. 102-104; Rutten 2012, p. 245 en p. 248; Hoff 2013a, p. 764-765.

259. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1 jo. 4.10.1.

260. Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L 390/38).

gen geldt dat zij ertoe strekken beleggers te beschermen,²⁶¹ kan voor deze verplichtingen op overeenkomstige wijze worden beredeneerd dat aan de naleving ervan strenge eisen mogen worden gesteld.²⁶² Ter rechtvaardiging van de bewijslastverlichting bij prospectusaansprakelijkheid beroept de Hoge Raad zich daarnaast op het eerdergenoemde art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (thans 11 lid 2 Prospectusverordening). Deze bepaling brengt volgens de Hoge Raad met zich – en dit is volgens de mij de cruciale schakel in zijn redenering – dat een *effectieve* rechtsbescherming moet worden geboden volgens de regels van het nationale recht.²⁶³ Aangezien de Transparantierichtlijn met art. 7 een nagenoeg gelijkkluidend voorschrift over civielrechtelijke aansprakelijkheid bevat als art. 11 lid 2 Prospectusverordening,²⁶⁴ is ook voor de voorschriften van de Transparantierichtlijn verdedigbaar dat een effectieve rechtsbescherming moet worden geboden volgens de regels van het nationale recht.²⁶⁵ Daar komt bij dat de belegger bij misleidende financiële verslaggeving met vergelijkbare bewijsproblemen wordt geconfronteerd als bij een misleidend prospectus. Wanneer dus bij prospectusaansprakelijkheid een verlichting van de bewijslast noodzakelijk is voor het waarborgen van effectieve rechtsbescherming, kan worden betoogd dat dit ook noodzakelijk is bij aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving.²⁶⁶ Wel wijs ik in dit verband nog op een interessant verschil tussen de Transparantierichtlijn en de Prospectusverordening. Waar in de considerans van de Transparantierichtlijn is vastgelegd dat '[de] lidstaten (...) de vrijheid [moeten] hebben de omvang van de aansprakelijkheid zelf vast te stellen' (toevoeging *ACWP*), ontbreekt een dergelijke overweging in de considerans van de Prospectusverordening.²⁶⁷

De redenering die de Hoge Raad in het World Online-arrest volgt om bij *prospectusaansprakelijkheid* de bewijslast van de belegger te verlichten,

261. Zie met name de overwegingen 1, 5, 27 en 36 van de considerans van de Transparantierichtlijn.

262. Vgl. De Jong 2010, p. 271-272 en De Jong 2011a, p. 365-366. Vgl. ook Rutten 2012, p. 245 en p. 248.

263. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

264. Ik wijs erop dat in art. 7 Transparantierichtlijn niet expliciet wordt gerefereerd aan *civielrechtelijke* aansprakelijkheid en dat slechts in algemene zin wordt gesproken van 'wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake aansprakelijkheid'. Dat hieronder niettemin in ieder geval bepalingen inzake *civielrechtelijke* aansprakelijkheid moeten worden verstaan, volgt uit het arrest HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirmann/Immofinanz AG), r.o. 38 e.v.

265. Vgl. De Jong 2011a, p. 365-366; De Jong 2016a, p. 125; Hijink 2011, p. 103.

266. In deze zin reeds De Jong 2010, p. 271-272; Rutten 2012, p. 248.

267. Zie overweging 17 van de considerans van de Transparantierichtlijn.

HOOFDSTUK 5

gaat echter niet vanzelfsprekend op bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten.²⁶⁸ Dit hangt samen met het feit dat de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap en het verbod tot informatiemanipulatie afkomstig zijn uit de verordening Marktmissbruik.²⁶⁹ Weliswaar geldt ook voor de verordening Marktmissbruik dat daarmee wordt beoogd beleggers te beschermen en daarmee het vertrouwen van beleggers in de effectenmarkten te versterken (om aldus de goede werking van die markten te bevorderen),²⁷⁰ maar deze verordening bevat geen enkele bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid (vgl. art. 11 lid 2 Prospectusverordening en art. 7 Transparantierichtlijn).²⁷¹ Wanneer men dus bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten voor het (bewijs van het) causaal verband een vergelijkbare redenering zou willen volgen als in het World Online-arrest, ontbreekt een equivalent van art. 11 lid 2 Prospectusverordening als essentiële schakel. Daarom is het mijns inziens onzeker of in de laatstgenoemde gevallen het vermoeden van causaal verband eveneens geldt.

Mij zou uiteraard nog kunnen worden tegengeworpen dat ook bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten de mogelijkheid bestaat een vermoeden van causaal verband aan te nemen, en dit vermoeden dan niet te baseren op normatieve overwegingen van Europeesrechtelijke aard, maar louter op normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard²⁷² (zoals effectieve rechtsbescherming van beleggers en de zorg voor de effectiviteit van de geschonden norm

268. Ik realiseer mij dat ik in dit standpunt tamelijk alleen sta. Zie anders De Jong 2010, p. 272 en De Jong 2011a, p. 366; De Serrière 2011, p. 183; Hoff 2013a, p. 764-765; Busch 2018, p. 496-499.

269. Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

270. Zie art. 1 en overwegingen 2, 7, 8, 24, 55 en 57 van de considerans van de verordening Marktmissbruik. Zie over de doelstelling en strekking van de verordening Marktmissbruik in de literatuur onder meer Hoff 2016, p. 507-509; Kristen 2018, p. 38-41; Stevens 2018, p. 227-229.

271. Zie in dit verband ook Busch 2018, p. 498. Vgl. in dit verband Tountopoulos 2014, p. 303-304, Casper 2011, p. 93-94 en Davies 2010, p. 445, die er expliciet op wijzen dat de *oude* richtlijn Marktmissbruik (Richtlijn 2003/6/EG (*PbEU* 2003, L 96/16)) geen (met art. 11 lid 2 Prospectusverordening en art. 7 Transparantierichtlijn vergelijkbare) bepaling bevat over *civielrechtelijke* aansprakelijkheid.

272. Zie in dit verband ook de kritische opmerking van Du Perron in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201 (VEB e.a./World Online e.a.): '(...) eigenlijk [valt] niet goed in te zien waarom beschermende normen van nationale oorsprong minder effectieve handhaving zouden verdienen' (toevoeging *ACWP*).

zoals die bestaat naar nationaal recht).²⁷³ Hoewel ik beaam dat die mogelijkheid technisch gezien inderdaad bestaat, vind ik een dergelijke constructie minder goed passen bij de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gevolgde redenering. In het World Online-arrest lijkt de Hoge Raad voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband namelijk mede een Europeesrechtelijke grondslag te vereisen en het probleem met de laatstgenoemde misleidingsgevallen is nu juist dat een overtuigende Europeesrechtelijke grondslag daar niet beschikbaar is.

5.4.6 *Is het wenselijk om voor het aannemen van causaal verband steeds de eis te stellen dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleiding is beïnvloed?*

Een andere vraag is of het wenselijk is om bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie voor het aannemen van causaal verband steeds de eis te stellen – dus ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleiding is beïnvloed. Ik neig ernaar deze vraag ontkennend te beantwoorden en ik zal toelichten waarom.

Het eisen van een causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing zadelt de belegger op met een zware bewijslast. Dit wordt verklaard door het feit dat – in de woorden van de Hoge Raad – ‘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 [direct of indirect] is beïnvloed’ (toevoeging *ACWP*).²⁷⁴ Ervan uitgaande dat de privaatrechtelijke handhaving kracht moet worden bijgezet en civielrechtelijke aansprakelijkheid niet illusoir mag worden (de Hoge Raad gaat hier althans van uit), kan de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) is beïnvloed alleen maar worden gesteld, wanneer tevens een voldoende overtuigende materieelrechtelijke grondslag voor handen is om de bewijslast van de belegger door middel van een vermoeden te verlichten.²⁷⁵ Het gaat hier uitdrukkelijk om een *materieelrechtelijke* grondslag, want duidelijk is dat een vermoeden van causaal verband hier niet goed is te baseren op louter

273. Ik wijs erop dat naar nationaal recht het effectiviteitsbeginsel zoals wij dat kennen uit het EU-recht als zodanig niet bestaat. Zie hierover Tjong Tjin Tai 2011, p. 790-797.

274. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1

275. Zie in dit verband ook mijn bespreking van het feitelijk vermoeden in § 1.4.2.3 *sub b*.

HOOFDSTUK 5

algemene ervaringsregels en/of de feiten zoals die zich in werkelijkheid voordoen.²⁷⁶ Zou het vermoeden namelijk erg feitelijk worden genomen, dan zou de ratio niet goed te verklaren zijn:²⁷⁷ een feit van algemene bekendheid is dat de gemiddelde belegger van een prospectus, gereglementeerde informatie of gepubliceerde voorwetenschap geen kennis neemt,²⁷⁸ zijn beleggingsbeslissing wordt er dus ook niet door beïnvloed.

Bij prospectusaansprakelijkheid is een voldoende overtuigende materieelrechtelijke grondslag voor het aannemen van een vermoeden volgens de Hoge Raad kennelijk beschikbaar (volgens de Hoge Raad kan deze grondslag worden gevonden in het EU-recht, in het bijzonder art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn, thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening). In het verlengde van de redenering in het World Online-arrest is zo'n materieelrechtelijke grondslag waarschijnlijk ook beschikbaar bij aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving (ik verwijs naar mijn betoog in § 5.4.5). Bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten is zo'n materieelrechtelijke grondslag (en daarmee het vermoeden) echter moeilijker te construeren (ik verwijs wederom naar mijn betoog in § 5.4.5).²⁷⁹ Dat wringt, want de bewijsproblemen bij het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing zijn in die gevallen niet minder pregnant aanwezig. Deze zijn eerder *sterker* aanwezig.²⁸⁰ Zo is bij het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap niet de vraag of de belegger op de (niet-gepubliceerde) informatie *is* afgegaan, maar of hij bij (tijdige) publicatie op de informatie *zou zijn* afgegaan. En

276. Vgl. Klaassen 2012a, p. 13; Klaassen 2013, p. 147.

277. Vgl. Asser 2010, p. 87, alwaar hij in zijn bespreking van de in de effectenlease-arresten door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie wijst op het *normatieve* karakter van deze constructie.

278. Aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.3. Zie hierover ook Franx 2017, p. 239-240; Hijink 2010, p. 352-353; Grundmann-Van de Krol 2009, p. 166-172; Scheltema & Scheltema 2009, p. 88-90; Eisma 2007, p. 34; Vandendriessche 2011, nr. 4 en nr. 68; Van Dyck 2009, nr. 70-76 (met uitgebreide verwijzingen).

279. Ik wijs er nogmaals op dat het ook bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten uiteraard mogelijk is een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aan te nemen en dit vermoeden dan niet te baseren op normatieve overwegingen van Europeesrechtelijke aard, maar louter op normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard. Maar, gelet op het feit dat de Hoge Raad voor het aannemen van zo'n vermoeden mede een Europeesrechtelijke grondslag lijkt te vereisen (en een overtuigende Europeesrechtelijke grondslag in de laatstgenoemde misleidingsgevallen niet beschikbaar is), betwijfel ik of de Hoge Raad een dergelijke constructie wenst te aanvaarden.

280. Vgl. De Jong 2010, p. 272.

zo heeft een misleidend ad hoc-bericht een minder prominent karakter dan bijvoorbeeld een misleidend prospectus of een misleidende jaarrekening, zodat nog minder waarschijnlijk is dat de (gemiddelde) belegger zich hierdoor laat beïnvloeden. Bij het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten drukt de bewijslast van de belegger dus nóg zwaarder, zodat eens te meer de noodzaak bestaat de belegger in zijn bewijslast tegemoet te komen.²⁸¹

Om de privaatrechtelijke handhaving in de laatstgenoemde misleidingsgevallen toch niet inhoudsloos te laten worden, is het alternatief voor het hanteren van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, het soepel invullen van de causaliteitseis bij het toerekeningsverband. Dit laatste gebeurt wanneer men voor de belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht (maar dan *tegen een gunstigere prijs*), de eis dat zijn beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed, simpelweg laat vallen. Dit alternatief legt mijns inziens het spanningsveld bloot waar het hier in de kern om gaat. Men kan ervoor kiezen om voor deze belegger de eis wel te stellen, om vervolgens met gewrongen bewijslastconstructies te werken teneinde civielrechtelijke aansprakelijkheid niet illusoir te laten worden.²⁸² Men kan er echter ook voor kiezen om voor deze belegger de eis *niet* te stellen en om in plaats daarvan op basis van dezelfde

281. Wel teken ik hierbij aan dat volgens vaste rechtspraak geldt dat bewijsnood die zich voordoet in het concrete geval, op zichzelf niet dwingt tot een omkering van de bewijslast op grond van de *redelijkheid en billijkheid* als bedoeld in (de uitzonderingsbepaling van) art. 150 Rv. Zie onder meer HR 17 december 1993, *NJ* 1994/193 (X/Y), r.o. 3.6 en HR 31 oktober 1997, *NJ* 1998/85 (Stad Rotterdam/Zonneveld), r.o. 3.5.2.

282. Ik benadruk dat ik hier specifiek doel op de belegger die (stelt dat hij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht (maar dan *tegen een gunstigere prijs*), en niet op de belegger die (stelt dat hij) bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht (dus *ook niet* tegen de gunstigere prijs). Voor de laatstgenoemde belegger acht ik het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing namelijk wél wenselijk en verdedigbaar. Dit vermoeden kan wat mij betreft 'gewoon' worden aangenomen op grond van normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard en mijns inziens is hiervoor geen Europeesrechtelijke grondslag vereist. Voor een nadere beschouwing over het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing en de in dat verband door mij voorgestane bewijslastconstructie, verwijs ik naar § 9.3.

HOOFDSTUK 5

argumenten als waarmee het eerdergenoemde vermoeden wordt gerechtvaardigd (de zorg voor de effectiviteit van de geschonden norm, het beginsel van effectieve rechtsbescherming, etc.) soepel met het toerekeningsverband om te gaan. In het laatstgenoemde alternatief is voor het aannemen van causaal verband al voldoende dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de beurskoers heeft vertrouwd, en hij (aantoont dat hij) als gevolg van de misleiding het aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht.²⁸³ Ik zie vooral nog niet in waarom het eerste alternatief beter zou zijn dan het tweede. Daar komt bij dat juist bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten het tweede alternatief goed werkbaar lijkt. Deze misleidingsgevallen doen zich namelijk vooral voor op de secundaire markt van reeds uitgegeven en genoteerde aandelen. Aangezien de secundaire markt doorgaans (in sterkere mate) efficiënt is (dan de primaire markt), is op de secundaire markt gemakkelijker (dan op de primaire markt) vast te stellen of de misleidende informatie de koers daadwerkelijk heeft beïnvloed.²⁸⁴

Tot slot wijs ik erop dat in het Amerikaanse recht (zowel in de rechtspraak als literatuur) uitvoerig aandacht is besteed aan de vraag of voor het aannemen van causaal verband is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed. In hoofdstuk 6 zal ik daarom analyseren in hoeverre naar Amerikaans recht de belegger die bij zijn beleggingsbeslissing slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd (maar die verder van geen enkele informatie heeft kennis genomen), succesvol een vordering tot schadevergoeding kan instellen. Naar aanleiding van een rechtsvergelijking met het Amerikaanse recht zal ik over deze kwestie dan een definitief standpunt formuleren voor het Nederlandse recht (zie § 6.2.4.2).

5.5 Schadevaststelling en -toerekening

5.5.1 *Inleiding*

In deze paragraaf wordt voor beide onderscheiden feitelijke grondslagen besproken op welke wijze de schade moet worden vastgesteld en in welke

283. Om voor schadevergoeding in aanmerking te komen moet de belegger uiteraard ook kunnen aantonen dat de door hem betaalde koersinflatie op een zeker moment weer uit de koers is gelopen (en hij toen zijn aandelen nog niet had verkocht).

284. Volgens mij is Franx het op dit punt met mij eens, zie Franx 2017, p. 242-243.

omvang de schade op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend. In § 5.5.2 komen beide kwesties eerst aan bod voor de beleggers die zich op het standpunt stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Achtereenvolgens worden behandeld het ontstaansmoment van de schade (§ 5.5.2.1), de peildatum en de schadebegrotingsmaatstaf (§ 5.5.2.2), de schadetoerekening (§ 5.5.2.3) en de vrijheid van de rechter bij de keuze van de peildatum (§ 5.5.2.4). In § 5.5.3 staat vervolgens de schadevaststelling centraal voor de beleggers die zich op het standpunt stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Eerst wordt ingegaan op de peildatum, de schadebegrotingsmaatstaf en het ontstaansmoment van de schade (§ 5.5.3.1), daarna wordt de schadetoerekening besproken (§ 5.5.3.2). Tot besluit bespreek ik in § 5.5.4 het De Boer e.a./TMF-arrest. In dit arrest heeft de Hoge Raad zich onder meer uitgelaten over de (omvang van de) rechtens toerekenbare schade bij misleiding van het beleggende publiek.

5.5.2 *Schadevaststelling en –toerekening bij eerste feitelijke grondslag*

5.5.2.1 *Het ontstaansmoment van de schade*

Alvorens voor de beleggers die ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, de schade kan worden vastgesteld, moet eerst de vraag worden beantwoord wanneer de schade ontstaat, of althans wanneer deze kan worden geacht te zijn ontstaan.²⁸⁵ Voor dit ontstaansmoment van de schade komen mijns inziens twee tijdstippen in aanmerking. Het eerste tijdstip is het moment waarop de belegger zijn aandeel tegen een kunstmatige hoge koers koopt; het tweede is het moment waarop de misleiding in de markt bekend wordt en de inflatie uit de koers loopt. Hierbij teken ik aan dat een keuze voor een van deze twee momenten belangrijke vermogensrechtelijke implicaties heeft. Het ontstaansmoment van de schade, en daarmee het ontstaansmoment van de verbintenis tot schadevergoeding, is van belang voor kwesties als verjaring, cessie, verrekening of faillisse-

285. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 121-123; Hebly 2019, § 9.2.2.2.

HOOFDSTUK 5

ment, overgangsrecht, dekking onder de verzekering en, niet in de laatste plaats, wettelijke rente.^{286, 287}

Vanuit financieel-economisch oogpunt is verdedigbaar om het moment van aankoop door de belegger als ontstaansmoment van de schade te kiezen.²⁸⁸ Het kopen van een aandeel tegen een kunstmatige hoge koers heeft namelijk belangrijke financiële consequenties:²⁸⁹ op het moment van aankoop zorgt het voor een lager verwacht toekomstig rendement; het resulteert in een verlies gelijk aan de tijdswaarde van geld (rente) voor het bedrag van de koersinflatie (dit laatste is ook zo wanneer de inflatie wordt terugverdiend door het aandeel tussentijds – voordat de misleiding bekend wordt – te verkopen); op het moment van aankoop zorgt het voor een kwalitatief slechtere belegging, omdat de belegging een minder gunstig prijs/risico-profiel heeft. In de opvatting dat de schade op het moment van aankoop ontstaat, gaat men uit van de werkelijke waarde van het aandeel (de marktwaarde die het aandeel bij juiste en volledige informatie zou hebben gehad) op dat moment.²⁹⁰

Vanuit juridisch oogpunt is goed verdedigbaar om het moment waarop de misleiding wereldkundig wordt als ontstaansmoment van de schade aan te merken. De gedachte is dat zolang de misleiding nog niet bekend is en de inflatie nog niet uit de koers is verdwenen, voor de belegger nog

286. Op grond van art. 6:83 aanhef en onder b BW komt de schuldenaar bij een verbintenis tot schadevergoeding uit onrechtmatige daad of tekortkoming in de nakoming van een verbintenis in verzuim, wanneer de verbintenis niet terstond wordt nagekomen. ‘Terstond’ wil zeggen zodra de verbintenis opeisbaar is. De parlementaire geschiedenis koppelt de opeisbaarheid van de verbintenis tot schadevergoeding aan het moment van ontstaan van de schade: ‘Wanneer de vordering opeisbaar is, zal in de regel worden bepaald door de vraag wanneer de schade geacht moet worden te zijn geleden’, MvA II, *Parl. Gesch.*, p. 475.

287. Akkermans is kritisch over het standpunt van de wetgever en de benadering van de Hoge Raad (HR 17 oktober 1997, *NJ* 1998/508, m.nt. J.B.M. Vranken (Beelen/Advocaten), r.o. 3.8) dat de wettelijke rente ingaat op het moment waarop de schade ontstaat of ‘geacht moet worden te zijn geleden’. Om voor schadevaststelling bij arbeidsvermogensschade het thans in de praktijk gangbare (en door Akkermans wenselijk geachte) wettelijke renteregime te bereiken, is volgens hem in het geheel niet nodig dat de juridische fictie wordt gehanteerd dat de schade moet worden geacht te zijn geleden op het moment van de kapitalisatiedatum. Akkermans verdedigt een alternatieve oplossing via de route van het verzuimvereiste van art. 6:81 BW. Bij Akkermans’ oplossing staat niets eraan in de weg om de datum ongeval als ontstaansmoment van de schade aan te merken, terwijl hetzelfde materiële resultaat wordt bereikt als wetgever en Hoge Raad voor ogen staat. Zie ook de kritiek van Klaassen 1998, p. 5-26.

288. Vgl. in het kader van de schadevergoeding bij effectenlease Du Perron 2010, p. 66.

289. Zie Hakala 2006, p. 6.

290. Vgl. Spier 1998, p. 17.

geen rechtens relevante schade is ontstaan. De belegger is immers nog niet met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend, dus hij kan nog geen vordering tot schadevergoeding instellen.²⁹¹ Als de belegger wel met de misleiding en de koersinflatie bekend is, of althans, als de belegger vermoedt dat sprake is van misleiding (bijvoorbeeld omdat hij zijn huiswerk goed heeft gedaan en bepaalde informatie wantrouwd), kan hij de inflatie nog terugverdienen door op de beurs zijn aandeel te verkopen.²⁹² Binnen deze opvatting lijdt de belegger weliswaar een potentieel verlies door een kunstmatige hoge prijs voor zijn aandeel te betalen, maar dit verlies wordt niet aangemerkt als schade, omdat hij na aankoop in het bezit is van een aandeel met een marktwaarde gelijk aan de koopprijs.²⁹³ De schade manifesteert zich pas als de misleiding naar buiten komt.²⁹⁴

Beide keuzemomenten zijn denk ik verdedigbaar, maar de tweede optie heeft mijn voorkeur.²⁹⁵ Het standpunt dat schade kan ontstaan waarvan niemand in de wereld (behalve de aansprakelijke vennootschap zelf) zich bewust is en waarvan niemand het bestaan kent, spreekt immers niet aan. Hierbij wil ik niet verhullen dat mijn voorkeur mede wordt ingegeven door een beleidsoverweging. Mits voldoende geëxpliciteerd en gemotiveerd acht ik dat niet bezwaarlijk. Overigens ziet men in het aansprakelijkheidsrecht vaker dat bij het bepalen van het ontstaansmoment van de schade rechtspolitieke keuzes een rol spelen.²⁹⁶ Het ontstaansmoment van de schade wordt dan gebruikt om een bepaald – vanuit beleidsmatig oogpunt – wenselijk resultaat te bereiken. Het resultaat dat ik in dit geval wil bereiken, is dat jegens beleggers die hun aandeel verkopen voordat de misleiding bekend wordt (de beleggers dus die de kunstmatige inflatie *volledig* terugverdienen), geen aansprakelijkheid en dus geen verplichting tot het betalen van schadevergoeding wordt gevestigd. Dit resultaat bereikt men door het moment van bekendwording van de misleiding

291. Vgl. voor dit argument de verjaringsproblematiek bij de aansprakelijkheid van de werkgever voor door asbest veroorzaakte letselschade: HR 28 april 2000, *NJ* 2000/430, m.nt. A.R. Bloembergen (Erven Van Hese/De Schelde), r.o. 3.3.1 en HR 28 april 2000, *NJ* 2000/431, m.nt. A.R. Bloembergen (Erven Rouwhof/Eternit), r.o. 3.3.

292. Opgemerkt zij dat wanneer de belegger via een tip van een *insider* met de misleiding bekend is geraakt en hij naar aanleiding daarvan zijn aandeel tegen de geïnflateerde koers verkoopt, sprake kan zijn van handel met voorwetenschap. Dit laat ik voor het gemak even buiten beschouwing.

293. Ervan uitgaande dat de koers niet tussentijds is gewijzigd als gevolg van externe factoren.

294. Dit is ook de lijn die het Amerikaanse (Federaal) Hooggerechtshof (de 'US Supreme Court') koos in zijn bekende uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). In § 6.3.3 kom ik hier uitgebreid over te spreken.

295. De Jong is mij in dit standpunt voorgegaan, zie De Jong 2010, p. 121-123.

296. Zie hierover ook Spier 1998, p. 6-13.

HOOFDSTUK 5

als ontstaansmoment van de schade te kiezen. Bij de tussentijdse verkopers ontstaat dan immers geen schade.²⁹⁷

Wordt inderdaad voor het moment van bekendwording van de misleiding als ontstaansmoment van de schade gekozen, dan kan men het volgens mij zo stellen dat op het moment van aankoop tegen een geïnflateerde koers er een *potentiële beschadiging* in de vermogenspositie van de belegger optreedt. Pas als de misleiding naar buiten komt en de inflatie uit de koers loopt, verschiet de inflatie van kleur en krijgt zij het predicaat ‘schade’. Vanaf dat moment begint dus ook de wettelijke rente over de verschuldigde schadevergoeding te lopen. Een bijkomend voordeel van deze benadering is dat in beginsel voor alle beleggers het ontstaanstijdstip van de schade gelijk is en dat in beginsel voor alle beleggers op hetzelfde moment de wettelijke rente gaat lopen. Zou voor het tijdstip van aankoop als ontstaansmoment van de schade zijn gekozen, dan zou voor alle kopende beleggers een ander ontstaansmoment van de schade hebben te gelden en zou de wettelijke rente voor al deze beleggers op een ander moment ingaan.²⁹⁸ Dat zou de schadebegroting een stuk ingewikkelder maken.

Dit bijkomende voordeel moet overigens wel worden genuanceerd, want als de misleiding – in plaats van plotseling als gevolg van de corrigerende mededeling – geleidelijk bekend wordt (en de inflatie geleidelijk uit de koers verdwijnt),²⁹⁹ dan begint de schade al te ontstaan zodra de eerste eurocent

297. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de eindbeschikking van het Hof Amsterdam in het kader van het WCAM-verzoek met betrekking tot de Fortis-schikking: ‘De aandeelhouder die aandelen koopt én verkoopt in de periode waarin de koers in dezelfde mate te hoog is geweest leidt in beginsel (...) geen schade. In dat geval heeft de aandeelhouder de aandelen weliswaar tegen een te hoge koers gekocht, maar zijn deze eveneens tegen een overeenkomstig te hoge koers verkocht, zodat door de belegger alsdan geen koersverlies wordt geleden.’ (toevoeging en curs. *ACWP*), zie Hof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, *JOR* 2018/246, m.nt. I.N. Tzankova (*Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.*), r.o. 5.27. Heel precies geformuleerd had de laatste zinsnede als volgt moeten luiden: ‘zodat door de belegger *als gevolg van de misleiding* alsdan geen koersverlies wordt geleden’. Nagenoeg dezelfde overweging zoals zojuist geciteerd stond ook reeds in de tussenbeschikking, zie Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257, *JOR* 2018/10, m.nt. J.S. Kortmann (*Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.*), r.o. 8.8.

298. Ervan uitgaande dat de groep claimende beleggers bestaat uit beleggers die over het gehele tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht.

299. Met geleidelijke bekendwording wordt hier niet bedoeld het scenario waarin de misleiding door verschillende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* bekend wordt. Bedoeld wordt geleidelijke bekendwording van de ware toestand van de vennootschap, ofwel omdat sprake was van een lek waardoor handel met voorkennis en/of geruchtenvorming is ontstaan, ofwel omdat de markt *op eigen kracht* tot een correcte voorstelling van zaken is gekomen.

inflatie uit de koers loopt. Voor een theoretisch juiste schadebegroting zou men in dat geval van een samengestelde renteberekening moeten uitgaan, waarbij per tijdseenheid wordt gekeken over welk bedrag aan (uit de koers gelopen) koersinflatie wettelijke rente verschuldigd is. Dat is een bewerkelijke exercitie. Daarom acht ik het raadzaam om ook in het scenario waarin de misleiding geleidelijk bekend wordt, voor (het ingaan van) de wettelijke rente voor één enkel ontstaansmoment te kiezen, namelijk het moment waarop de volledige inflatie uit de koers is verdwenen.³⁰⁰ De consequentie van deze keuze is wel dat de benadeelde beleggers hierdoor een bedrag aan wettelijke rente mislopen, waarop zij op grond van de wet strikt genomen wel recht hebben. Aangezien het bedrag dat zij per individuele belegger aan wettelijke rente mislopen doorgaans gering zal zijn, acht ik dat niettemin verdedigbaar. De extra kosten die gemoeid zijn met het uitvoeren van een samengestelde renteberekening wegen hier mijns inziens niet tegenop. Het gaat bij de misgelopen wettelijke rente per individuele belegger maar om een klein bedrag, omdat het louter de wettelijke rente betreft die verschuldigd is over de periode die is gelegen tussen het moment waarop de misleiding uit de koers begint te lopen en het moment waarop de misleiding volledig bekend is. Wordt deze periode afgezet tegenover de totaalperiode waarover wettelijke rente verschuldigd is – de periode vanaf de voor de wettelijke rente gekozen ingangsdatum tot aan de datum waarop tot betaling van de schadevergoeding wordt overgegaan (vaak vele jaren na dato) – dan wordt duidelijk dat het maar om een relatief klein bedrag gaat. In de situatie waarin de misleiding geleidelijk bekend wordt en de inflatie geleidelijk uit de koers loopt, spelen verder vooral bewijsrechtelijke kwesties en niet zozeer materiële rechtelijke kwesties.

Een consequentie van mijn keuze om het moment waarop de misleiding bekend wordt als ontstaansmoment van de schade aan te merken, is dat in het scenario waarin de misleiding door middel van één enkele corrigerende mededeling bekend wordt, de tussentijdse verkopers geen schade lijden, jegens hen geen verplichting tot het betalen van schadevergoeding wordt gevestigd en zij dus volgens het wettelijke systeem ook geen recht hebben op vergoeding van wettelijke rente.³⁰¹ Dat betekent

300. Ik benadruk dat het mij bij deze peildatum louter om de ingangsdatum van de wettelijke rente gaat. Ik bedoel hier niet te zeggen dat bij geleidelijke bekendwording van de misleiding tussentijdse verkopers geen recht op schadevergoeding zouden hebben. Bij geleidelijke bekendwording van de misleiding hebben ook tussentijdse verkopers recht op schadevergoeding, namelijk voor dat deel dat zij aan kunstmatige inflatie hebben betaald en met hun tussentijdse verkoop niet meer konden terugverdienen. Zie § 5.5.2.2.

301. Zie over de positie van de tussentijdse verkopers ook § 5.5.2.3 voor het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert.

HOOFDSTUK 5

dat zij geen rentevergoeding krijgen over het bedrag aan koersinflatie dat zij als gevolg van de misleiding hebben moeten missen gedurende de periode dat zij het aandeel in hun portefeuille hadden. Dit terwijl ze in economische zin over dit bedrag wel schade hebben geleden. Hierbij moet bedacht worden dat sommige tussentijdse verkopers de aandelen misschien wel met geleend geld hebben gekocht. Toch acht ik deze uitkomst niet onredelijk. Ik zal dit toelichten wanneer ik hierna kom te spreken over de vraag of de beleggers die hun aandeel niet tussentijds hebben verkocht, recht hebben op vergoeding van het over het tijdvak van de misleiding gederfde rendement over het bedrag van de koersinflatie. En omdat de tussentijdse verkopers op grond van de wet geen recht hebben op vergoeding van wettelijke rente, ligt het evenmin voor de hand dat zij een vergoeding krijgen voor anderszins gederfd rendement over het bedrag van de koersinflatie (bij afwezigheid van de misleiding zouden zij het bedrag van de koersinflatie wellicht hebben geïnvesteerd in een belegging die achteraf heel goed bleek te renderen).

5.5.2.2 *Schadebegroting: peildatum en begrotingsmaatstaf*

a. Peildatum

Vervolgens is de vraag welke peildatum tot uitgangspunt moet worden genomen voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. In het Nederlandse schadevergoedingsrecht vallen het ontstaansmoment van de schade en de peildatum voor de schadevaststelling in de regel samen.^{302, 303} Er bestaat

302. In de regel zal het zo zijn dat het ontstaansmoment van de schade wordt bepaald door de peildatum die is gehanteerd bij de schadebegroting. Het ontstaansmoment en de peildatum vormen dus in de regel min of meer een 'twee-eenheid'. Zie in dit verband MvA II, *Parl. Gesch.*, p. 475: 'Wanneer de vordering tot schadevergoeding opeisbaar is, zal in de regel worden bepaald door de vraag wanneer de schade geacht moet worden te zijn geleden. *De wijze waarop zij begroot wordt kan daarbij van groot belang zijn.*' (curs. ACWP).

303. Zie ook het bekende Beelen/Advocaten-arrest: 'De wijze waarop wettelijke rente over het bedrag van een geldvordering tot schadevergoeding moet worden berekend, hangt *in belangrijke mate* af van de wijze waarop de schade door de rechter wordt begroot. De wijze van begroting bepaalt immers op welk tijdstip de betreffende schade geacht moet worden te zijn geleden' (curs. ACWP), HR 17 oktober 1997, *NJ* 1998/508, m.nt. J.B.M. Vranken (Beelen/Advocaten), r.o. 3.8. Zie hierover kritisch Akkermans 1998, p. 59-60.

echter geen enkele noodzaak om aan deze regel strak vast te houden.³⁰⁴ In de literatuur is bepleit dat het dogmatisch vasthouden aan deze regel gewrongen juridische constructies in de hand werkt en aanleiding kan geven tot het hanteren van overbodige juridische ficties.³⁰⁵ Ook bij de schadevaststelling bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtiging pleit ik ervoor om de regel los te laten en om de peildatum dus niet te laten samenvallen met het ontstaansmoment van de schade (althans, voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*). De meest voor de hand liggende peildatum voor de schadevaststelling voor de laatstgenoemde beleggers is namelijk het moment van aankoop en *niet* het moment van de bekendwording van de misleiding. Het verwijt dat deze beleggers de vennootschap maken komt er immers in de kern op neer dat zij – als gevolg van de misleiding – *op het moment van aankoop* te veel voor hun aandeel hebben betaald. Het bij de schadevaststelling aanknopen bij het moment van aankoop acht ik ook in overeenstemming met de gedachte dat er op dat moment een potentiële *beschadiging* in de vermogenspositie van de belegger optreedt ter hoogte van het bedrag van de koersinflatie (zoals ik al opmerkte, krijgt de potentiële beschadiging pas het predicaat schade als de misleiding bekend wordt). Het is de omvang van deze potentiële beschadiging die bij de schadevaststelling wordt gemeten. Dit wil uiteraard niet zeggen dat ook de volledige koersinflatie op het moment van aankoop voor vergoeding in aanmerking komt. Daarvoor is vereist dat dit bedrag op de voet van art. 6:98 BW (volledig) aan de vennootschap kan worden toegerekend (zie § 5.5.2.3).

Volledigheidshalve wijs ik erop dat zolang de marktwaarde van de misleidende informatie niet fluctueert en de kunstmatige koersinflatie

304. Zo betoogt Klaassen dat bij de schadevaststelling van (in de toekomst periodiek te lijden) arbeidsvermogensschade geen enkele noodzaak bestaat om de fictie te hanteren dat de schade ontstaat of geacht moet worden te zijn geleden op het moment van de peildatum. Volgens haar is er geen enkel bezwaar om simpelweg te aanvaarden dat reeds bij voorbaat een opeisbare verbintenis tot vergoeding van toekomstige (thans nog niet ingetreden) schade kan bestaan en wel vanaf de peildatum. Zie Klaassen 1998, p. 14-17.

305. Akkermans benadert de problematiek van schadevaststelling bij arbeidsvermogensschade iets anders dan Klaassen (Akkermans opteert voor een zogenoemde ‘januskop-benadering’), maar verzet zich evenals Klaassen ook tegen het hanteren van juridische ficties. Om het in de praktijk gangbare (en door Akkermans wenselijk geachte) wettelijke rente-regime te bereiken zijn deze juridisch ficties volgens Akkermans onnodig. Zie Akkermans 1998, p. 51-71.

HOOFDSTUK 5

over het (grootste deel van het)³⁰⁶ tijdvak van de misleiding derhalve constant is, het natuurlijk niet uitmaakt welk tijdstip bij de schadevaststelling tot uitgangspunt wordt genomen.³⁰⁷ Of nu wordt aangeknoopt bij het moment waarop de belegger zijn aandeel koopt of bij het moment waarop de misleiding bekend wordt, op beide tijdstippen wordt hetzelfde bedrag aan koersinflatie gemeten.³⁰⁸ In de praktijk komt het echter niet zelden voor dat de marktwaarde van de misleidende informatie juist wel fluctueert doordat aan de misleiding externe factoren erop inwerken. Gedacht kan worden aan het voorbeeld van de te rooskleurig voorgestelde (bewezen) voorraad oliereserves en de fluctuerende olieprijs of aan het voorbeeld van de te rooskleurig voorgestelde opbrengsten van een technologie die door de uitvinding van een concurrent plotseling veroudert.³⁰⁹ Wijzigt (als gevolg van een fluctuerende marktwaarde van de misleidende informatie) de omvang van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding, dan maakt het natuurlijk wel uit welk tijdstip als peildatum wordt gekozen. Neemt de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) af, dan zal een hoger schadebedrag worden gemeten wanneer het moment van aankoop als peildatum wordt gekozen, dan wanneer voor het moment van bekendwording van de misleiding wordt gekozen. Neemt de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) toe, dan geldt uiteraard precies het omgekeerde. De keuze van de peildatum is dus bepalend voor de hoogte van het vast te stellen schadebedrag.

b. Schadebegrotingsmaatstaf

Staat de peildatum vast, dan is vervolgens de vraag welke begrotingsmaatstaf bij de schadevaststelling moet worden gehanteerd.³¹⁰ Deze maatstaf ligt

306. Ook wanneer de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding constant is, hoeft het niet noodzakelijkerwijs zo te zijn dat de koersinflatie over het *gehele* tijdvak van de misleiding constant is. Denkbaar is namelijk dat de misleiding voortijdig uitlekt of dat de markt *op eigen kracht* voortijdig tot een correcte voorstelling van zaken komt, waardoor – meestal aan het eind van het tijdvak van de misleiding – de koersinflatie geleidelijk in omvang zal afnemen.

307. Bedoeld wordt dat een keuze voor een van de peildata niet uitmaakt voor de schadevaststelling. Voor de eerdergenoemde vermogensrechtelijke gevolgen maakt de keuze natuurlijk wel verschil.

308. Ook in de situatie waarin de misleiding geleidelijk bekend wordt en de kunstmatige koersinflatie daardoor geleidelijk afneemt, wordt bij een constante marktwaarde van de misleidende informatie bij beide peildata hetzelfde bedrag aan koersinflatie gemeten. De enige nuancering die moet worden aangebracht, is dat wanneer voor het moment van bekendwording van de misleiding als peildatum wordt gekozen, er eigenlijk geen sprake is van een *peildatum*, maar van een *peilperiode*. De misleiding komt dan immers geleidelijk naar buiten.

309. Zie het vijfde scenario zoals beschreven in hoofdstuk 4.

310. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 121-131.

besloten in de methode van vermogensvergelijking die volgens vaste rechtspraak bij schadevaststelling moet worden uitgevoerd.³¹¹ De vermogenspositie van de benadeelde zoals deze feitelijk is nadat de normschending heeft plaatsgevonden moet worden vergeleken met de vermogenspositie van de benadeelde zoals deze zou zijn geweest in de hypothetische situatie waarin de normschending was uitgebleven. Vertaald naar de context van aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving komt deze maatstaf erop neer dat (i) de marktwaarde van het gekochte aandeel *uitgaande van de situatie waarin de verstrekte informatie juist en volledig was*, wordt vergeleken met (ii) de marktwaarde die het aandeel zou hebben gehad wanneer *juiste en volledige informatie zou zijn verstrekt*.³¹²

Ad (i) De marktwaarde van het aandeel uitgaande van de situatie waarin de verstrekte informatie juist en volledig was, is niets anders dan de koers waartegen de belegger het aandeel op de (primaire of secundaire) markt heeft gekocht. De markt was immers niet bekend met de misleiding, dus zij heeft het aandeel geprijsd *alsof* de gepubliceerde informatie juist en volledig was. De belegger was evenmin met de misleiding bekend (althans, daar gaan we van uit) en mocht daarom van de zuiverheid van deze marktprijs uitgaan. Verder is van belang dat bij (de handel in) beursgenoteerde aandelen de marktprijs voor de individuele belegger een vaststaand gegeven is en dat daarover niet wordt onderhandeld. De prijs die de belegger voor het aandeel betaalt is daarom altijd gelijk aan de marktprijs.

Ad (ii) De marktwaarde die het aandeel zou hebben gehad als juiste en volledige informatie zou zijn verstrekt, is niets anders dan de intrinsieke waarde (ook wel genoemd: *fair value*) van het aandeel op het moment van aankoop. De belegger was op dat moment echter nog niet met de misleiding bekend en daarom was deze intrinsieke waarde voor hem toen nog gelijk aan de marktwaarde.

Hieruit volgt dat de schadebegrotingsmaatstaf gelijk is aan het verschil tussen de prijs die de belegger op de markt voor het aandeel heeft betaald en

311. Zie onder meer HR 18 januari 2002, *NJ* 2002/168 (Interplant/Oldenburger), r.o. 3.3; HR 28 maart 2003, *NJ* 2003/389 (V./Branderhorst), r.o. 3.3; HR 11 januari 2013, *NJ* 2013/48 (VOF Gebr. Griffioen e.a./De Groot), r.o. 3.5; en zie in het kader van beleggingsschade HR 3 februari 2012, *JOR* 2012/116, m.nt. S.B. van Baalen (Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht U.A./X), r.o. 3.9.1-3.9.2. Zie over de methode van vermogensvergelijking ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 31; Lindenberg 2020 (Mon. BW B34), nr. 10; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 5. Zie ook reeds Bloembergen 1965, nr. 12-14.

312. Vgl. de toepasselijke schadebegrotingsmaatstaf uit het arrest HR 28 januari 1977, *NJ* 1978/174, m.nt. A.R. Bloembergen (Van de Weijert/Nieuwkoop) voor het geval bij een koopovereenkomst ondeugdelijke roerende zaken worden geleverd: de schade van de koper bestaat in het algemeen uit het verschil tussen de waarde van de verschuldigde zaak en de waarde van de geleverde zaak. Zie hierover Asser/Hijma 2019 (7-I), nr. 653.

HOOFDSTUK 5

de intrinsieke waarde van het aandeel.³¹³ Het gaat hier om een ondergrens van het totale schadebedrag (of nauwkeuriger gezegd: om een ondergrens in de omvang van de potentiële *beschadiging* die optreedt in de vermogenspositie van de belegger), want goed denkbaar is dat de belegger bovenop het bedrag van de kunstmatige koersinflatie nog meer schade lijdt. Deze schade kan bijvoorbeeld bestaan uit gederfd rendement dat de belegger over het tijdvak van de misleiding zou hebben behaald, wanneer hij bij afwezigheid van de misleiding het bedrag van de koersinflatie in een ander beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd. Als de belegger een zodanig gederfd rendement kan aantonen (hetgeen geen sinecure is), is natuurlijk wederom de vraag of dat de vennootschap op de voet van art. 6:98 BW (volledig) kan worden toegerekend (zie § 5.5.2.3).

c. Correctie bij tussentijdse verkopen

Indien de misleiding niet door middel van één enkele corrigerende mededeling, maar in plaats daarvan geleidelijk bekend wordt waardoor de koersinflatie geleidelijk uit de koers loopt, is ook bij de tussentijdse verkopers sprake van rechtens relevante schade.³¹⁴ Met ‘tussentijdse verkopers’ doel ik op de beleggers die hun aandeel verkopen voordat de misleiding volledig bekend is (en de inflatie volledig uit de koers is gelopen). Voor deze beleggers moet in het kader van de schadevaststelling uiteraard nog een correctie worden aangebracht. Als de belegger namelijk zijn aandeel verkoopt voordat de misleiding volledig bekend is, verdient hij nog een deel van de koersinflatie terug.³¹⁵ Men zou ook kunnen zeggen dat de belegger niet alleen door de misleiding wordt benadeeld, maar daarvan tevens gedeeltelijk

313. Vgl. in dit verband de uitspraken Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd), r.o. 5.37 en Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022, r.o. 2.54 (beide uitspraken betreffen de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.).

314. De reden voor het geleidelijk bekend worden van de misleiding (en het dientengevolge geleidelijk uit de koers lopen van de koersinflatie), kan ofwel zijn de aanwezigheid van een lek waardoor handel met voorkennis (eventueel in combinatie met geruchtevorming) ontstaat, ofwel het door de markt *op eigen kracht* tot een correcte voorstelling van zaken komen vóór het moment van publicatie van de officiële corrigerende mededeling.

315. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de eindbeschikking van het Hof Amsterdam in het kader van het WCAM-verzoek met betrekking tot de Fortis-schikking: ‘De aandeelhouder die aandelen koopt én verkoopt in de periode waarin de koers in dezelfde mate te hoog is geweest leidt in beginsel (...) geen schade. In dat geval heeft de aandeelhouder de aandelen weliswaar tegen een te hoge koers gekocht, maar zijn deze eveneens tegen een overeenkomstig te hoge koers verkocht, zodat door de belegger alsdan geen koersverlies wordt geleden.’ (toevoeging en curs. *ACWP*), zie Hof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, *JOR* 2018/246, m.nt. I.N. Tzankova (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.), r.o. 5.27. Heel precies geformuleerd had de laatste zinsnede als volgt moeten luiden: ‘zodat door de belegger *als gevolg van de misleiding* alsdan geen

profiteert. De toe te passen correctie is eenvoudig. Op het via de (hierboven uiteengezette) begrotingsmaatstaf vastgestelde schadebedrag moet voor de tussentijdse verkopers simpelweg de door hen terugverdiende koersinflatie in mindering worden gebracht.³¹⁶

Het is van belang te benadrukken dat de schade van de tussentijdse verkopers slechts bestaat uit dat deel van de koersinflatie dat *als gevolg van de geleidelijke bekendwording van de misleiding* uit de koers is gelopen. De koersinflatie kan namelijk ook afnemen doordat de marktwaarde van de misleidende informatie afneemt omdat externe factoren op de misleiding inwerken (vgl. te rooskleurig voorgestelde hoeveelheid oliereserves in combinatie met een fluctuerende olieprijs). Uitgaande van de door mij gekozen benadering voor het ontstaansmoment van de schade (de schade ontstaat pas wanneer en voor zover de misleiding naar buiten komt), vormt de laatstgenoemde afname van de koersinflatie echter geen rechtens relevante schade. Dat deel van de afgenomen koersinflatie behoort dus ook niet in het schadebedrag van de tussentijdse verkopers tot uitdrukking te komen.³¹⁷ Voor het scenario van een fluctuerende marktwaarde van de misleidende informatie en de complicaties die dat verder met zich brengt, verwijs ik naar § 5.5.2.3.

Overigens wijs ik erop dat het aanbrengen van de bedoelde correctie voor tussentijdse verkopers zich gemakkelijk laat oplossen via de schadevaststelling, maar dat dit niet de enige route is. Het in mindering brengen van de (via een tussentijdse verkoop) terugverdiende koersinflatie op het schadebedrag is ook te bereiken via het leerstuk van voordeelsverreke-

koersverlies wordt geleden'. Nagenoeg dezelfde overweging zoals zojuist geciteerd stond ook reeds in de tussenbeschikking, zie Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257, *JOR* 2018/10, m.nt. J.S. Kortmann (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.), r.o. 8.8.

316. Zie in dit verband ook Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022 (Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.), r.o. 2.51. De volgende zin uit deze rechtsoverweging acht ik overigens onjuist: 'Eerst indien deze schade van DDM niet voor vergoeding in aanmerking komt (...), zal de aan Van Gelderen te vergoeden schade moeten worden verminderd met het bedrag waarvoor hij als aandeelhouder van DDM mogelijk heeft geprofiteerd van de te hoge koopprijs.' (*curs. ACWP*)

317. Eventueel kan men ervoor kiezen om het deel van het koersverlies van de tussentijdse verkopers dat is toe te schrijven aan een afnemende koersinflatie veroorzaakt door een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie, wel mee te nemen in het schadebedrag, maar dat koersverlies vervolgens *niet* voor vergoeding in aanmerking te laten komen omdat dat deel van de schade niet op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend.

HOOFDSTUK 5

ning (art. 6:100 BW).^{318, 319} De te volgen redenering bestaat dan uit twee stappen. Ten eerste kan men zeggen dat de schade bestaande uit de betaalde koersinflatie en het voordeel bestaande uit de terugverdiende koersinflatie voortvloeien uit dezelfde gebeurtenis, namelijk de misleiding.³²⁰ Ten tweede kan men beredeneren dat het tevens *redelijk* is de (later) terugverdiende koersinflatie met de (eerder) betaalde koersinflatie te verrekenen.³²¹ Behoudens het leerstuk van voordeelsverrekening zou eventueel ook nog voor het toerekeningsverband van art. 6:98 BW kunnen worden geopteerd. De redenering bij deze optie is dat het slechts redelijk is het bedrag van de betaalde koersinflatie aan de vennootschap toe te rekenen, voor zover de koersinflatie niet is terugverdiend via een tussentijdse verkoop.³²²

d. Ter vergelijking schadebegrotingsmaatstaf bij aandelenverkoop in besloten verhoudingen

Voor een goed begrip van de hier besproken schadeproblematiek is het de moeite waard de toepasselijke schadebegrotingsmaatstaf bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving te vergelijken met de maatstaf die wordt gehanteerd bij geschillen over *Share Purchase Agreements* (SPA) in besloten verhoudingen.³²³ Wanneer bij een aandelenverkoop

318. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 57-58.

319. Bij mijn beschouwing in § 5.5.2.1 over het ontstaansmoment van de schade koos ik ervoor een eventuele discussie over voordeelsverrekening de pas af te snijden. Betoogd werd dat vanwege het aanmerken van het moment van bekendwording van de misleiding als ontstaansmoment van de schade, aan het leerstuk van voordeelsverrekening niet meer werd toegekomen. Deze redenering gaat hier niet op. Het verschil met de situatie in § 5.5.2.1 is namelijk dat er thans *wel* sprake is van rechtens relevante schade. Dit omdat de misleiding reeds gedeeltelijk bekend is geworden en er dientengevolge reeds inflatie uit de koers is gelopen.

320. Zoals bekend is de Hoge Raad in het arrest Tennen TSO B.V. e.a./ABB B.V. e.a. teruggekomen van de strenge uitleg die hij voorheen gaf aan het begrip 'dezelfde gebeurtenis' in de zin van art. 6:100 BW. Volgens zijn nieuwe uitleg behelst het vereiste van 'dezelfde gebeurtenis' niets anders dan dat tussen de normschending en het gestelde voordeel een *condicio sine qua non*-verband bestaat, aldus HR 8 juli 2016, ECLI:NL:HR:2016:1483, *NJ* 2017/262, m.nt. S.D. Lindenbergh en J.S. Kortmann (TenneT TSO B.V. e.a./ABB B.V. e.a.).

321. Vgl. in dit verband de arresten HR 29 april 2011, *NJ* 2013/ 40, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2013/41 (Van der Heijden/Dexia Bank Nederland N.V.) en HR 3 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:164, *NJ* 2017/146, m.nt. Tjong Tjin Tai (Dexia Nederland B.V./De Vries).

322. De Jong noemt – onder verwijzing naar HR 4 december 2009, *NJ* 2010/67, m.nt. M.R. Mok (Nabbe/Staalbankiers BV) – ook nog de relativiteit als instrument om de schadevergoeding van de tussentijdse verkopers te beperken, De Jong 2010, p. 58.

323. Zie over schadevaststelling bij het schenden van garanties in overnamecontracten uitgebreid Strik 2004, p. 407-414. Zie in dit verband bijvoorbeeld ook het interessante vonnis Rb. Noord-Nederland 16 oktober 2013, ECLI:NL:RBNNE:2013:6292 (MK Technische Handelsgroep B.V./B. Beheer B.V.), r.o. 4.11.

een in de SPA overeengekomen garantie over vooraf verstrekte informatie wordt geschonden (gedacht kan worden aan een door de verkoper afgegeven balansgarantie), kan men niet zonder meer zeggen dat de schade gelijk is aan het verschil tussen de betaalde overnameprijs en de intrinsieke waarde van de aandelen (de waarde als juiste en volledige informatie zou zijn verstrekt). Het essentiële verschil tussen een transactie op de beurs en een overnametransactie in besloten verhoudingen is dat bij de laatstgenoemde transactie de marktprijs geen gegeven is en dat hierover tussen koper en verkoper wordt onderhandeld. Hierdoor is de overeengekomen overnameprijs doorgaans niet gelijk aan de marktprijs van de aandelen (als een objectieve marktprijs überhaupt bestaat; in besloten verhoudingen is dat geen vanzelfsprekendheid). De overeengekomen koopprijs zal mede afhangen van de onderlinge krachtsverhoudingen en de onderhandelingscapaciteiten van de contractspartijen. Ook zal de koopprijs afhangen van de synergievoordelen die de koper met de overname verwacht te behalen. Zijn de verwachte synergievoordelen groot, dan zal de koper bereid zijn een hogere overnameprijs te betalen dan wanneer de verwachte voordelen gering zijn. Hierbij is van belang dat deze synergievoordelen in beginsel louter de (vermogens)positie van de individuele koper betreffen en niet of nauwelijks samenhangen met de (objectieve) marktprijs van de desbetreffende aandelen. De omstandigheid dat bij een SPA de koopprijs meestal niet overeenkomt met de marktprijs, is van invloed op de wijze van schadebegroting die wordt gehanteerd indien een garantie uit de SPA wordt geschonden. Heeft de koper slecht onderhandeld of was hij om andere redenen bereid een prijs voor de aandelen te betalen die ver boven de marktprijs uitging, dan zal dit op negatieve wijze van invloed zijn op de hoogte van het schadebedrag. Heeft de verkoper daarentegen slecht onderhandeld of was de verkoper om andere reden bereid de aandelen voor een (ten opzichte van de objectieve marktprijs) lage prijs van de hand te doen,³²⁴ dan zal dit op positieve wijze van invloed zijn op het schadebedrag. Ik zal dit toelichten aan de hand van twee voorbeelden.

Vennootschap A en vennootschap B sluiten een overnameovereenkomst voor de verkoop van A's dochtervennootschap C. De overeengekomen overnameprijs bedraagt € 100.000 en A heeft aan B een balansgarantie afgegeven waarin de juistheid van de jaarcijfers van C wordt gegarandeerd. Aangenomen wordt dat B slecht heeft onderhandeld en dat de marktwaarde van C uitgaande van de juistheid van de gegarandeerde cijfers slechts € 80.000 bedraagt. Enige tijd na levering van de aandelen blijkt dat C er veel minder goed voor staat dan vooraf werd voorgespie-

324. De verkoper verkeerde bijvoorbeeld in financiële nood, zodat hij op het moment van de verkoop niet in staat was de objectieve marktprijs te realiseren.

HOOFDSTUK 5

geld. Er blijken lijken in de kast te liggen, waardoor de aandelen in C werkelijkheid maar € 50.000 waard zijn. Wanneer vennootschap B vennootschap A vervolgens aanspreekt uit hoofde van wanprestatie en schadevergoeding vordert in de vorm van een koopprijsaanpassing,³²⁵ moet de schade mijns inziens worden begroot op een bedrag van $(80.000 - 50.000 =) € 30.000$ en niet op een bedrag van $(100.000 - 50.000 =) € 50.000$.³²⁶ Het slechte onderhandelingsresultaat van B ten bedrage van € 20.000 (het verschil tussen de marktprijs uitgaande van de juistheid van de gegarandeerde en de overeengekomen overnameprijs) ligt in B's eigen risicosfeer en ik acht het onjuist om dit bedrag aan te merken als schade.³²⁷

Het tweede voorbeeld gaat uit van dezelfde casuspositie als het eerste, met dien verstande dat B dit keer erg goed heeft onderhandeld en dat de marktwaarde van C uitgaande van de juistheid van de gegarandeerde jaarcijfers € 120.000 bedraagt. Wanneer vennootschap B vennootschap A aanspreekt uit hoofde van wanprestatie, moet de schade in dit geval worden begroot op een bedrag van $(120.000 - 50.000 =) € 70.000$ en niet op een bedrag van $(100.000 - 50.000 =) € 50.000$. Het goede onderhandelingsresultaat van B mag hem in het kader van de schadevaststelling mijns inziens niet worden tegengeworpen. Overigens zou men in dit voorbeeld ook kunnen spreken van een abstracte wijze van schadevaststelling. Zou namelijk puur gekeken worden naar het bedrag dat B als gevolg van de ondeugdelijke informatievervalsing door A extra heeft moeten lenen (of het bedrag waarmee – gemeten naar het moment van aankoop – zijn bankrekeningsaldo dientengevolge is verslechterd), dan zou men wel uitkomen op het bedrag van € 50.000 (de zogenoemde 'out-of-pocket'-maatstaf). Het verschil van € 20.000, het bedrag dat het goede onderhandelingsresultaat vertegenwoordigt, bevindt zich – om met Hijma te spreken –³²⁸ 'in dezelfde abstractiesfeer als de bepaling van art. 7:36 BW', het artikel dat van toepassing zou zijn geweest als de SPA zou zijn ontbonden.

325. Opgemerkt zij dat vernietiging van de overeenkomst op grond van dwaling bij SPA's in de praktijk meestal wordt uitgesloten.

326. Voor het gemak wordt geabstraheerd van allerlei externe ontwikkelingen die zich na het sluiten van de overeenkomst kunnen voordien en die (als ze zich inderdaad voordoen) in de praktijk altijd bij de schadevaststelling zullen worden betrokken.

327. Wordt het bedrag wel aangemerkt als schade, dan kan hetzelfde resultaat worden bereikt door het bedrag van de schadevergoeding te beperken op grond van art. 6:98 BW.

328. Asser/Hijma 2019 (7-I), nr. 650.

5.5.2.3 *Welke schade kan aan de vennootschap worden toegerekend?*

Het schadebedrag dat via de beschreven wijze van schadebegroting is vastgesteld, komt niet noodzakelijkerwijs volledig voor vergoeding in aanmerking. De beleggers hebben slechts recht op vergoeding van de schade die de vennootschap naar de maatstaven van art. 6:98 BW redelijkerwijs kan worden toegerekend. Het vastgestelde schadebedrag bestaat uit twee componenten. In de eerste plaats gaat het om de kunstmatige koersinflatie op het tijdstip van aankoop en in de tweede plaats gaat het om de koerswinst die de belegger over het tijdvak van de misleiding had kunnen behalen wanneer hij het bedrag van de koersinflatie alternatief zou hebben belegd. Bij beide schadeposten speelt de vraag in welke mate de schade aan de vennootschap kan worden toegerekend. Voor de eerstgenoemde schadecomponent behandel ik de toerekeningsvraag hierna *sub a*, voor de laatstgenoemde schadecomponent behandel ik de toerekeningsvraag hierna *sub f*.

a. Toerekening koersinflatie als de marktwaarde van de misleidende informatie fluctueert

Een belangrijke toerekeningsvraag die speelt bij (de vergoeding van) de schade bestaande uit de betaalde koersinflatie op het moment van aankoop, is in welke mate de schade kan worden toegerekend wanneer onder invloed van een fluctuerende marktwaarde van de misleidende informatie de omvang van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert.³²⁹ Uitgaande van de beschreven schadebegrotingsmethodiek speelt deze vraag alleen wanneer de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding *afneemt*. De vraag die dan moet worden beantwoord is of het volledige bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop voor vergoeding in aanmerking komt, of dat slechts het kleinere bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt. De vraag speelt in beginsel niet wanneer de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*. Bij de beschreven wijze van schadevaststelling wordt immers het tijdstip van aankoop als peildatum gekozen. Dus ook al neemt de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toe, nog steeds wordt het lagere bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop gemeten en in principe is dus niet meer de vraag aan de orde of het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding aan de vennootschap kan worden toegerekend. Dit laatste is alleen anders wanneer de eisende beleggers er zelf voor kiezen het moment van bekendwording van de

329. Zie over deze vraag in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 183-186.

HOOFDSTUK 5

misleiding als peildatum te hanteren en aldus het hogere bedrag aan koersinflatie als schadevergoeding vorderen. Voor deze laatste situatie verwijs ik naar § 5.5.2.4. Bij de beantwoording van de hier besproken toerekeningsvraag ga ik gemakshalve ervanuit dat zich niet de situatie voordoet waarbij de misleiding geleidelijk bekend wordt waardoor om *die* reden de inflatie uit de koers loopt. Aangenomen wordt dat de enige reden waarom de inflatie uit de koers loopt is gelegen in interferentie van (aan de misleiding) externe factoren met de misleidende informatie. Deze aanname is nuttig, omdat in het scenario waarin de misleiding geleidelijk bekend wordt vooral bewijsrechtelijke kwesties spelen. Bij het fluctueren van de marktwaarde van de misleidende informatie gaat het echter vooral om een materieelrechtelijke kwestie. Deze komt beter tot zijn recht wanneer de bewijsrechtelijke complicaties even buiten beschouwing worden gelaten.

De vraag of bij een afnemende koersinflatie veroorzaakt door een interferentie van de misleidende informatie met (aan de misleiding) externe factoren, de volledige koersinflatie op het moment van aankoop, of slechts de (resterende) koersinflatie op het moment van de corrigerende mededeling aan de vennootschap kan worden toegerekend, kan gemakkelijk worden beantwoord aan de hand van een financieel-economisch getinte argumentatie. Ik zal eerst de financieel-economische redenering geven en deze vervolgens juridisch inkleden. Om de redenering enigszins tot de verbeelding te laten spreken kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een Nederlandse vennootschap die haar afzetmogelijkheden in Amerika te mooi heeft voorgespiegeld, als gevolg waarvan de koers is geïnflateerd (om maar eens een ander voorbeeld dan de te gunstig voorgestelde voorraad oliereserves te geven). Als deze vennootschap al haar Amerikaanse export in dollars afrekenet en het valutarisico niet afdekt via *hedging*,³³⁰ dan leidt een fluctuerende dollarkoers tot een toef of afname van de marktwaarde van de misleidende informatie. Daalt de koers van de dollar, dan zal daardoor de koersinflatie afnemen. Stijgt de koers van de dollar, dan zal de koersinflatie toenemen. Als een belegger een aandeel in deze vennootschap koopt, is hij ermee bekend, of althans behoort hij ermee bekend te zijn, dat de vennootschap vanwege haar omvangrijke export naar Amerika een enorme dollar *exposure* heeft. Door aankoop van het aandeel aanvaardt de belegger alle aan het aandeel verbonden (algemene) beleggingsrisico's – uiteraard voor zover deze aan de markt bekend zijn – en dus ook de aan het aandeel verbonden valutarisico's. Vanuit ex-ante perspectief heeft de belegger evenveel kans om van een dollarstijging te profiteren, als dat hij kans

330. *Hedging* is het afdekken van het risico van een investering of belegging door middel van een andere investering of belegging.

heeft om van een daling van de dollar nadeel te ondervinden.³³¹ De belegger zou koerswinst hebben behaald wanneer als gevolg van een stijgende dollarkoers de waarde van de Amerikaanse afzetmogelijkheden van de vennootschap zou zijn toegenomen. Misschien was het deze belegger bij zijn aankoop juist wel om deze dollar *exposure* te doen. Als nu bij een dalende dollarkoers en een afnemende koersinflatie het volledige bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop als schadevergoeding wordt uitgekeerd, krijgt de belegger eigenlijk een soort (gedeeltelijke) verzekering voor valutarisico's in de schoot geworpen. Immers, als de dollar stijgt, profiteert de belegger daarvan en als de dollar daalt, wordt hij via zijn vordering tot schadevergoeding (gedeeltelijk) voor het verlies gecompenseerd. Het schadevergoedingsrecht is er echter niet voor bedoeld om als een verzekeringspolis voor valutarisico's te fungeren en dat pleit ervoor om slechts het lagere bedrag van de resterende koersinflatie als schadevergoeding toe te kennen.

Meer juridisch zou men kunnen zeggen dat de primaire oorzaak van de afname van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is gelegen in een dalende dollarkoers en niet in de misleiding zelf. Voor zover de koersinflatie op het moment van aankoop de koersinflatie op het moment van de corrigerende mededeling overstijgt, vormt voor dat bedrag aan koersinflatie de misleiding geen voldoende nabije oorzaak en dat pleit ervoor dat bedrag niet voor vergoeding in aanmerking te laten komen.³³² Ook de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm* wijst in deze richting. De effectenrechtelijke informatieverplichtingen hebben als doelstelling de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen en strekken ertoe beleggers adequaat – dat wil zeggen: tijdig, volledig en correct – te informeren.³³³ Zij strekken er niet toe beleggers te beschermen tegen algemene beleggingsrisico's en evenmin om beleggers

331. Vgl. voor deze redenering Ferrel & Saha 2007, p. 172.

332. Vgl. De Jong 2010, p. 183-184. Zie in dit verband ook Fox 2005b, p. 1574-1575.

333. Zie over de doelstelling en strekking van de informatieverplichtingen afkomstig uit de Prospectusverordening (Verordening (EU) 2017/1129 (*PbEU* 2017, L 168/12)) met name de overwegingen 3, 4, 5, 7, 27, 83 en 87 van de considerans van deze verordening. Zie over de doelstelling en strekking van de informatieverplichtingen afkomstig uit de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L 390/38), zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2013/50/EG (*PbEU* 2013, L294/13)) met name de overwegingen 1, 5, 27, 36 en 41 van de considerans van deze richtlijn. En zie over de doelstelling en strekking van de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap en het informatiemanipulatieverbod, beide afkomstig uit de verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)), art. 1 van deze verordening en de overwegingen 2, 8, 24, 47, 49, 55 en 57 van de considerans van deze verordening. Dat ook de publicatieverplichting tot voorwetenschap en het informatiemanipulatieverbod als doelstelling hebben c.q. ertoe strekken de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen, komt in de

HOOFDSTUK 5

een soort gratis verzekeringspolis te verschaffen. Behoudens financieel-economische overwegingen, pleiten dus ook de (juridische) toerekeningsfactoren *verwijderdheid van de schade* en *strekking van de geschonden norm* ervoor slechts het bedrag van de resterende koersinflatie voor vergoeding in aanmerking te laten komen.

Volledigheidshalve merk ik nog op dat het beperken van de schadevergoeding tot het bedrag van de resterende koersinflatie vanzelfsprekend ook gevolgen heeft voor de (te vergoeden) wettelijke rente. Het bedrag waarmee de koersinflatie op het moment van aankoop de koersinflatie op het moment van de corrigerende mededeling overstijgt, komt immers niet voor vergoeding in aanmerking, voor dit bedrag wordt dus geen verbin-tenis tot schadevergoeding gevestigd en derhalve is over dit bedrag ook geen wettelijke rente verschuldigd. En omdat over dit bedrag aan koers-inflatie volgens de wet geen wettelijke rente is verschuldigd, moet de conclusie denk ik zijn dat over dit bedrag ook geen vergoeding voor anderszins gederfd rendement is verschuldigd. Dit terwijl de belegger over het bedrag van dit stukje koersinflatie misschien elders wel een mooi rendement had kunnen behalen.

Twee getallenvoorbeelden

Ter illustratie geef ik nog twee concrete voorbeelden waarmee duidelijk wordt dat de zojuist geformuleerde regel dat de koersinflatie wordt gemaximeerd op het bedrag van de resterende koersinflatie in de praktijk redelijk – althans, niet onredelijk – uitpakt.

Voorbeeld 1. Een belegger koopt voor € 100 een aandeel in een vennootschap waarvan de koers als gevolg van fraude kunstmatig is geïnfleteerd. In werkelijkheid is het aandeel maar € 50 waard, dus de belegger betaalt € 50 te veel. Als gevolg van negatieve marktontwikkelingen dalen alle aandelen in de sector waarvan de vennootschap deel uitmaakt in korte tijd met 50%. Na deze terugval heeft het litigieuze aandeel dus nog maar een marktwaarde van € 50. Als na enige tijd de rust weer is teruggekeerd, komt de vennootschap met de fraude naar buiten. Als gevolg van deze corrigerende mededeling keldert de koers meteen naar € 25. Welk schadebedrag kan de vennootschap redelijkerwijs worden toegerekend

verordening Marktmissbruik overigens niet helemaal uit de verf. In de literatuur is hier dan ook wel discussie over. Zie onder meer Hoff 2016, p. 507-509; Kristen 2018, p. 38-41; Stevens 2018, p. 227-229. En zie over deze discussie onder vigeur van de oude richtlijn Marktmissbruik (Richtlijn 2003/6/EG (*PbEU* 2003, L 96/16)) reeds Hoff 2011, p. 123-126. Zie in verband met deze discussie ook de uitspraak Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.6.

en komt voor vergoeding in aanmerking? Is dat de € 50 koersinflatie op het moment van aankoop of is dat de € 25 (resterende) koersinflatie op het moment van de corrigerende mededeling? Krijgt de belegger € 50 schadevergoeding, dan bedraagt zijn uiteindelijke rendement van deze belegging -25%. Hij heeft immers € 100 geïnvesteerd en ziet daar uiteindelijk € 75 (€ 25 restwaarde van het aandeel plus € 50 schadevergoeding) van terug. Zou de belegger echter € 100 hebben geïnvesteerd in een concurrerende vennootschap uit dezelfde sector waar geen sprake was van fraude, dan zou zijn rendement -50% zijn geweest. Als gevolg van de negatieve marktontwikkelingen zou hij immers € 50 op zijn investering van € 100 hebben verloren. Komt dus het volledige bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop voor vergoeding in aanmerking, dan is de belegger beter af met een investering in een frauderende vennootschap dan met een investering in een niet-frauderende vennootschap.³³⁴ Dat lijkt niet redelijk. Wordt daarentegen slechts het bedrag van de resterende koersinflatie vergoed, dan wordt de zaak weer gelijk getrokken. Het rendement dat de belegger in dat geval behaalt met zijn belegging in de frauderende vennootschap bedraagt dan eveneens -50% (hij verliest aanvankelijk € 75, maar krijgt daar via de schadevergoeding nog € 25 van terug, dus per saldo verliest hij € 50). Dit laatste lijkt een redelijke uitkomst. Zowel bij een belegging in de frauderende als bij een belegging in de niet-frauderende vennootschap plukt de belegger de wrange vruchten van de negatieve marktontwikkelingen. Deze ontwikkelingen zijn inherent aan (een belegging in) de desbetreffende sector en voor deze sector had de belegger nu juist welbewust gekozen.

Voorbeeld 2. Ik noem wederom het voorbeeld uit de vorige paragraaf van de frauderende vennootschap die failliet gaat als gevolg van een brand veroorzaakt door blikseminslag. De belegger betaalt € 100 voor een aandeel in deze vennootschap, terwijl het aandeel in werkelijkheid maar € 80 waard is. Pas als de vennootschap al failliet is omdat de bedrijfsgebouwen niet tegen brand (veroorzaakt door blikseminslag) blijken te zijn verzekerd, komt de fraude naar buiten. Aangenomen werd dat de markt niet was misleid over de door de vennootschap afgesloten verzekeringen. Deze casus kan gezien worden als een extreem voorbeeld van het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding afneemt omdat aan de misleiding externe factoren (in casu de brand) op de misleidende informatie inwerken. Op het moment van aankoop bedraagt de inflatie € 20, op het moment van bekendwording van de misleiding bedraagt de inflatie € 0 (de vennootschap is dan failliet). Volgens de hierboven verdedigde regel dat slechts het bedrag van de

334. Vgl. Tabak 2004, p. 14.

HOOFDSTUK 5

resterende koersinflatie voor vergoeding in aanmerking komt, heeft deze belegger geen recht op schadevergoeding. Is dat redelijk? Bedenk wat er gebeurt als we de volgorde van de gebeurtenissen omdraaien: eerst komt de fraude naar buiten en daarna vindt de blikseminslag en de daardoor veroorzaakte brand plaats.³³⁵ In dat geval daalt op het moment van de corrigerende mededeling de koers naar € 80,³³⁶ en pas na de blikseminslag keldert de koers naar € 0. Bij deze gang van zaken heeft de belegger onverminderd recht op een schadevergoeding van € 20.³³⁷ Op het moment van de corrigerende mededeling bedroeg de (resterende) koersinflatie immers € 20. Het enkel verwisselen van de volgorde van de gebeurtenissen ontnemt de belegger dus het recht op schadevergoeding. Is dat te rechtvaardigen? Ik denk het wel. Waar het in dit voorbeeld in essentie om gaat is dat het niet verzekerd zijn tegen brand (veroorzaakt door blikseminslag) bij de markt bekend was (althans, de markt is daarover niet misleid). Het risico op faillissement veroorzaakt door het afbranden van de bedrijfsgebouwen is daarmee niets anders dan een 'normaal' beleggingsrisico verbonden aan een investering in deze vennootschap. Weliswaar is het zuur voor de belegger dat het in een net iets andere volgorde voltrekken van de gebeurtenissen voor hem het verschil maakt tussen wel of geen schadevergoeding, maar dat is niet meer dan pech. Met een belegging in deze vennootschap heeft de belegger (willens en wetens) aanvaard dat zijn belegging op ieder moment 'kon worden getroffen door een blikseminslag'.

b. Positie van de tussentijdse verkopers als de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding afneemt

Als de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding onder invloed van externe factoren afneemt, lijden ook de beleggers die het aandeel tussentijds verkopen (in economische zin) verlies. Als gevolg van de afname van de koersinflatie is de verkoopprijs immers lager dan de koopprijs. Slechts een deel van de betaalde koersinflatie wordt dus terugverdiend. Dit verlies van de tussentijdse verkopers is niet veroorzaakt (althans niet in juridische zin) door de misleiding, maar door de externe factoren die op de misleiding inwerkten. Als nu de regel wordt aanvaard dat beleggers slechts recht hebben op vergoeding van het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding en niet op het hogere bedrag aan betaalde koersinflatie op het moment van aankoop, heeft dat direct

335. Vgl. Hakala 2006, p. 7.

336. Ervan uitgaande dat in de tussentijd de koers niet door andere externe factoren wordt beïnvloed.

337. Dat de belegger vanwege het faillissement niet met zijn schadevergoeding bij de vennootschap terecht kan, laat ik even buiten beschouwing.

gevolgen voor de positie van tussentijdse verkopers. Ook voor tussentijdse verkopers moet men dan zeggen dat slechts de afname van de koersinflatie voor zover veroorzaakt door het bekend worden van de misleiding (en uiteraard voor zover niet terugverdiend met de tussentijdse verkoop) voor vergoeding in aanmerking komt. Een afname van de koersinflatie als gevolg van externe factoren die met de misleiding interfereerden, wordt niet vergoed. Is tot het moment waarop de tussentijdse verkoop plaatsvindt nog niets van de misleiding bekend geworden (en langs *die* weg nog geen inflatie uit de koers gelopen), dan hebben de tussentijdse verkopers dus geen recht op schadevergoeding. Dit resultaat loopt volledig in de pas met de eerder verdedigde opvatting dat zolang de misleiding niet bekend wordt, er geen rechtens relevante schade ontstaat.

Ook vanuit financieel-economisch oogpunt is goed te verklaren dat het maximaleren van de schadevergoeding van de niet-verkopende beleggers op het bedrag van de resterende koersinflatie automatisch tot gevolg heeft dat de tussentijdse verkopers niet worden gecompenseerd. Dit is gemakkelijk in te zien door terug te gaan naar het bovengenoemde voorbeeld 1. De belegger die bij een koersinflatie van € 50 het litigieuze aandeel tegen een koers van € 100 had gekocht, had slechts recht op € 25 schadevergoeding toen de koers als gevolg van de corrigerende mededeling daalde van € 50 naar € 25. Als we in dit voorbeeld een tussentijdse verkoper zouden compenseren voor zijn koersverlies, stuiten we op een anomalie. Denk aan de belegger die het aandeel bij een koersinflatie van € 50 voor € 100 koopt, die het vervolgens vlak voordat de misleiding bekend wordt (bij een koersinflatie van € 25) voor € 25 verkoopt, maar die het meteen daarna ‘in a split second’ – nog net voordat de corrigerende mededeling plaatsvindt – weer terugkoopt.³³⁸ Wordt de laatstgenoemde belegger voor zijn tussentijdse verkoop gecompenseerd, dan ontvangt deze belegger in totaal een schadevergoeding van € 50: € 25 voor het verlies op het tussentijds verkochte aandeel en € 25 voor de koersinflatie die is betaald voor het laatst gekochte aandeel. Economisch gezien verschilt de positie van deze belegger echter niet van de eerstgenoemde belegger. De verkoop die plaatsvond vlak voordat de misleiding bekend werd en de meteen daaropvolgende aankoop heffen elkaar namelijk op. Per saldo houdt de vermogenspositie van de laatstgenoemde belegger dus in dat hij bij een koersinflatie van € 50 voor € 100 het aandeel heeft gekocht. Precies hetzelfde gold voor de eerstgenoemde belegger, dus de schadevergoeding van beide beleggers zou gelijk moeten zijn. Door het compenseren van het verlies op de tussentijdse verkoop is dat echter niet het geval.

338. Vgl. Tabak 2004, p. 15.

HOOFDSTUK 5

Het maximeren van de schadevergoeding van de niet-verkopende beleggers op het bedrag van de resterende koersinflatie brengt dus automatisch met zich dat tussentijdse verkopers geen compensatie ontvangen voor het door hen geleden koersverlies. Dit geldt echter ook andersom. Men kan even goed zeggen dat het niet compenseren van de tussentijdse verkopers impliceert dat de schadevergoeding van de niet-verkopende beleggers moet worden gemaximeerd op het bedrag van de resterende koersinflatie. Het gaat hier om twee kanten van dezelfde medaille. Dit is gemakkelijk in te zien door in het voorgaande voorbeeld uit te gaan van de (fictieve) regel dat niet-verkopende beleggers recht hebben op vergoeding van de volledige koersinflatie op het moment van aankoop, terwijl tussentijdse verkopers niet worden gecompenseerd. De belegger die het aandeel (bij een koersinflatie van € 50) voor € 100 koopt en vervolgens tot na de corrigerende mededeling aanhoudt, heeft dan recht op € 50 schadevergoeding. De belegger die het aandeel eveneens (bij een koersinflatie van € 50) voor € 100 koopt, maar die het vlak voordat de misleiding bekend wordt (bij een koersinflatie van € 25) voor € 50 verkoopt, heeft echter geen recht op schadevergoeding. Dit terwijl beide beleggers de negatieve marktontwikkelingen hebben moeten doorstaan waardoor de waarde van hun investering in korte tijd halveerde (van € 100 naar € 50).³³⁹ De eerstgenoemde belegger wordt voor het gure marktsentiment wel gecompenseerd, de laatstgenoemde belegger niet. We stuiten dus wederom op een anomalie en dat impliceert dat de eerdergenoemde fictieve regel ondeugdelijk was.

c. Complicatie 1: waarde van de misleidende informatie neemt toe

Een complicatie doet zich voor in het scenario waarin de kunstmatige inflatie (als gevolg van een toename van de marktwaarde van de misleidende informatie) over het tijdvak van de misleiding toeneemt, en de belegger een deel van zijn te duur gekochte aandelen tussentijds verkoopt. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan de situatie waarin de belegger 100 aandelen koopt als de koers € 5 is geïnfleteerd, en hij van deze 100 aandelen 50 aandelen verkoopt als de koersinflatie is opgelopen tot € 10.³⁴⁰ De overige 50 aandelen worden aangehouden tot het moment dat de misleiding bekend wordt en de koersinflatie uit de koers loopt. De complicatie die zich in deze situatie voordoet, is dat op de tussentijds verkochte aandelen in economische zin een voordeel wordt behaald. Immers, bij afwezigheid van de misleiding zou op de tussentijds verkochte aandelen een verlies van € 5 per aandeel zijn geleden. Vanwege de misleiding is de belegger dit verlies echter bespaard gebleven. De vraag is

339. Vgl. Tabak 2007b, p. 7.

340. Nog steeds wordt ervan uitgegaan dat zich *niet* de situatie voordoet dat de misleiding geleidelijk bekend wordt en de koersinflatie daardoor geleidelijk uit de koers loopt.

nu hoe in juridische zin met dit voordeel moet worden omgegaan en op welk bedrag aan schadevergoeding deze belegger recht heeft.³⁴¹ Twee uitkomsten zijn denkbaar.³⁴²

In de eerste plaats kan men zeggen dat deze belegger per saldo op 50 aandelen schade heeft geleden en dat zijn schade daarmee € 250 bedraagt (hij heeft voor 50 aandelen € 5 te veel betaald). In deze benadering worden de tussentijds verkochte aandelen bij het bepalen van de (hoogte van de) schadevergoeding verder buiten beschouwing gelaten. Wat pleit voor deze benadering is dat zij consistent is met de benadering die werd gekozen in het hiervoor beschreven scenario waarin de koersinflatie (als gevolg van een *afname* van de marktwaarde van de misleidende informatie) over het tijdvak van de misleiding *afneemt*. Immers, evenals in het scenario van een afnemende koersinflatie voor de tussentijds verkochte aandelen geldt dat daarop geen schade wordt geleden, kan worden betoogd dat in het scenario van een toenemende koersinflatie voor de tussentijds verkochte aandelen geldt dat daarop geen ‘negatieve’ schade wordt geleden (dat daarop met andere woorden geen voordeel wordt behaald). In deze benadering wordt de regel dat bij een fluctuerende koersinflatie op tussentijds verkochte aandelen geen (positieve of ‘negatieve’) schade wordt geleden, dus ‘symmetrisch’ toegepast.³⁴³

De alternatieve benadering is dat het voordeel dat is behaald op de tussentijds verkochte aandelen wel op de schadevergoeding in mindering wordt gebracht. Wordt deze ‘asymmetrische’ benadering in het gegeven voorbeeld toegepast, dan heeft de belegger geen recht op schadevergoeding. Immers, op het schadebedrag van € 250 wordt het voordeel van € 250 (op de 50 tussentijds verkochte aandelen is een voordeel van € 5 behaald) in mindering gebracht en dat resulteert in een schadevergoeding van € 0. Wat pleit voor deze benadering is dat zij het beste aansluit bij de economische realiteit. Men krijgt gewrongen resultaten wanneer men van een tegengestelde opvatting uitgaat en ervoor kiest het voordeel op tussentijds verkochte aandelen niet te verrekenen. Dat is gemakkelijk in te zien. Denk aan de belegger die 1 aandeel koopt als de koersinflatie € 5

341. De zaak wordt nog gecompliceerder wanneer de belegger ook indirect van de misleiding heeft geprofiteerd, bijvoorbeeld doordat hij in het tijdvak van de misleiding heeft gehandeld in andere effecten en/of financieel instrumenten (bijvoorbeeld opties, *futures* of andere derivatencontracten) waarvan de waarde is gerelateerd aan de waarde van het litigieuze aandeel. Deze situatie wordt verder buiten beschouwing gelaten.

342. Zie over dit probleem reeds Dunbar & Mayer 2006, p. 21-22. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 129-130.

343. Zie in dit verband ook de Amerikaanse uitspraak *In re Vivendi Universal S.A. Securities Litigation*, 284 F.R.D. 144, 158-159 (S.D.N.Y. 2012).

HOOFDSTUK 5

bedraagt, die het vervolgens vlak voordat de misleiding bekend wordt bij een koersinflatie van € 10 verkoopt, maar die het meteen daarna ‘in a split second’ – nog net voordat de corrigerende mededeling plaatsvindt – weer terugkoopt. Wordt het voordeel dat deze belegger behaalt op zijn tussentijds verkochte aandeel niet verdisconteerd, dan heeft deze belegger recht op € 10 schadevergoeding. Per saldo heeft hij immers 1 aandeel gekocht tegen een koersinflatie van € 10. Dit is een merkwaardig resultaat, want in economische zin is – ervan uitgaande dat de aankoop en de meteen daaropvolgende verkoop bij de koersinflatie van € 10 elkaar opheffen –³⁴⁴ de positie van deze belegger gelijk aan die van een belegger die aan het begin van de litigieuze periode 1 aandeel tegen een koersinflatie van € 5 heeft gekocht en die dit aandeel vervolgens tot na het bekend worden van de misleiding heeft aangehouden. Het is dus logischer wanneer ook de eerstbedoelde belegger slechts recht zou hebben op € 5 schadevergoeding. Dit resultaat wordt bereikt door het voordeel dat is behaald op de tussentijdse verkoop, te weten € 5, op het schadebedrag van € 10 in mindering te brengen.

Uiteindelijk is het een juridische vraag of voor de eerste dan wel de tweede benadering wordt gekozen. In de context van de beleggingsschade heeft het mijn voorkeur zoveel mogelijk aan te sluiten bij de economische realiteit en in navolging van De Jong pleit ik er daarom voor om in het scenario van een toenemende koersinflatie behaalde voordelen op tussentijds verkochte aandelen te verrekenen.³⁴⁵ Juridisch kan deze oplossing worden bereikt zowel langs de weg van voordeelsverrekening (art. 6:100 BW) als via het criterium van de redelijke toerekening (art. 6:98 BW). Wordt voor de eerstgenoemde oplossing gekozen, dan moet men ten eerste zeggen dat de schade bestaande uit de betaalde koersinflatie en het voordeel bestaande uit het bespaarde verlies op tussentijds verkochte aandelen voortvloeien uit dezelfde gebeurtenis (namelijk de misleiding), zodat aan de basisvoorwaarde van voordeelsverrekening is voldaan.³⁴⁶ Vervolgens kan (aan de hand van de hiervoor uiteengezette economische benadering) beredeneerd worden dat het tevens *redelijk* is het bespaarde koersverlies op de betaalde koersinflatie

344. Dit kan beschouwd worden als een zogenoemde ‘wash trade’.

345. Zie De Jong 2010, p. 129-130.

346. Zoals bekend is de Hoge Raad in het arrest Tettet TSO B.V. e.a./ABB B.V. e.a. teruggekomen van de strenge uitleg die hij voorheen gaf aan het begrip ‘dezelfde gebeurtenis’ in de zin van art. 6:100 BW. Volgens zijn nieuwe uitleg behelst het vereiste van ‘dezelfde gebeurtenis’ niets anders dan dat tussen de normschending en het gestelde voordeel een *condicio sine qua non*-verband bestaat, aldus HR 8 juli 2016, ECLI:NL:HR:2016:1483, NJ 2017/262, m.nt. S.D. Lindenbergh en J.S. Kortmann (TenneT TSO B.V. e.a./ABB B.V. e.a.).

in mindering te brengen.³⁴⁷ Wordt voor de laatstgenoemde oplossing gekozen, dan is de redenering dat het slechts redelijk is de schade (bestaande uit betaalde koersinflatie) aan de vennootschap toe te rekenen, voor zover deze schade niet wordt gecompenseerd door behaalde voordelen (bestaande uit bespaarde verliezen) op tussentijds verkochte aandelen.

d. Complicatie 2: Aan- en verkopen op verschillende tijdstippen in het tijdvak van de misleiding

Een tweede complicatie doet zich voor wanneer de koersinflatie (als gevolg van een fluctuerende marktwaarde van de misleidende informatie) over het tijdvak van de misleiding fluctueert en de belegger op verschillende tijdstippen aandelen koopt en vervolgens verkoopt. In dat geval moet er voor de schadevaststelling een aanname worden gedaan over de voorraad waaruit de verkochte aandelen afkomstig zijn. Twee methoden kunnen worden onderscheiden: de FIFO- ('first-in-first-out') en de LIFO-methode ('last-in-first-out').³⁴⁸ De FIFO-methode houdt in dat de aandelen die als eerste zijn gekocht, ook worden geacht als eerste te worden verkocht. De LIFO-methode houdt in dat de aandelen die het meest recent zijn gekocht, worden geacht als eerste te worden verkocht. Ik zal beide methoden toelichten zowel voor het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding afneemt, als voor het scenario waarin de koersinflatie toeneemt.

1. Afnemende koersinflatie over het tijdvak van de misleiding

Eerst het scenario van een afnemende koersinflatie. Gedacht kan worden aan het eerdergenoemde voorbeeld 1 waarin de koersinflatie (als gevolg van externe factoren) over het tijdvak van de misleiding afneemt van € 50 naar € 25. Aangenomen wordt dat de belegger 10 aandelen koopt als de koersinflatie € 50 bedraagt en dat hij er nog 5 aandelen bijkoopt als de koersinflatie is afgenomen tot € 25. Enige tijd later bedraagt de koersinflatie nog steeds € 25 en op dat moment verkoopt de belegger uit zijn voorraad van 15 aandelen 5 aandelen.

347. Vgl. in dit verband de arresten HR 29 april 2011, *NJ* 2013/ 40, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2013/41 (Van der Heijden/Dexia Bank Nederland N.V.) en HR 3 februari 2017, *ECLI:NL:HR:2017:164*, *NJ* 2017/146, m.nt. Tjong Tjin Tai (Dexia Nederland B.V./De Vries).

348. Zie over de FIFO- en LIFO-methode in de Amerikaanse literatuur Galley e.a. 2014, p. 13-14; Francis 2009, p. 3074-3078; Wong 2008; Sucharow & Keller 2006. Zie hierover in de Amerikaanse rechtspraak onder meer de uitspraken *Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc.*, 756 F. Supp. 2d 928, 936-938 (N.D. Ill. 2010) en *In re Vivendi Universal S.A. Securities Litigation*, 284 F.R.D. 144, 159-160 (S.D.N.Y. 2012). En zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 127-128, p. 129-130 en p. 139-140.

HOOFDSTUK 5

Wordt de LIFO-methode toegepast, dan bedraagt de totale rechtens toerekenbare schade ($10 * 25 =$) € 250. De 5 aandelen die aan het eind zijn verkocht, vallen dan namelijk weg tegen de 5 aandelen die even daarvoor zijn bijgekocht en dat betekent dat er dan per saldo op 10 aandelen die tegen een koersinflatie van € 50 zijn gekocht, schade wordt geleden. De totale schade die voor deze 10 te duur gekochte aandelen voor vergoeding in aanmerking komt, bedraagt echter slechts € 250, omdat de rechtens toerekenbare schade *per aandeel* wordt gemaximeerd op het bedrag van de resterende koersinflatie (€ 25).

Wordt de FIFO-methode toegepast, dan bedraagt de totale rechtens toerekenbare schade eveneens ($5 * 25 + 5 * 25 =$) € 250. Dit is als volgt in te zien. De 5 aandelen die aan het eind zijn verkocht, worden geacht afkomstig te zijn uit de voorraad van 10 aandelen die (tegen een koersinflatie van € 50) als eerste zijn gekocht. Dit betekent dat voor de aandelen die als eerste zijn gekocht, er per saldo op 5 aandelen schade wordt geleden. De totale schade die voor deze 5 te duur gekochte aandelen voor vergoeding in aanmerking komt, bedraagt echter slechts € 125, omdat de rechtens toerekenbare schade *per aandeel* wordt gemaximeerd op het bedrag van de resterende koersinflatie (€ 25). Daarnaast lijdt de belegger natuurlijk schade op de 5 aandelen die aan het eind (tegen een koersinflatie van € 25) zijn gekocht. De totale schade die op deze 5 aandelen wordt geleden bedraagt eveneens ($5 * 25 =$) € 125. In totaal komt men dan dus uit op een rechtens toerekenbare schade van ($2 * 125 =$) € 250.

De conclusie is dat wanneer de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *afneemt*, en de belegger op verschillende tijdstippen in het tijdvak van de misleiding aandelen zowel koopt als verkoopt, het voor de schadevaststelling niet uitmaakt of de LIFO- dan wel de FIFO-methode wordt toegepast.³⁴⁹

2. Toenemende koersinflatie over het tijdvak van de misleiding

Vervolgens het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toeneemt. Gedacht kan worden aan de (spiegelbeeldige) situatie waarin de koersinflatie (als gevolg van externe factoren) over

349. In gelijke zin De Jong 2010, p. 127-128. De wijze van schade berekenen van De Jong verschilt overigens enigszins van die mij. Bij zijn bespreking van de FIFO- en LIFO-methode gaat De Jong namelijk uit van een volledig *feitelijk* schadebegrip. Dit betekent dat hij in zijn schadeberekening nog geen rekening houdt met de regel dat de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de resterende koersinflatie. Dit verschil in de wijze van schade berekenen leidt echter niet tot een verschillende uitkomst wat het betreft het uiteindelijke bedrag dat rechtens voor vergoeding in aanmerking komt.

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

het tijdvak van de misleiding toeneemt van € 25 naar € 50. Aangenomen wordt dat de belegger 10 aandelen koopt als de koersinflatie € 25 bedraagt en dat hij er nog 5 aandelen bijkoopt als de koersinflatie is toegenomen tot € 50. Enige tijd later bedraagt de koersinflatie nog steeds € 50 en op dat moment verkoopt de belegger uit zijn voorraad van 15 aandelen 5 aandelen.

Wordt de LIFO-methode toegepast, dan bedraagt de totale rechtens toerekenbare schade ($10 * 25 =$) € 250. De 5 aandelen die aan het eind zijn verkocht, vallen dan namelijk weg tegen de 5 aandelen die even daarvoor zijn bijgekocht en per saldo wordt dan dus op 10 aandelen die tegen een koersinflatie van € 25 zijn gekocht, schade geleden. Dit laatste impliceert een totale schade van € 250.

Wordt de FIFO-methode toegepast, dan bedraagt de totale rechtens toerekenbare schade in beginsel³⁵⁰ ($5 * 25 + 5 * 50 =$) € 375. Dit is als volgt in te zien. De 5 aandelen die aan het eind zijn verkocht, worden geacht afkomstig te zijn uit de voorraad van 10 aandelen die als eerste (tegen een koersinflatie van € 25) zijn gekocht. Voor de aandelen die als eerste zijn gekocht, wordt dan dus per saldo op 5 aandelen schade geleden en dat betekent een totale schade van ($5 * 25 =$) € 125. Daarnaast lijdt de belegger natuurlijk schade op de 5 aandelen die aan het eind (tegen een koersinflatie van € 50) zijn gekocht. De totale schade die op deze 5 aandelen wordt geleden bedraagt ($5 * 50 =$) € 250. In totaal komt men dan dus uit op een rechtens toerekenbare schade van ($125 + 250 =$) € 375 en dat betekent dat de belegger in beginsel recht heeft op € 375 schadevergoeding.

Voor de FIFO-methode is dit echter niet het gehele verhaal, want in het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toeneemt, wordt bij toepassing van de FIFO-methode op de tussentijds verkochte aandelen een voordeel behaald (zie § 5.5.2.3 *sub c*). Zojuist heb ik verdedigd dat het redelijk is dit voordeel te verrekenen en op de schadevergoeding in mindering te brengen. Wordt in dit voorbeeld deze voordeelsverrekening toegepast, dan moet op het zojuist vastgestelde schadebedrag van € 375, een bedrag van € 125 in mindering worden gebracht.³⁵¹ Op de 5 aandelen die aan het eind zijn verkocht en die

350. Bewust zeg ik 'in beginsel', want er wordt ook een voordeel behaald. Ik kom daarop terug.

351. In dit voorbeeld is alleen bij toepassing van de FIFO-methode sprake van een behaald voordeel. Er zijn echter ook voorbeelden denkbaar waarbij zowel bij toepassing van de FIFO-, als bij toepassing van de LIFO-methode, rekening gehouden moet worden met behaalde voordelen.

HOOFDSTUK 5

afkomstig zijn uit de voorraad van 10 aandelen die aan het begin zijn gekocht, wordt immers een voordeel behaald van € 25 per aandeel (het bedrag waarmee de koersinflatie is toegenomen). In totaal komt men dan dus uit op een bedrag aan schadevergoeding van $(375 - 125 =) € 250$.

De conclusie is dat wanneer de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*, en de belegger op verschillende tijdstippen in het tijdvak van de misleiding aandelen zowel koopt als verkoopt, het voor de schadevaststelling in beginsel weliswaar uitmaakt of de LIFO- dan wel de FIFO-methode wordt toegepast, maar dat wanneer rekening wordt gehouden met behaalde voordelen op tussentijds verkochte aandelen, men bij beide methoden uiteindelijk op hetzelfde bedrag aan schadevergoeding uitkomt.³⁵²

e. Complicatie 3: Belegger hield reeds aandelen voordat misleiding begon
Een derde complicatie doet zich voor wanneer de belegger voorafgaand aan het tijdvak van de misleiding reeds aandelen hield en hij gedurende het tijdvak van de misleiding aandelen zowel koopt als verkoopt. Wederom zal aan de hand van de FIFO- of LIFO-methode een aanname moeten worden gedaan over de wijze waarop de verkochte aandelen kunnen worden gerelateerd aan eerder gedane kopen. Ik zal beide methoden toepassen voor het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *afneemt*.³⁵³

Gedacht kan worden aan de situatie waarin de belegger voordat de misleiding begint reeds 10 aandelen houdt. Aangenomen wordt dat deze belegger er 10 aandelen bijkoopt als de koers (als gevolg van misleidende informatie) € 50 is geïnfleteerd en dat hij op een later moment, als de koersinflatie inmiddels is afgenomen tot € 25, 5 aandelen verkoopt.

Wordt de LIFO-methode toegepast, dan bedraagt de totale rechtens toerekenbare schade $(5 * 25 =) € 125$. De 5 aandelen die aan het eind zijn verkocht, worden dan namelijk in mindering gebracht op de 10 aandelen die even daarvoor zijn bijgekocht en dat betekent dat dan per saldo op 5 aandelen die tegen een koersinflatie van € 50 zijn gekocht, schade wordt geleden. De totale schade die voor deze 5 te duur gekochte aandelen voor vergoeding in aanmerking komt, bedraagt echter slechts € 125, omdat de

352. In gelijke zin De Jong 2010, p. 129-130. Zie in dit verband ook Galley e.a. 2014, p. 13-14; Wong 2008, p. 9, p. 17 en p. 22-23 en de Amerikaanse uitspraak Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc., 756 F. Supp. 2d 928, 937-938 (N.D. Ill. 2010).

353. Het uitwerken van het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*, voegt weinig toe aan de analyse, dus dat laat ik buiten beschouwing.

rechtens toerekenbare schade *per aandeel* wordt gemaximeerd op het bedrag van de resterende koersinflatie (€ 25).

Wordt de FIFO-methode toegepast, dan bedraagt de totale rechtens toerekenbare schade in beginsel³⁵⁴ ($10 * 25 =$) € 250. Dit is als volgt in te zien. De 5 aandelen die aan het eind zijn verkocht, worden geacht afkomstig te zijn uit de voorraad van 10 aandelen die de belegger voorafgaand aan de misleiding reeds hield. Bij de schadevaststelling tellen deze aandelen daarom niet meer mee. Per saldo wordt er dan dus op 10 aandelen die tegen een koersinflatie van € 50 zijn gekocht, schade geleden. De totale schade die voor deze 10 te duur gekochte aandelen voor vergoeding in aanmerking komt, bedraagt echter slechts € 250, omdat de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de resterende koersinflatie (€ 25).

Voor de FIFO-methode is dit echter wederom niet het gehele verhaal, want in de situatie waarin de belegger voorafgaand aan de misleiding reeds aandelen hield, wordt bij toepassing van de FIFO-methode op de 5 tussentijds verkochte aandelen een voordeel behaald. Deze 5 aandelen zijn immers tegen een zuivere koers gekocht en vervolgens tegen een koersinflatie van € 25 verkocht. Het behaalde voordeel op deze aandelen bedraagt dus ($5 * 25 =$) € 125. Wederom acht ik het redelijk dit voordeel te verrekenen en op de schadevergoeding in mindering te brengen. Wordt in dit voorbeeld deze voordeelsverrekening toegepast, dan moet op het zojuist vastgestelde schadebedrag van € 250, een bedrag van € 125 in mindering worden gebracht. In totaal komt men dan dus uit op een bedrag aan schadevergoeding van € 125.

De conclusie is dat wanneer de belegger voorafgaand aan het tijdvak van de misleiding reeds aandelen hield en hij gedurende het tijdvak van de misleiding aandelen zowel koopt als verkoopt, het voor de schadevaststelling in beginsel weliswaar uitmaakt of de LIFO- dan wel de FIFO-methode wordt toegepast, maar dat wanneer rekening wordt gehouden met behaalde voordelen op tussentijds verkochte aandelen, men bij beide methoden uiteindelijk wederom op hetzelfde bedrag aan schadevergoeding uitkomt.³⁵⁵

354. Bewust zeg ik 'in beginsel', want er wordt ook een voordeel behaald. Ik kom daarop terug.

355. Zie in dit verband ook Galley e.a. 2014, p. 2-3 en p. 13-14; Wong 2008, p. 9, p. 17 en p. 22-23 en de Amerikaanse uitspraak *Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc.*, 756 F. Supp. 2d 928, 937-938 (N.D. Ill. 2010).

HOOFDSTUK 5

f. Toerekening van de gedeerde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie

De volgende toerekeningsvraag die moet worden beantwoord is of de schade bestaande uit de gedeerde koerswinst over het bedrag aan koersinflatie dat de belegger alternatief had kunnen beleggen, aan de vennootschap kan worden toegerekend. Hierbij benadruk ik dat deze vraag slechts betrekking heeft op de gedeerde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie die *gedurende het tijdvak van de misleiding* op een ander beleggingsobject zou zijn behaald. Zodra de misleiding bekend wordt en de inflatie uit de koers loopt, ontstaat voor het bedrag van de inflatie de verbintenis tot schadevergoeding en is daarover wettelijke rente verschuldigd. Vanaf dat moment is een discussie over gedeerde koerswinst dus in het geheel niet meer aan de orde.

Op grond van de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade* kan men zeggen dat de *mogelijkheid* van winstderving op zichzelf voorzienbaar is. De vennootschap mag immers ervan uitgaan dat de belegger het bedrag aan koersinflatie dat hij bij afwezigheid van de misleiding niet in haar onderneming zou hebben geïnvesteerd, in een ander beleggingsobject zou hebben belegd. De *omvang* van dit gedeerde rendement is echter niet voorzienbaar. In theorie zou de belegger op iedere alternatieve belegging immers een oneindig groot rendement kunnen behalen. Dat pleit op zichzelf voor een beperkte toerekening. Ook de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade* wijst in de richting van een strenge³⁵⁶ toerekening van de gedeerde koerswinst. De schadepost gedeerde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie bevindt zich namelijk een schakel verder in de causale keten van gebeurtenissen tussen misleiding en daardoor veroorzaakte schade dan de schadepost koersinflatie zelf. Er moet immers een extra beleggingsbeslissing (over een alternatief beleggingsobject) van de belegger aan te pas komen alvorens er van gedeerde koerswinst sprake kan zijn. Verder pleit ook de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm*, mede gelet op de *aard van de schade*, voor een beperkte toerekening. Bedacht moet worden dat de effectenrechtelijke informatieverplichtingen ertoe strekken de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen en beleggers adequaat te informeren.³⁵⁷ En weliswaar strekken de informatieverplichtingen er op zichzelf toe beleggers (in hun vermogensbelang) te beschermen,³⁵⁸ maar dat gaat niet

356. Streng vanuit het perspectief van de belegger.

357. Zie reeds § 5.5.2.3 *sub a*.

358. Zie over de relativiteitsvraag bij prospectusaansprakelijkheid Franx 2017, p. 193-201; De Jong 2010, p. 63-64. Zie over de relativiteitsvraag bij aansprakelijkheid wegens het publiceren van misleidende financiële verslaggeving De Jong 2010, p. 64-66. En zie over de relativiteitsvraag bij aansprakelijkheid wegens het niet (adequaat) publiceren van

zo ver dat beleggers daarmee ook worden beschermd tegen het derven van (potentieel grote) rendementen die op alternatieve beleggingen zouden zijn behaald. Zou dat anders zijn, dan zou het financieel toezichtrecht als een soort verzekeringspolis tegen gemiste rendementen gaan fungeren. Dat kan niet de bedoeling zijn. De conclusie is dat een onderlinge afweging van de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW ervoor pleit dat gederfde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie niet of slechts in beperkte mate aan de vennootschap kan worden toegerekend.³⁵⁹

Er speelt ook nog een beleidsoverweging op grond waarvan men kan beredeneren dat toerekening van gederfde koerswinst onwenselijk is. Deze overweging is gelegen in de omstandigheid dat het nogal bewerkelijk is om voor alle benadeelde beleggers het bedrag aan gederfde koerswinst te begroten. Voor iedere belegger moet namelijk worden beoordeeld wat hij bij afwezigheid van de misleiding met het bedrag van de koersinflatie zou hebben gedaan. Wat de berekening nog bewerkelijker maakt, is dat de gederfde koerswinst voor al deze beleggers op een ander tijdvak betrekking heeft (ervan uitgaande dat alle benadeelde beleggers op een ander tijdstip in het tijdvak van de misleiding hun aandeel hebben gekocht). De bewerkelijkheid van deze berekening en de kosten die daarmee gemoeid zijn, zullen in beginsel niet opwegen tegen de – gemiddeld gezien –³⁶⁰ kleine bedragen waar het bij de gederfde koerswinst om gaat. Ik wijs er hierbij nogmaals op dat de eventueel gederfde koerswinst slechts betrekking heeft op de periode vanaf het moment van aankoop *tot het moment van bekendwording van de misleiding*. Daar komt bij dat de ene belegger wellicht koerswinst is misgelopen, maar dat de andere belegger juist voor een verlies is behoed. De laatstgenoemde belegger zou bij afwezigheid van de misleiding het bedrag van de koersinflatie geheel of gedeeltelijk hebben verloren. Het niet toerekenen van gederfde koerswinst hoeft op het (collectieve) niveau van alle benadeelde beleggers gezamenlijk dus niet onredelijk uit te pakken.

voorwetenschap en/of het overtreden van het informatiemanipulatieverbod Asser/De Serië 2018 (2-IV), nr. 855; Busch 2018, p. 494-495; Hoff 2013a, p. 756-759. Zie hierover in de rechtspraak Rb. Utrecht 15 februari 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BV3753, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.), r.o. 4.8. En zie over de relativiteitsvraag bij schending van normen uit het financieel toezichtrecht in algemene zin Asser/De Serië 2018 (2-IV), nr. 898-899; Lieverse & Sinninghe Damsté 2013, p. 677-678; Lemstra & Neering 2009, p. 1050-1054; Van Baalen 2010, p. 1014-1024.

359. Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van een makelaar (uit onrechtmatige daad) jegens de koper van een vakantiehuis Hof 's-Hertogenbosch 12 april 2011, ECLI:NL:GHSHE:2011:BY8749 (X e.a./Y e.a.), r.o. 4.11.2.

360. In theorie zijn voor het bedrag van de gederfde winst enkele uitschieters van individuele beleggers mogelijk, maar bij de meeste beleggers zal het om relatief kleine bedragen gaan.

HOOFDSTUK 5

Het niet toerekenen van de gedeerde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie dat de belegger alternatief had kunnen beleggen, komt ook redelijk voor wanneer de positie van de beleggers die hun aandeel tot na de bekendwording van de misleiding hebben aangehouden (de 'houders') wordt vergeleken met de tussentijdse verkopers. Eerder werd verdedigd dat omdat de tussentijdse verkopers de koersinflatie met hun tussentijdse verkoop terugverdienden, er bij hen geen sprake is van rechtens relevante schade. Zij hebben daarom geen recht op schadevergoeding (zie § 5.5.2.1 *sub a*).³⁶¹ Wanneer nu de houders over het tijdvak van de misleiding recht zouden hebben op vergoeding van de gedeerde koerswinst, zouden ze worden bevoordeeld ten opzichte van de tussentijdse verkopers. Immers, evenals de houders lijden ook de tussentijdse verkopers (in ieder geval in economische zin) schade doordat zij gedurende de periode dat zij het aandeel hebben aangehouden het bedrag van de koersinflatie hebben moeten missen. Met hun tussentijdse verkoop hebben ze de koersinflatie weliswaar terugverdiend, maar dat laat onverlet dat zij in de tussentijd het bedrag van de koersinflatie alternatief hadden kunnen beleggen en daarmee een mooi rendement hadden kunnen behalen. Door ook bij de houders de gedeerde koerswinst niet voor vergoeding in aanmerking te laten komen, wordt de positie van de houders met die van de tussentijdse verkopers gelijkgetrokken.³⁶²

5.5.2.4 *Vrijheid van de rechter bij keuze van de peildatum*

In het Nederlandse schadevergoedingsrecht is algemeen geaccepteerd dat in het kader van de schadevaststelling de keuze van de peildatum is voorbehouden aan de rechter. De rechter heeft hierbij de nodige vrijheid en hoeft zich niet al te veel gelegen te laten liggen aan de voorkeur(en) van de procespartijen. Bij de peildatumkeuze gaat het uiteindelijk om een rechtsvraag en in zoverre komt aan de procespartijen niet een soort 'keuzerecht' toe. Ook bij de problematiek van schadevaststelling bij misleiding op de beurs kan de rechterlijke vrijheid bij de keuze van de peildatum een belangrijke rol spelen. Zo is denkbaar dat bij de vaststelling van de (omvang van de) koersschade partijen niet de juiste peildatum en/of het juiste ontstaansmoment van de schade voor ogen staat. Ook is denkbaar dat een van de partijen om strategische redenen voor een combinatie van peildatum en ontstaansmoment kiest die rechtens on-

361. Dit is zoals reeds opgemerkt alleen anders wanneer de misleiding geleidelijk bekend wordt en de inflatie daardoor geleidelijk uit de koers loopt.

362. Geheel in lijn hiermee ligt overigens ook het eerder verkondigde standpunt dat het gedeerde rendement over dat deel van de koersinflatie dat uit de koers is gelopen omdat (vanwege een interferentie met externe factoren) de marktwaarde van de misleidende informatie is gedaald, niet voor vergoeding in aanmerking komt (zie § 5.5.2.3 *sub a* boven het kopje 'Twee getallenvoorbeelden').

acceptabel is. De rechter moet zich hier echter niet door van de wijs laten brengen. Op grond van de rechterlijke vrijheid ex art. 6:97 BW heeft hij voldoende manoeuvreerruimte om dergelijke onwenselijke keuzes tegen te gaan. Ik licht dit toe aan de hand van het hiervoor beschreven scenario van een fluctuerende marktwaarde van de misleidende informatie (resultierend in een toe- of afname van de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding.

Voor de situatie waarin als gevolg van (aan de misleiding) externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*, werd in het voorgaande verdedigd dat slechts het lagere bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop voor vergoeding in aanmerking komt. De beleggers hebben geen recht op vergoeding van het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding. Wanneer nu de eisende beleggers voor hun vordering tot schadevergoeding aanknopen bij het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding, heeft de rechter mijns inziens de nodige vrijheid om – tegen de wens van de beleggers in – voor de peildatum gewoon het aankoopmoment te kiezen en de schade dienovereenkomstig te begroten. De rechter heeft deze vrijheid zelfs wanneer de keuze van de peildatum van de belegger door de vennootschap niet wordt betwist. Bewust spreek ik van de ‘*nodige vrijheid*’, want deze vrijheid is uiteraard niet onbegrensd. Ten eerste moet het natuurlijk wel zo zijn dat de (omvang van de) schade door de vennootschap voldoende gemotiveerd is betwist. Is dit laatste niet het geval, dan zal de rechter al snel geneigd zijn het gevorderde bedrag volledig toe te wijzen en zal hij zich niet al te veel bekommeren om de keuze van de peildatum. Ten tweede moeten in het proces voldoende feiten en omstandigheden zijn komen vast te staan waaruit blijkt dat inderdaad sprake is geweest van een toename van de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding. Komen deze feiten en omstandigheden niet vast te staan, dan zal de rechter onvoldoende aanknopingspunten hebben om te kunnen oordelen dat op het moment van de in zijn ogen juiste peildatum sprake was van een lagere koersinflatie.

Voor de situatie waarin als gevolg van (aan de misleiding) externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding *afneemt*, werd verdedigd dat slechts het lagere bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt. De beleggers hebben geen recht op vergoeding van het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop. Wanneer de eisende beleggers niettemin dit hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop als schadevergoeding vorderen (hetgeen in de praktijk meestal het geval zal zijn), heeft de rechter tot op zekere hoogte de vrijheid slechts het lagere bedrag aan

HOOFDSTUK 5

koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding als schadevergoeding toe te wijzen. Zelfs wanneer de vennootschap geen expliciet beroep doet op het toerekeningsverband van art. 6:98 BW om de aansprakelijkheid tot dit lagere bedrag te beperken, heeft de rechter – zonder buiten de rechtsstrijd te treden – mijns inziens de mogelijkheid om slechts dit lagere bedrag voor vergoeding in aanmerking te laten komen. De ‘bewegingsvrijheid’ die de rechter in dit opzicht heeft, is er uitdrukkelijk *niet* op gebaseerd dat de rechter het toerekeningsverband van art. 6:98 BW ambtshalve zou mogen toepassen teneinde daarmee de verplichting tot schadevergoeding van de gedaagde ambtshalve te beperken.³⁶³ Dat recht heeft hij namelijk niet; in beginsel is de gedaagde als eerste aan zet om aan te voeren dat (volledige) toerekening van het gevorderde bedrag aan koersinflatie onredelijk is.³⁶⁴ De zojuist bedoelde vrijheid vloeit hier wederom voort uit het feit dat de rechter in het kader van de schadevaststelling en/of de schadebegroting de nodige manoeuvreerruimte heeft. In § 5.5.2.1 werd verdedigd dat het moment van bekendwording van de misleiding als het ontstaansmoment van de schade moet worden aangemerkt. Deze keuze voor het ontstaansmoment van de schade zou tevens kunnen worden gezien als een keuze voor wat in de context van misleidende beursberichtgeving onder *rechtens relevante* schade dient te worden verstaan. Als nu de eisende beleggers het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop als schadevergoeding vorderen, zou – vanuit deze gedachte geredeneerd – de rechter het surplus aan koersinflatie (ten opzichte van de (resterende) koersinflatie op het moment van bekendwording) dus als rechtens *irrelevante* (niet voor vergoeding in aanmerking komende) schade kunnen aanmerken en daarmee slechts het lagere bedrag aan koersinflatie als schadevergoeding kunnen toewijzen. Wel moet wederom worden aangetekend dat de vrijheid die de rechter in dit opzicht heeft, niet onbegrensd is. Deze vrijheid heeft hij alleen als het gevorderde schadebedrag door de vennootschap voldoende gemotiveerd is betwist en als voldoende feiten en omstandigheden zijn komen vast te staan waaruit de rechter mag

363. Vgl. in het kader van de eigen schuld ex art. 6:101 BW het arrest HR 26 september 2003, *NJ* 2004/460, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2004/461 (Regiopolitie Gelderland-Zuid/Hovax), r.o. 5.2-5.3, waarin de Hoge Raad oordeelde dat ‘de rechter een wettelijke verplichting tot schadevergoeding niet ambtshalve mag verminderen op de grond dat naar zijn oordeel (...) sprake is van eigen schuld van de benadeelde (...)’.

364. Het gaat hier primair om een ‘argumenteerlast’ en niet om een bewijslast, omdat de vraag van de redelijke toerekening in beginsel een *rechtsvraag* betreft. Wel is het zo dat het in eerste instantie aan de gedaagde is om de (bij wijze van verweer) aan zijn argumentatie ten grondslag gelegde feiten te stellen en bij betwisting te bewijzen. Zie over de bewijslastverdeling in het kader van art. 6:98 BW reeds § 1.3.1 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

concluderen dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding inderdaad is afgenomen.

5.5.3 *Schadevaststelling en –toerekening bij tweede feitelijke grondslag*

5.5.3.1 *Peildatum; schadebegroting en ontstaansmoment van de schade*

a. Peildatum

Voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij juiste en volledige informatie het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, moet voor de schadevaststelling het verlies dat zij thans via hun belegging in het litigieuze aandeel hebben geleden, worden vergeleken met het beleggingsresultaat dat zij zouden hebben behaald in de hypothetische situatie zonder misleiding.³⁶⁵ Van belang is dus hoe deze beleggers hun geld bij afwezigheid van de misleiding zouden hebben geïnvesteerd. Een belangrijke parameter bij de schadevaststelling is wederom welke peildatum moet worden gehanteerd. Vele data zouden als peildatum kunnen worden gekozen (elke datum gelegen tussen de schadeveroorzakende gebeurtenis en de datum van uitspraak³⁶⁶ is in theorie mogelijk), maar twee data komen in het bijzonder in aanmerking. Dat is in de eerste plaats de datum waarop de misleiding (volledig) bekend wordt;³⁶⁷ in de tweede plaats is dat de datum van einduitspraak (of een datum die daar zo dicht mogelijk tegenaan ligt). Bij schadevaststelling anders dan bij beleggingsschade wordt in de praktijk niet zelden voor de laatstgenoemde gekozen, omdat deze optie als voordeel heeft dat zoveel mogelijk rekening kan worden gehouden met alle feiten en omstandigheden die op de datum van uitspraak bekend zijn. Wordt bijvoorbeeld als gevolg van latere (met het onrechtmatig handelen geen verband houdende) feiten en omstandigheden de schade verminderd of wellicht geheel weggenomen, dan kan met een geringer bedrag aan schadevergoeding worden volstaan om de benadeelde weer in zijn oorspronkelijke vermogenspositie terug te brengen (de positie die hij bij afwezigheid van de normschending zou hebben gehad).³⁶⁸ Ook in het

365. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 136-141.

366. Gegeven de gemiddelde duur van een aansprakelijkheidsprocedure zal de datum uitspraak in de meeste gevallen pas vele jaren later zijn.

367. Voor het scenario waarin de misleiding (vanwege de aanwezigheid van een lek of vanwege het door de markt *op eigen kracht* achterhalen van de ware toestand van de vennootschap) geleidelijk naar buiten komt en de koersinflatie daardoor geleidelijk uit de koers loopt, zie hierna *sub b* 'Schadebegroting en ontstaansmoment van de schade'.

368. Vgl. HR 28 april 2000, *NJ* 2000/690, m.nt. A.R. Bloembergen (Gemeente Dordrecht/Stokvast BV), r.o. 3.4.2; HR 30 november 2007, *ECLI:NL:HR:2007:BA4606* (erfgenamen arts/P.), r.o. 4.2 en 5.3; HR 11 januari 2013, *NJ* 2013/48 (VOF Gebr. Griffioen e.a./De Groot), r.o. 3.7.

HOOFDSTUK 5

kader van de schadevaststelling bij misleiding op de beurs zou men ervoor kunnen kiezen om als peildatum de datum van uitspraak aan te houden, zodat waardeinstijgingen van het aandeel die zich voordoen na bekendwording van de misleiding en die zijn terug te voeren op (aan de misleiding externe) algemene marktontwikkelingen, kunnen worden verdisconteerd in de hoogte van de schadevergoeding.^{369, 370} De Jong heeft mijns inziens overtuigend aangetoond dat een zodanige keuze van de peildatum onwenselijke resultaten oplevert en dat een keuze voor het moment van bekendwording van de misleiding als peildatum zonder meer de voorkeur geniet.³⁷¹

De redenering van De Jong komt kort gezegd op het volgende neer.³⁷² Een waardevermindering van het litigieuze aandeel die intreedt als gevolg van het bekend worden van de werkelijke toestand van de vennootschap, kan niet meer ongedaan worden gemaakt. Op het moment waarop de koersinflatie eenmaal uit de koers is gelopen, is het even waarschijnlijk dat de koers daarna gaat stijgen als dalen. Besluit de belegger het aandeel aan te houden, dan kan dat worden gezien als een *nieuwe beleggingsbeslissing* van de belegger. Een verdere waardedaling komt in beginsel voor zijn eigen risico en een waardeinstijging staat in beginsel los van de misleiding. Zou – via de keuze van de peildatum – niettemin ervoor worden gekozen een waardeinstijging in mindering te brengen op de te betalen schadevergoeding, dan zouden gedupeerde beleggers een prikkel krijgen om hun aandelen direct na bekendwording van de misleiding te verkopen. Immers, door de aandelen aan te houden kunnen ze niet profiteren van een positieve koersontwikkeling

369. In het kader van de verwante – doch niet identieke! – problematiek van schadevaststelling bij de aansprakelijkheid van de bank (in haar rol als beleggingsadviseur) wegens het jegens de belegger tekortschieten in de advisering, betogen Kloppenburg en Van Praag dat waardeinstijgingen die optreden nadat de belegger met de zorgplichtschending bekend is geworden, op het schadebedrag in mindering moeten worden gebracht. Met kracht van argumenten verzetten zij zich ertegen het tijdstip waarop de belegger met de zorgplichtschending bekend is geworden als peildatum te kiezen. Zie Kloppenburg & Van Praag 2011, p. 93-99.

370. Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van de bank (in haar rol als beleggingsadviseur) wegens het jegens de belegger tekortschieten in de advisering Rb. Amsterdam 7 maart 2012, *JOR* 2012/216 (Dommerhold/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.18-4.19.

371. De Jong 2010, p. 137-139 en p. 177-179. Zie in navolging van De Jong Hebly 2019, § 9.2.2.3. Franx is echter een andere mening toegedaan. Hij stelt zich in zijn dissertatie op het standpunt dat een koersstijging die plaatsvindt na het (volledig) bekend worden van de misleiding, op de schadevergoeding in mindering dient te worden gebracht, zie Franx 2017, p. 258.

372. Zie voor een vergelijkbare redenering de Amerikaanse uitspraken *Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34, 41 (2d Cir. 2012) en *Harris v. Am. Inv. Co.* 253 F.2d 220, 228 (8th Cir. 1975).

(omdat die in mindering komt op de schadevergoeding), terwijl een negatieve koersontwikkeling wel voor hun rekening komt. Anders gezegd: vanaf het moment van bekendwording van de misleiding zal € 1 waardeinstijging van het aandeel niet resulteren in € 1 koerswinst, terwijl € 1 waardedaling wel zal resulteren in € 1 koersverlies. Vanaf dat moment wordt het aandeel daarmee dus een oninteressante belegging en zal de (rationele) belegger van het aandeel af willen. Voor de beleggers die niet zijn benadeeld door de misleiding geldt precies het omgekeerde.³⁷³ Deze beleggers hebben na bekendwording van de misleiding juist een prikkel het aandeel te kopen. Iedere euro waardedaling van het aandeel resulteert voor hen namelijk in één euro koersverlies, terwijl iedere euro waardeinstijging resulteert in een koerswinst van meer dan één euro. Dit laatste omdat iedere euro waardeinstijging van het aandeel op de aan de benadeelde beleggers te betalen schadevergoeding in mindering wordt gebracht, zodat met iedere euro waardeinstijging de verwachte toekomstige kasstromen van de vennootschap toenemen.³⁷⁴ Voor de beleggers die niet zijn benadeeld door de misleiding wordt na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap het aandeel daarmee juist een interessante belegging. Zou dus de datum van uitspraak (of een andere datum gelegen na het moment waarop de misleiding naar buiten kwam) als peildatum worden gehanteerd, dan heeft dat onwenselijke gedragseffecten tot gevolg. Het schadevergoedingsrecht dient primair als compensatiemechanisme en dient dergelijke gedragseffecten zoveel mogelijk te voorkomen. Daarmee is wat mij betreft aangetoond dat de datum van uitspraak een onwenselijke peildatumkeuze is en dat de datum van de (definitieve) bekendwording van de misleiding de voorkeur verdient.

Een consequentie van deze peildatumkeuze is dat het niet uitmaakt of de belegger het litigieuze aandeel na bekendwording van de misleiding al dan niet verkoopt. Van latere beleggingsbeslissingen van de belegger (verkopen of aanhouden) wordt simpelweg geabstraheerd.³⁷⁵ Men zou

373. De Jong noemt dit punt in zijn redenering niet.

374. Ervan uitgaande dat de vennootschap de schadevergoeding zelf betaalt.

375. In het kader van de verwante – doch niet identieke! – problematiek van schadevaststelling bij de aansprakelijkheid van de bank (in haar rol als beleggingsadviseur) wegens het jegens de belegger tekortschieten in de advisering of de aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder wegens het tekortschieten in de nakoming van de vermogensbeheerovereenkomst kiest de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening voor een vergelijkbare benadering, zie de uitspraken 2010-394 d.d. 1 juli 2010, r.o. 4.8.3; 2012-33 d.d. 24 juli 2012, r.o. 3.12; 2012-19 d.d. 1 oktober 2012, r.o. 4.6; 2013-06 d.d. 31 januari 2013, r.o. 5.5.4; 2013-15 d.d. 24 mei 2013, r.o. 5.3; 2013-34 d.d. 30 mei 2013, r.o. 5.6; 2015-028 d.d. 1 september 2015, r.o. 4.5; 2016-012 d.d. 20 april 2016, r.o. 4.6; 2016-033 d.d. 11 oktober 2016, r.o. 4.6; 2017-032 d.d. 19 oktober 2017, r.o. 4.7. Zie in dit verband ook de uitspraken Hof Amsterdam

HOOFDSTUK 5

ook kunnen zeggen dat het causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie (en de daardoor veroorzaakte beleggingsbeslissing) en anderzijds de beleggingsresultaten die worden behaald *na bekendwording* van de misleiding, is doorbroken.³⁷⁶ Dit betekent uitdrukkelijk niet dat wanneer na het laatstgenoemde tijdstip de aandelen worden aangehouden, ook het causaal verband is verbroken voor zover dat betrekking heeft op koersverliezen geleden *tot en met het moment van bekendwording* van de misleiding.³⁷⁷ Dit zou namelijk betekenen dat voor alle beleggers die na het laatstgenoemde tijdstip hun effecten aanhouden, de verplichting tot schadevergoeding komt te vervallen (en dat deze beleggers verder niet worden gecompenseerd voor de door hen geleden koersschade). Dat is strijdig met de gedachte dat door misleiding veroorzaakte koersschade definitief wordt geleden als en voor zover de misleiding bekend wordt en *deze* koersschade nadien op geen enkele manier meer kan worden goed gemaakt. Een verweer met de strekking dat als gevolg van het door de belegger aanhouden van de aandelen het (reeds gevestigde) causaal verband *volledig* wordt doorbroken, omdat de belegger hiermee te kennen zou geven het litigieuze aandeel (en de

27 april 2010, *JOR* 2010/161 (Van den Bogaert/ ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 5.15; Hof 's-Hertogenbosch 14 juni 2016, ECLI:NL:GHSHE:2016:2346 (Semax B.V. e.a./ F. van Lanschot Bankiers N.V.), r.o. 3.17.6; Rb. Amsterdam 21 december 2011, *JOR* 2012/81 (X Holding B.V./Wealth Management Partners N.V.), r.o. 4.12; Rb. 's-Gravenhage 19 december 2012, *JOR* 2013/47 (X/Y e.a.), r.o. 4.7.5 en r.o. 4.7.13; Rb. Noord-Holland 30 maart 2016, ECLI:NL:RBNHO:2016:3506 (X/Wilgenhage Vermogensbeheer B.V.), r.o. 2.29.

376. De uitkomst om koersdalingen die optreden nadat de misleiding volledig bekend is geworden (en de koersinflatie volledig uit de koers is gelopen) voor rekening (en risico) van de belegger te laten komen, kan ook nog worden bereikt via het instrument van de schadebeperkingsplicht. De redenering is dan dat voor zover de belegger, na met de misleiding bekend te zijn geworden, de litigieuze effecten niet heeft verkocht, hij niet aan zijn schadebeperkingsplicht heeft voldaan en het koersverlies dat hij nadien heeft geleden derhalve (op grond van art. 6:101 BW) voor zijn eigen rekening dient te blijven. Een vergelijkbare redenering komt men in de rechtspraak tegen bij de aansprakelijkheid van de bank wegens schending van de bijzondere zorgplicht, zie in dit verband bijvoorbeeld de uitspraken Rb. Maastricht 1 juli 2002, *JOR* 2002/166, m.nt. K. Frielink (Keuls/ING Bank N.V.), r.o. 3.6; Hof Arnhem-Leeuwarden 5 juli 2016, ECLI:NL:GHARL:2016:5454 (Invinco GmbH/X), r.o. 6.8-6.13. Het cassatieberoep tegen het laatstgenoemde arrest is op het punt van de schadebeperkingsplicht met toepassing van art. 81 RO verworpen, zie HR 24 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:3018 (Invinco GmbH/X).
377. Het koerseffect dat optreedt als gevolg van het bekend worden van de misleiding zit hier dus in.

daaraan verbonden risico's) als zodanig te accepteren,³⁷⁸ moet derhalve worden verworpen.³⁷⁹

b. Schadebegroting en ontstaansmoment van de schade

Met de zojuist gemaakte peildatumkeuze zijn voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij juiste en volledige informatie het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, de uitgangspunten voor de schadebegroting gegeven en kan de eerdergenoemde vermogensvergelijking worden uitgevoerd. Het verlies dat op het litigieuze aandeel is geleden over de periode vanaf het moment van aankoop tot aan de peildatum, moet worden vergeleken met het hypothetische beleggingsresultaat dat over deze periode zou zijn behaald op de investering die zou zijn gedaan bij afwezigheid van de misleiding.³⁸⁰ Bij deze vermogensvergelijking wordt het bedrag dat de belegger op de markt voor zijn aandeel heeft betaald wederom tot uitgangspunt genomen (zie § 5.5.2.2 *sub b*). De belegger kan immers

378. Vgl. in het kader van het door een effecteninstelling (in het Wft-tijdperk: beleggingsonderneming) schenden van de bijzondere zorgplicht wegens het ten onrechte accepteren van zogenoemde 'bestensorders' bij een beursintroductie de uitspraak Commissie van Beroep DSI nr. 12 d.d. 30 juli 2002, *JOR* 2002/165, m.nt. K. Frielink onder *JOR* 2002/166, r.o. 5.6. Zie ook het commentaar van 't Hart bij deze uitspraak in *TvE* 2002-8/9, p. 180-183 en de noot van 't Hart onder Hof Amsterdam 5 december 2002, *JOR* 2003/116. En vgl. in het kader van het door de bank (in een adviesrelatie) schenden van de bijzondere zorgplicht wegens het niet voldoende waarschuwen voor de aan de litigieuze belegging verbonden risico's Hof Amsterdam 2 november 2010, *JOR* 2011/80 (Prenger/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.13 en r.o. 4.15; Hof Amsterdam 29 maart 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BR1762 (X e.a./ ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.20 en r.o. 4.27-4.28.

379. Het verweer dat het causaal verband tussen de zorgplichtschending van de bank en de beleggingsbeslissing van de belegger ontbreekt, omdat de belegger, na met de risico's van de litigieuze belegging bekend te zijn geworden, de belegging heeft aangehouden, is expliciet verworpen door de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening, zie Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-33 d.d. 24 juli 2012, r.o. 3.9 (slot). Zie in dit verband ook punt 3.29-3.30 van de conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:PHR:2017:890, bij HR 24 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:3018 (Invinco GmbH/X). In de laatstgenoemde zaak ging het om een beleggingsonderneming die (in een vermogensbeheerrelatie) haar bijzondere zorgplicht had geschonden door de belegger niet te adviseren van de litigieuze belegging af te zien.

380. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 140-141. En vgl. voor de vergoeding van beleggingsschade buiten het geval van aansprakelijkheid van de vennootschap voor door misleiding veroorzaakte koersschade onder meer de volgende uitspraken: Hof 's-Hertogenbosch 14 september 2010, *JOR* 2010/310, r.o. 4.17.2 (dit arrest is in cassatie in stand gebleven, zie HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.)); Hof Leeuwarden 11 mei 2010, *JOR* 2010/195,

HOOFDSTUK 5

niet onderhandelen over de prijs, dus de prijs die hij betaalt is gelijk aan de marktprijs ervan uitgaande dat de verstrekte informatie juist en volledig was. Overigens zou men bij de schadevaststelling van de beleggers die bij juiste en volledige informatie het litigieuze aandeel niet zouden hebben gekocht, ook kunnen spreken van een *peilperiode*, omdat de schade niet wordt begroot op één enkel tijdstip, maar wordt gemeten over de gehele periode gelegen tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van de bekendwording van de misleiding.³⁸¹ Dit was anders bij de schadevaststelling voor de beleggers die het aandeel ook bij afwezigheid van de misleiding zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. Daar werd in het kader van de schadebegroting de koersinflatie op één moment gemeten, namelijk het moment van aankoop. De koersinflatie gemeten op het moment van bekendwording van de misleiding fungeerde vervolgens in het kader van de toerekening ex art. 6:98 BW als een correctie op de (op het moment van aankoop) vastgestelde schade.

Met de keuze van de peildatum is eveneens het ontstaansmoment van de schade gegeven. Evenals voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, is dat voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt en de inflatie uit de koers verdwijnt. Anders dan bij de schadevaststelling voor de eerstgenoemde beleggers, valt in dit geval – conform de hoofdregel – de peildatum dus wel samen met het ontstaansmoment van de schade.³⁸² Dat is dus ook het moment waarop de wettelijke rente over verbintenis tot schadever-

m.nt. C.W.M. Lieverse, r.o. 30; Hof Amsterdam 27 april 2010, *JOR* 2010/161, r.o. 5.14; Hof 's-Hertogenbosch 16 december 2008, *JOR* 2009/164, r.o. 4.46; Hof Amsterdam 30 september 2008, *JOR* 2008/312, r.o. 4.19-4.20; Rb. Amsterdam 24 januari 2007, *JOR* 2007/94, m.nt. F.M.A. 't Hart, r.o. 5.11-5.11.7.

381. Zie voor de situatie waarin de belegger (een deel van) zijn aandelen tussentijds verkoopt hierna § 5.5.3.1 *sub c*.

382. Dat bij de schadevaststelling voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, de peildatum en het ontstaansmoment van de schade niet samenvallen, wordt verklaard door het feit dat bij deze beleggers de datum van aankoop als peildatum wordt gehanteerd (zie § 5.5.2.2 *sub a*).

goeding gaat lopen.³⁸³ Het voorgaande is alleen anders wanneer de misleiding (vanwege de aanwezigheid van een lek of vanwege het door de markt *op eigen kracht* achterhalen van de ware toestand van de vennootschap) geleidelijk bekend wordt en de koersinflatie daardoor geleidelijk uit de koers loopt. In dat geval dient als peildatum te worden gehanteerd het moment waarop de misleiding *volledig* bekend is en de koersinflatie *volledig* uit de koers is verdwenen. Strikt genomen is er in het scenario van geleidelijke bekendwording al wel eerder sprake van rechtens relevante schade. De schade ontstaat reeds zodra de eerste eurocent koersinflatie uit de koers loopt. Niettemin verdient het aanbeveling om ook in dat geval de wettelijke rente pas te laten ingaan vanaf het moment waarop de misleiding *volledig* bekend is (het moment van de peildatum derhalve). Dit voorkomt bewerkelijke rekenexercities. De motivering is dezelfde als uiteengezet in § 5.5.2.1 voor de beleggers die kiezen voor de eerstgenoemde feitelijke grondslag.

c. Correctie bij tussentijdse verkopen

Voor de beleggers die hun aandeel verkopen voordat de misleiding bekend wordt, moet op het bovenstaande nog een correctie worden aangebracht. Zij hebben op het moment van de peildatum hun aandeel al verkocht, dus voor deze beleggers moet een andere peildatum worden gekozen. Zou bij deze beleggers niet van een andere peildatum worden uitgegaan, dan zou vanaf het moment waarop zij hun aandeel hebben verkocht het vermogen moeten worden ‘gevolgd’ en gekeken moeten worden hoe de verkoopopbrengst wordt aangewend (en hoe dat vervolgens rendeert). Dit is vanuit praktisch oogpunt nogal bezwaarlijk. Daarnaast heeft de aansprakelijke vennootschap met een eventuele nieuwe beleggingsbeslissing van deze beleggers niets van doen. De meest voor de hand liggende peildatumkeuze voor de tussentijdse verkopers is daarom mijns inziens het moment van verkoop. Het feitelijke koersverlies op het litigieuze aandeel (koopprijs minus verkoopprijs) moet vervolgens worden vergeleken met het resultaat dat bij afwezigheid van de misleiding in dezelfde periode (het tijdvak gelegen tussen het moment van aankoop en het moment van verkoop) zou zijn behaald op een alternatieve belegging.

383. Zie in dit verband ook de uitspraak Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-034 d.d. 27 oktober 2015, r.o. 4.7.3 over de ingangsdatum van de wettelijke rente bij de aansprakelijkheid van de bank (in haar rol als beleggingsadviseur) wegens het tekortschieten in de nakoming van de adviesovereenkomst en de uitspraak Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-038A d.d. 7 december 2015, r.o. 4.5 over de ingangsdatum van de wettelijke rente bij de aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder wegens het tekortschieten in de nakoming van de vermogensbeheerovereenkomst.

HOOFDSTUK 5

Overigens zullen we in de volgende paragraaf zien dat voor zover de schade van de hier bedoelde beleggers (zonder de misleiding zouden zij het litigieuze aandeel niet hebben gekocht) is terug te voeren op algemene beleggingsrisico's of bestaat uit gedeelde koerswinst op (hypothetische) alternatieve beleggingen, deze niet aan de vennootschap kan worden toegerekend en derhalve niet voor vergoeding in aanmerking komt. Deze gevolgtrekking is onverminderd van belang voor de positie van de tussentijdse verkopers. Verkopen zij namelijk hun aandeel voordat de misleiding bekend wordt, dan bestaat hun schade louter uit (gerealiseerde) algemene beleggingsrisico's en/of gedeeld rendement op hypothetische beleggingen. Aangezien deze schade niet voor vergoeding in aanmerking komt (zie de volgende paragraaf), doen de tussentijdse verkopers bij de schadebegroting dan eigenlijk niet meer ter zake. Alleen in de situatie waarin de tussentijdse verkopers hun aandeel verkopen op een moment dat de misleiding reeds gedeeltelijk bekend is geworden (en de koersinflatie reeds gedeeltelijk uit de koers is gelopen), hebben ze eventueel recht op schadevergoeding. In dat geval bestaat hun schade immers niet slechts uit (gerealiseerde) algemene beleggingsrisico's en/of gedeeld rendement. Uitgaande van het moment van verkoop als peildatum, is de schade die dan (maximaal)³⁸⁴ voor vergoeding in aanmerking komt het bedrag van de koersinflatie dat tot dan toe uit de koers is gelopen. Het scenario waarin de misleiding geleidelijk naar buiten komt, wordt hierna verder buiten beschouwing gelaten. Het betreft vooral een bewijsrechtelijke complexiteit die voor de analyse die in deze paragraaf centraal staat verder niet relevant is.

5.5.3.2 Welke schade kan aan de vennootschap worden toegerekend?

Als de schade via de beschreven schadebegrotingsmethodiek is vastgesteld, is vervolgens de vraag welke schade de vennootschap op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend. Voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, speelt vooral de vraag of, en zo ja, in welke mate, de schade bestaande uit het koersverlies veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (gedoeld wordt op macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende)

384. Voor zover het uit de koers lopen van de koersinflatie is te wijten aan een afname van de marktwaarde van de misleidende informatie, komt de koersinflatie niet voor vergoeding in aanmerking. Dit was ook zo bij de tussentijdse verkopers van de groep beleggers die het aandeel ook bij afwezigheid van de misleiding zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. Zie § 5.5.2.2 *sub c* ('Correctie bij tussentijdse verkopen').

bedrijfsspecifieke factoren) en de schade bestaande uit de gederfde koerswinst op (hypothetische) alternatieve beleggingen voor vergoeding in aanmerking komt.³⁸⁵ Deze toerekeningsvraag zal ik in deze paragraaf voor twee verschillende scenario's analyseren en beantwoorden. Ten eerste het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt (*sub a*). Ten tweede het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een alternatief beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd (*sub b*).

a. Belegger zou zonder de misleiding zijn geld in oude sok hebben gestopt
In het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt, rijst in het kader van de schadetoerekening ex art. 6:98 BW de vraag of het koersverlies dat voortvloeit uit de verwezenlijking van (met de misleiding geen verband houdende) algemene beleggingsrisico's aan de vennootschap kan worden toegerekend. Schade bestaande uit de gederfde koerswinst op een alternatieve belegging doet zich in dit scenario niet voor, aangezien met een oude sok geen koerswinst is te behalen. Ik geef een voorbeeld van eerstbedoelde schade.

Een internetbedrijf spiegelt in een – in het kader van een aandelenuitgifte gepubliceerd – prospectus zijn financiële positie en winstpotentieel te gunstig voor. De (uitgifte)koers wordt als gevolg hiervan kunstmatig opgedreven. Een paar maanden later komt de misleiding aan het licht en publiceert de vennootschap een corrigerende mededeling waarin de werkelijke financiële toestand uit de doeken wordt gedaan. In zeer korte tijd keldert de koers. In de periode gelegen tussen de dag van publicatie van het prospectus en de dag van de corrigerende mededeling zijn internetbedrijven echter wereldwijd bij het beleggende publiek uit de gratie geraakt. De reden hiervoor is een wereldwijd afnemende belangstelling voor internetdiensten en wereldwijd afnemende verkoopopbrengsten. Dit negatieve marktsentiment rondom de internetsector heeft zich wereldwijd vertaald in heftig dalende beurkoersen van internetbedrijven. Ook de beurskoers van de zojuist genoemde vennootschap heeft als gevolg van dit negatieve sentiment hevige klappen te verduren gekregen. Vele beleggers zijn op het misleidende prospectus afgegaan en hebben zich hierdoor op het verkeerde been laten zetten. Zouden de beleggers met de ware toestand van de vennootschap bekend zijn geweest, zouden zij het aandeel niet hebben gekocht. Wanneer deze beleggers de vennootschap in rechte aanspreken voor het door hen geleden koersverlies, zullen zij zich primair op het standpunt stellen dat het volledige bedrag van het koersverlies aan de vennootschap kan worden toegerekend en voor

385. Zie over deze vraag in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 186-189.

HOOFDSTUK 5

vergoeding in aanmerking komt. Zij werden immers gelokt door het misleidende prospectus en zouden bij juiste en volledige informatie hun geld in een oude sok hebben laten zitten. Zou het prospectus niet misleidend zijn geweest, dan zouden zij het aandeel niet hebben gekocht en dan zouden ze ook de neerwaartse trend van de internetsector niet hebben meegemaakt. De vennootschap zal hier tegenin brengen dat zij het negatieve sentiment rondom de internetsector geenszins heeft kunnen voorzien, dat zij dat ook op geen enkele wijze in de hand heeft gehad en dat dit moet worden gezien als een externe oorzaak die de schade heeft veroorzaakt. Voor zover de door de beleggers geclaimde schade bestaat uit aan (een belegging in) de internetsector inherente beleggingsrisico's die zich achteraf blijken te hebben gerealiseerd, kan deze de vennootschap op geen enkele wijze worden toegerekend. Ten hoogste het koersverlies veroorzaakt door het uit de koers lopen van de koersinflatie kan de vennootschap worden toegerekend, aldus zal het verweer luiden van de vennootschap.

Wie heeft hier nu het gelijk aan zijn of haar zijde? De belegger of de aangesproken vennootschap? Ik zal deze vraag eerst intuïtief beantwoorden en daarna aan de hand van (een onderlinge afweging van) de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW.

Intuïtieve beoordeling

De belegger die een aandeel koopt in een vennootschap opererend binnen de internetsector, mag – althans vanuit het perspectief van de vennootschap – bekend worden verondersteld met de aan het aandeel verbonden algemene beleggingsrisico's. Het risico dat internetbedrijven wereldwijd uit de gratie geraken, betreft zo'n algemeen beleggingsrisico. Indien – afgezien van het in het prospectus te positief voorstellen van de financiële toestand van de vennootschap – de aan het aandeel verbonden risico's door de vennootschap niet zijn gemaskeerd en voldoende aan het beleggende publiek zijn kenbaar gemaakt, kan het daadwerkelijk realiseren van deze risico's denk ik niet aan de vennootschap worden toegerekend. Weliswaar werd de belegger door het misleidende prospectus gelokt en zou bij juiste en volledige informatie zijn geld nog in een oude sok hebben gezeten, maar dat neemt niet weg dat hij er willens en wetens voor heeft gekozen zich in het beursverkeer te begeven. Voor de negatieve consequenties van deze keuze zal hij dan volgens mij ook op de blaren moeten zitten. Zou dit anders zijn, dan zou de vennootschap gaan fungeren als een soort verzekeraar van algemene beleggingsrisico's en dat kan niet de bedoeling zijn.

Iets anders is dat de belegger misschien niet op de hoogte was van de aan het beleggen in aandelen inherente risico's en/of dat hij niet bekend was

met de aan (het beleggen in) de internetsector verbonden risico's. Wanneer hij zich hierover heeft laten adviseren, maar hierover door zijn beleggingsadviseur wellicht niet goed is voorgelicht, speelt een ander probleem.³⁸⁶ In dat geval moet eerder worden gedacht aan een zorgplichtschending in de relatie belegger-adviseur en kan de belegger wellicht zijn adviseur (uit hoofde van wanprestatie of onrechtmatige daad) aanspreken. De vennootschap staat hier in beginsel buiten (dit is alleen anders wanneer de adviseur niet onafhankelijk van de vennootschap opereert). In deze zorgplichtschending is ook het essentiële verschil gelegen tussen de problematiek van misleiding op de effectenbeurs en bijvoorbeeld de bekende effectenleaseproblematiek. In de effectenlease-affaire was de kern van het geschil dat de meeste benadeelde beleggers niet wisten wat voor product werd gekocht, dat zij zich niet realiseerden wat de aan het product verbonden risico's waren en dat zij evenmin wisten of het product in hun beleggings- en/of bestedingspatroon paste.³⁸⁷ De Hoge Raad oordeelde uiteindelijk dat de informatievoorziening van de aanbieders van effectenleaseproducten inderdaad onvoldoende was (hij hield althans het daartoe strekkende oordeel van het hof in stand).³⁸⁸ De aanbieders hadden de afnemers moeten waarschuwen voor het aan het product verbonden risico van een restschuld en/of hadden – al naar gelang de bestedingsruimte – de afnemers het kopen van het product moeten ontraden. Aangezien met (het vaststellen van) deze normschending wordt erkend dat de beleggers van tevoren niet goed wisten waar ze aan begonnen, is begrijpelijk dat bij de schadeafwikkeling van effectenleasegeschillen de aan het product verbonden risico's juist wel voor vergoeding in aanmerking komen.³⁸⁹ In zoverre moeten beleggingsgeschillen inzake effectenlease dus goed worden onderscheiden van beleggingsgeschillen inzake misleiding op de beurs. En dit geldt niet alleen voor de zorgplichtschending bij effectenlease, maar dat geldt voor zorgplichtschendingen van beleggingsondernemingen of financiële dienstverleners³⁹⁰ in het algemeen. De zorgplichtschending van beleg-

386. Deze adviseur zal meestal de beleggingsonderneming (in de zin van de Wft zijn) zijn van wiens diensten de beleggers gebruikmaken om deel te kunnen nemen aan de beurshandel.

387. Zie over de effectenlease-affaire onder meer Huls & Van Doorn 2007, Weenink 2009 en Pijls 2009d.

388. HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182-184, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199-200, m.nt. C.W.M. Lieveerse; *JA* 2009/116-118, m.nt. W.H. van Boom onder *JA* 2009/118 (effectenlease). Een goed overzicht van de effectenleaseproblematiek, met vele verwijzingen, geeft de conclusie van P-G De Vries Lentsch-Kostense bij de effectenlease-arresten.

389. Wel wordt de omvang van de schadevergoeding op grond van eigen schuld ingeperkt.

390. Bedoeld wordt de beleggingsonderneming of financiële dienstverlener in de zin van de Wft.

HOOFDSTUK 5

gingsondernemingen of financiële dienstverleners betreft een wezenlijk andere soort normschending dan de normschending van een vennootschap bestaande uit het publiceren van misleidende informatie op de beurs.

Wat zeggen de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW?

Het antwoord op de vraag of de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW pleiten voor een strenge dan wel soepele toerekening van beleggings schade veroorzaakt door (het realiseren van) algemene beleggingsrisico's laat zich nu eigenlijk al raden. In het verlengde van het standpunt dat de schade bestaande uit gedeelde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie van de beleggers die ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, niet of slechts beperkt aan de vennootschap kan worden toegerekend (zie § 5.5.2.3 *sub b* 'Toerekening gedeelde koerswinst over bedrag van koersinflatie'), geldt voor de beleggers die het aandeel zonder de misleiding *niet* zouden hebben gekocht dat hun schade voor zover toe te schrijven aan algemene beleggingsrisico's niet voor vergoeding in aanmerking komt. De redenering komt nagenoeg overeen met de redenering uiteengezet in § 5.5.2.3 *sub b*. Op zichzelf is voor de vennootschap voorzienbaar dat beleggers die door misleidende informatie worden gelokt in aandelen te investeren hierdoor koersverlies *kunnen* lijden. Niet voorzienbaar is echter in welke mate de beleggers met een investering in het litigieuze aandeel worden blootgesteld aan *negatieve* externe factoren. Voor hetzelfde geld was de belegger met zijn belegging in het litigieuze aandeel blootgesteld aan *positieve* externe factoren en had hij flinke winst gemaakt. In dat geval had de vennootschap hem waarschijnlijk niet horen klagen. Of, en zo ja in welke mate, algemene beleggingsrisico's zich ten goede of ten kwade realiseren is voor de vennootschap simpelweg niet te voorzien en daarom pleit de factor *voorzienbaarheid van de schade* voor een beperkte toerekening.³⁹¹ Ook de factor *verwijderdheid van de schade* pleit voor een strenge toerekening. De meest nabije oorzaak van het koersverlies van de belegger die via zijn belegging in het litigieuze aandeel plotseling wordt geconfronteerd met algemene beleggingsrisico's die zich ten kwade realiseren, is immers gelegen in externe factoren. De meest nabije oorzaak van dit koersverlies is niet de misleiding en de daarop volgende aankoopbeslissing van de belegger. De factor *strekking van de geschonden norm*, mede gelet op de *aard van de schade*, wijst in dezelfde richting.³⁹² De effectenrechtelijke informatieverplichtingen strekken er immers toe de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen en

391. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 187.

392. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 187-188.

beleggers adequaat te informeren.³⁹³ De informatieverplichtingen strekken er niet toe beleggers te beschermen tegen algemene beleggingsrisico's.

Alleen de mate waarin de vennootschap van de misleiding een verwijt kan worden gemaakt, hetgeen een relevant gezichtspunt kan vormen onder de vlag van de toerekeningsfactor *aard van de aansprakelijkheid*, zou de onderlinge afweging van toerekeningsfactoren eventueel nog anders kunnen doen uitvallen.³⁹⁴ Komt bijvoorbeeld vast te staan dat de vennootschap opzettelijk fraude heeft gepleegd, dan is dat op zichzelf een omstandigheid die pleit voor een soepele toerekening van de door de beleggers geleden schade. Onder omstandigheden kan dit zo ver gaan dat verdedigbaar is dat (gerealiseerde) algemene beleggingsrisico's mede voor vergoeding in aanmerking moeten komen. Buiten gevallen van opzettelijke fraude lijkt mij dat echter uitgesloten.

Verdere beperking van de rechtens toerekenbare schade noodzakelijk?

Op grond van het voorgaande kan worden geconcludeerd dat de vergoedingsplicht van de vennootschap zich in beginsel niet uitstrekt tot koersverlies veroorzaakt door negatieve externe ontwikkelingen. Ook voor de beleggers die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel in het geheel niet zouden hebben gekocht beperkt de vergoedingsplicht zich dus tot het koersverlies dat direct is terug te voeren op (het bekend worden van) de misleiding. Hiermee is een eerste bovengrens voor de rechtens voor vergoeding in aanmerking komende schade gegeven. De vraag is of dit de enige bovengrens is. Wat is bijvoorbeeld rechtens wanneer de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert en als gevolg daarvan de koersinflatie toe- of afneemt? In § 5.5.2.3 *sub a* werd voor de beleggers die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, verdedigd dat in het scenario van een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee corresponderende afnemende koersinflatie) de schadevergoeding moet worden beperkt tot het bedrag van de koersinflatie op moment van bekendwording van de misleiding. Geldt een soortgelijke regel voor de beleggers die bij juiste en volledige informatie het aandeel *niet* zouden hebben gekocht? Alvorens deze vraag te beantwoorden, zij er eerst op gewezen dat wanneer bij de hierboven beschreven schadebegrotingsmethodiek een correctie op het schadebedrag wordt aangebracht om het effect van de externe factoren eruit te filteren, de koersinflatie wordt

393. Zie reeds § 5.5.2.3 *sub a*.

394. Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van een vermogensbeheerder Rb. Amsterdam 21 december 2011, *JOR* 2012/81 (X Holding B.V./Wealth Management Partners N.V.), r.o. 4.16.

HOOFDSTUK 5

gemeten op het moment van de corrigerende mededeling.³⁹⁵ Bij deze methodiek wordt de koersinflatie *niet* gemeten op het moment van aankoop. Wijzigt de omvang van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding als gevolg van een fluctuerende marktwaarde van de misleidende informatie, dan is dit verschil van belang. Ik licht dit toe aan de hand van het eerste voorbeeld dat werd gegeven in § 5.5.2.3 *sub a* (onder het kopje ‘Twee voorbeelden’).

Een belegger koopt voor € 100 een aandeel in een vennootschap waarvan de koers als gevolg van fraude kunstmatig is geïnfleteerd. In werkelijkheid is het aandeel maar € 50 waard. Als gevolg van negatieve marktontwikkelingen dalen alle aandelen in de sector waarvan de vennootschap deel uitmaakt in korte tijd met 50%. Na deze terugval heeft het litigieuze aandeel dus nog maar een marktwaarde van € 50. Als na enige tijd de rust weer is teruggekeerd, komt de vennootschap met de fraude naar buiten. Als gevolg van deze corrigerende mededeling keldert de koers meteen naar € 25. Op het moment van de corrigerende mededeling was er nog niets van de fraude uitgelekt, dus de € 25 koersdaling vertegenwoordigt het volledige bedrag aan koersinflatie dat uit de koers verdwijnt. De schade van de belegger die zonder de misleiding zijn geld in een oude sok zou hebben laten zitten, bedraagt € 75. Hij heeft immers € 100 geïnvesteerd en daar is nog maar € 25 van over. Wordt het effect van de negatieve marktontwikkelingen eruit gefilterd, dan blijft van het schadebedrag van € 75 nog maar € 25 over. Van het totale koersverlies van € 75 is namelijk € 50 aan de externe marktontwikkelingen toe te schrijven.

Door het effect van de externe factoren eruit te filteren, wordt dus de koersinflatie gemeten op het moment van bekendwording van de misleiding.³⁹⁶ Dat betekent dat in het kader van de toerekeningsvraag alleen het scenario hoeft te worden onderzocht waarbij de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) *toeneemt*. Het scenario waarin de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) *afneemt* behoeft geen analyse. Volgens de beschreven schadebegrotingsmethodiek wordt de koersinflatie immers gemeten op het moment van bekendwording van de misleiding, waardoor het gemeten schadebedrag in het laatstgenoemde scenario al zijn minimale omvang heeft. In het kader van de redelijke toerekening is aan dit schadebedrag verder niets meer te beperken.

395. Wanneer de inflatie als gevolg van geleidelijke bekendwording van de misleiding geleidelijk uit de koers loopt, lijden ook de tussentijdse verkopers schade (zie § 5.5.3.1 *sub c*). Bij hen wordt volgens de beschreven methodiek dat deel van de koersinflatie gemeten dat op het moment van de tussentijdse verkoop inmiddels uit de koers is gelopen.

396. Er wordt in plaats van een *ex ante*-perspectief, het meten van de koersinflatie op het moment van aankoop, dus eigenlijk een soort *ex post*-perspectief gehanteerd.

Voor het geval dat als gevolg van een toenemende marktwaarde van de misleidende informatie de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toeneemt, verdedigt de De Jong dat ook voor de beleggers die het aandeel bij afwezigheid van de misleiding niet zouden hebben gekocht, een tweede beperking op de schadevergoeding moet worden aangebracht.³⁹⁷ Volgens hem moet in dat geval de schadevergoeding worden gemaximeerd op het bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop. Anders dan bij de beleggers die het aandeel ook bij juiste en volledige informatie zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, ben ik daar bij de beleggers die het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, in het algemeen niet van overtuigd. De laatstgenoemde beleggers hebben zich immers door de misleidende informatie op het verkeerde been laten zetten. De misleidende informatie was voor deze beleggers juist doorslaggevend om het aandeel te kopen. Anders dan de beleggers die het aandeel ook bij afwezigheid van de misleiding (maar dan *tegen een lagere prijs*) zouden hebben gekocht, hebben deze beleggers willens en wetens gekozen voor de goede en kwade kansen van het gegeven waarop de misleiding betrekking had. Als dan als gevolg van externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie toeneemt, acht ik het niet bij voorbaat redelijk hun het positieve resultaat van hun welbewuste keuze te onthouden. Dat resultaat wordt hun wel onthouden wanneer de koersinflatie die voor vergoeding in aanmerking komt, wordt beperkt tot het lagere bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop. Ter verduidelijking geef ik wederom een voorbeeld.

Bij het eerdergenoemde internetbedrijf wordt in plaats van de financiële positie en het winstpotentieel van de onderneming de carrière van de nieuwe bestuursvoorzitter in het prospectus te mooi voorgesteld. De bestuursvoorzitter wordt in het prospectus gepresenteerd als iemand die door middel van eerdere bestuursfuncties een buitengewoon goed *track record* heeft opgebouwd op het terrein van crisismanagement. Vooral in financieel moeilijke tijden bleek hij of zij in het verleden over bijzondere managementcapaciteiten te beschikken. Waar concurrerende bedrijven het hoofd niet boven water konden houden, lukte het de bedrijven waar deze bestuursvoorzitter de scepter zwaaide het zware weer te doorstaan. Wanneer na de aandelenuitgifte van dit internetbedrijf de internetsector het plotseling zwaar te verduren krijgt, zal de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) toenemen. Immers, juist in financieel moeilijke tijden vormen de capaciteiten van de bestuursvoorzitter (althans, zoals voorgesteld in het prospectus) een ware *asset* voor de onderneming. Als vervolgens de waarheid aan het licht komt en de nieuwe bestuursvoorzitter toch niet over zulke bijzondere capaciteiten blijkt te beschikken, zal dat een aanzienlijke koersreactie tot gevolg hebben. Het bedrag van de koersinflatie dat uit de koers loopt, zal groter zijn dan het bedrag van de koersinflatie op het moment van

397. De Jong 2010, p. 188-189.

HOOFDSTUK 5

de aandelenuitgifte. De beleggers die bij afwezigheid van de misleiding het aandeel niet zouden hebben gekocht, zullen aanvoeren dat zij bereid waren de aan de internetsector inherente algemene beleggingsrisico's – waarmee zij bekend waren – te aanvaarden, juist omdat het *track record* van de bestuursvoorzitter hen zo aansprak. Op basis van het prospectus vertrouwden zij er immers op dat deze bestuursvoorzitter het bedrijf op een goede manier door financieel zware tijden kon loodsen. Is het voor deze beleggers nu redelijk de schadevergoeding af te knippen op het lagere bedrag van de laatstgenoemde koersinflatie? Ik denk het niet. Deze beleggers dachten namelijk (tot op zekere hoogte) beschermd te zijn tegen negatieve marktontwikkelingen en deze bescherming blijkt achteraf te ontbreken.

Mijn conclusie is dat het niet onder alle omstandigheden redelijk is de schadevergoeding te beperken tot het bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop. Het in algemene zin aanleggen van een zodanige beperking sta ik – anders dan De Jong –³⁹⁸ dus niet voor. Daarmee is absoluut niet gezegd dat het *nooit* redelijk is de schadevergoeding te maximeren op het bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop. Ik zou deze beperking echter willen laten afhangen van een beoordeling van de omstandigheden van het geval en hier geen algemene rechtsregel voor willen formuleren. Ook De Jong is enigszins terughoudend en acht niet uitgesloten dat de beperking strijdig is met het (hierna nog te bespreken) arrest De Boer e.a./TMF.³⁹⁹ Mijns inziens zegt dit arrest hier niets over en laat het in dit opzicht iedere mogelijkheid open.

Wijs niet te gemakkelijk de externe factor als (directe) schadeoorzaak aan Alvorens de toerekeningsvraag te beantwoorden voor het scenario waarin de belegger zonder de misleiding zijn geld alternatief zou hebben belegd en aldus koerswinst heeft gederfd, is nog een waarschuwing op zijn plaats. Deze waarschuwing heeft betrekking op een bewijstechnische – doch niet te onderschatten – kwestie. In de praktijk kan de verleiding namelijk groot zijn om gemakkelijk te concluderen dat een bepaald koersverlies werd veroorzaakt door externe risico's en dat het verlies niets van doen heeft met eerder gepubliceerde misleidende informatie. Schijn kan echter bedriegen. Daarom is het soms noodzakelijk om net iets verder te kijken dan de directe oorzaak van het koersverlies en te analyseren of (een deel van) het koersverlies toch niet indirect met de misleiding samenhangt. Om dit toe te lichten beschrijf ik een fictieve casuspositie.⁴⁰⁰

398. De Jong 2010, p. 188-189.

399. Zie De Jong 2010, p. 188-189 respectievelijk HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF).

400. De casuspositie is gedeeltelijk gebaseerd op de Amerikaanse zaak *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981).

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

De grootaandeelhouder van een vastgoedbedrijf besluit in het kader van een nieuw project zijn aandelen openbaar aan te bieden. Het project heeft betrekking op de bouw en verkoop van nieuwe vakantiewoningen. In het (verplicht) gepubliceerde prospectus worden de operationele kosten van het project te laag voorgesteld en wordt het werkkapitaal van de onderneming te gunstig voorgesteld. Tijdens de bouw van de vakantiewoningen valt (als gevolg van macro-economische ontwikkelingen) plotseling de vastgoedmarkt stil. Ook de vraag naar vakantiewoningen heeft hier stevig onder te lijden, waardoor de inkomsten van het project sterk tegenvallen. Reeds voor afronding van het project gaat de onderneming failliet, als gevolg waarvan de inschrijvende beleggers het volledige bedrag van hun investering in rook zien opgaan. Pas na het faillissement komt naar buiten dat het prospectus misleidend was.

Bij dit voorbeeld zal men al snel geneigd zijn om de plotseling stilvallende vastgoedmarkt als directe oorzaak van het faillissement aan te wijzen. Het faillissement betreft dan een externe schadeoorzaak die op de kunstmatige koersinflatie inwerkt en die de inflatie van de een op de andere dag tot nul reduceert. Het volledige koersverlies kan aan de externe oorzaak worden toegeschreven en de beleggers hebben geen recht op schadevergoeding. Bij deze manier van redeneren wordt mogelijkwerwijs een belangrijk aspect over het hoofd gezien. Men vergeet zich namelijk rekenschap te geven van de omstandigheid dat wanneer de operationele kosten en het werkkapitaal de omvang zouden hebben gehad zoals voorgesteld in het prospectus, de onderneming wellicht veel beter in staat zou zijn geweest het gure klimaat op de vastgoedmarkt te doorstaan. Zou achteraf inderdaad kunnen worden geoordeeld dat het project bij een adequaat niveau van het werkkapitaal en bij niet al te hoge operationele kosten (zoals weergegeven in het prospectus) niet zou zijn mislukt, dan moet men concluderen dat het koersverlies van de beleggers niet volledig is veroorzaakt door het negatieve sentiment op de vastgoedmarkt, maar voor een deel tevens is terug te voeren op het misleidende prospectus.⁴⁰¹ Ter illustratie concretiseer ik dit met een (sterk vereenvoudigd) getallenvoorbeeld.

Stel dat de uitgifteprijs van de aandelen € 100 bedraagt en dat het misleidende prospectus de koers met € 20 heeft opgedreven. Zouden de operationele kosten van het project en het werkkapitaal van de onderneming in het prospectus juist en volledig zijn voorgesteld, dan zouden de aandelen maar € 80 zijn waard geweest. Stel tevens dat de stilvallende vastgoedmarkt en daardoor veroorzaakte tegenvallende opbrengsten in werkelijkheid resulteren

401. Vele varianten op de geschetste casuspositie zijn denkbaar. Het gaat erom dat wanneer de ware toestand van de vennootschap zo zou zijn geweest als (misleidend) voorgesteld in het prospectus, de vennootschap de externe schok beter zou hebben doorstaan en het faillissement wellicht niet zou zijn ingetreden. Waarop de misleiding precies betrekking heeft, doet er eigenlijk niet zo veel toe.

HOOFDSTUK 5

in een verlies van € 90 per aandeel. In de werkelijke situatie is het effect van de externe marktontwikkelingen te heftig en de onderneming onvoldoende kapitaalkrchtig om aan faillissement te ontkomen. Zouden de operationele kosten en het werkkapitaal echter het niveau hebben gehad zoals voorgesteld in het prospectus, dan zou de onderneming de 'klap van € 90 per aandeel' hebben kunnen doorstaan. Dit betekent dat de koersval van het aandeel van € 100 naar € 0 niet voor 100% is terug te voeren op de stilvallende vastgoedmarkt. Van het totale koersverlies van € 100 is € 10 toe te schrijven aan kunstmatige koersinflatie die ten tijde van het faillissement uit de koers liep en daarmee bekend werd. Het sneller dan verwacht intredende faillissement heeft als het ware de (in werkelijkheid) te hoge operationele kosten en het (in werkelijkheid) te lage werkkapitaal ontmaskerd.

b. Belegger zou zonder de misleiding zijn geld in ander beleggingsobject hebben belegd

Na deze uitgebreide analyse over de toerekening van de schade in het scenario waarin de belegger zijn geld in afwezigheid van de misleiding in een oude sok zou hebben gestopt, kan ik over het scenario waarin de belegger zijn geld alternatief zou hebben belegd kort zijn. Uitgaande van de aanname dat aan de misleiding externe factoren (macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) ervoor zorgen dat de koers over het tijdvak van de misleiding (per saldo) afneemt (of althans: niet toeneemt),⁴⁰² zijn er in dit scenario twee gevallen te onderscheiden waarvoor geldt dat de belegger schade lijdt: (i) de belegger zou in de hypothetische situatie zonder misleiding op de alternatieve belegging koerswinst hebben behaald, of (ii) de belegger zou in de hypothetische situatie op de alternatieve belegging verlies hebben geleden, maar minder verlies dan hij thans op het litigieuze aandeel heeft geleden. Zou de zojuist genoemde aanname van het (per saldo) dalende koersverloop over het tijdvak van de misleiding worden losgelaten, dan is er nog een derde geval te onderscheiden waarvoor geldt dat de belegger schade lijdt: (iii) de belegger zou in hypothetische situatie op de alternatieve belegging meer koerswinst hebben behaald dan hij thans heeft behaald op het litigieuze aandeel.⁴⁰³ Aangezien het voor de analyse niet uitmaakt, laat ik dit derde geval verder buiten beschouwing.

Ad (i) Zou de belegger in afwezigheid van de misleiding zijn geld winstgevend hebben belegd, dan bestaat zijn schade uit de gederfde koerswinst op de hypothetische belegging en uit het koersverlies geleden

402. Zie voor deze aanname § 5.3.6 (slot). En zie voor de uitleg van de term 'over het tijdvak van de misleiding per saldo afnemen' respectievelijk 'over het tijdvak van de misleiding per saldo toenemen' eveneens § 5.3.6.

403. Zie voor een voorbeeld van dit geval Rb. Amsterdam 11 juni 2008, *JOR* 2009/133 (Stichting Claim Lengai/Feederlines BV e.a.), r.o. 4.3.

op het litigieuze aandeel. De gederfde koerswinst kan de vennootschap mijns inziens niet worden toegerekend.^{404, 405} De motivering hiervoor is precies dezelfde als die werd gegeven voor het standpunt dat de gederfde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie van de beleggers die ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, niet kan worden toegerekend (zie § 5.5.2.3 *sub b*). Het enige verschil is dat het hier om een groter bedrag gaat: gederfde koerswinst over het gehele bedrag van de inleg en niet slechts gederfde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie. Dat noopt echter niet tot een ander toerekeningsoordeel. Of op het litigieuze aandeel geleden koersverlies (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt, is geen andere vraag dan de toerekeningsvraag die hierboven *sub a* is beantwoord voor het scenario waarin de belegger zijn geld zonder de misleiding in een oude sok zou hebben gestopt. Slechts het koersverlies dat direct is terug te voeren op de (bekendwording van de) misleiding kan aan de vennootschap worden toegerekend. Voor zover het koersverlies is veroorzaakt door (de realisatie van) algemene beleggingsrisico's, komt dat niet voor vergoeding in aanmerking.

Ad (ii) Zou de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld verliesgevend hebben belegd, dan is de analyse voor de toerekening precies dezelfde als wanneer de belegger zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt, met dien verstande dat er een bovengrens voor de schadevergoeding bijkomt. Deze tweede bovengrens laat zich gelden wanneer het koersverlies in de hypothetische situatie zonder misleiding groter is dan het deel van het koersverlies dat in de huidige situatie aan externe factoren is toe te schrijven. In dat geval heeft de belegger strikt genomen gedeeltelijk van de misleiding geprofiteerd. Dankzij de misleiding is hem immers een groter koersverlies bespaard gebleven. Het via de methode van vermogensvergelijking vastgestelde schadebedrag is in dat geval kleiner dan het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding. Het is dan dus onnodig het laatstgenoemde bedrag als maximum van de rechtens toerekenbare schade te hanteren.

Het bovenstaande voert tot de conclusie dat in het scenario waarin de belegger zijn geld alternatief zou hebben belegd, de rechtens toerekenbare

404. Anders Franx 2017, p. 256-258, die van mening is dat gederfde koerswinst die de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging zou hebben behaald, wel aan de vennootschap kan worden toegerekend.

405. Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van een makelaar (uit onrechtmatige daad) jegens een koper van een vakantiehuis Hof 's-Hertogenbosch 12 april 2011, ECLI:NL:GHSHE:2011:BY8749 (X e.a./Y e.a.), r.o. 4.11.2.

HOOFDSTUK 5

schade gelijk is aan het minimum van (i) de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding en ii) het via de methode van vermogensvergelijking vastgestelde schadebedrag.⁴⁰⁶

5.5.4 *Rechtspraak; het De Boer e.a./TMF-arrest van de Hoge Raad*

Een belangrijk arrest waarin de Hoge Raad zich heeft uitgelaten over de schadevaststelling en –toerekening bij misleiding van beleggers is het arrest *De Boer e.a./TMF*.⁴⁰⁷ Dit arrest is mijns inziens een zeer aansprekend voorbeeld van hoe de feitelijke grondslag die de beleggers hun vordering geven, bepalend kan zijn voor het perspectief dat bij het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen. Vooraf is van belang op te merken dat het *De Boer e.a./TMF*-arrest niet gaat over misleiding van het beleggende publiek door een *beursvennootschap*. Het arrest gaat over door een financieel adviseur verstrekte misleidende informatie over een vastgoedproject geëxploiteerd door een (niet-beursgenoteerde) besloten vennootschap. Het arrest moet dus ook in deze context worden gezien.

Aanleiding van het geschil is het verlies dat De Boer c.s. hadden geleden op hun investering in de besloten vennootschap HSI. HSI is opgericht met het oogmerk om door middel van dochtervennootschappen een stuk grond en een thermale bron in Spanje te ontwikkelen (hierna: het 'Project'). TMF was bij het Project betrokken als financieel adviseur. De Boer c.s. hebben (via door hen opgerichte maatschappen) in totaal voor een bedrag van f 2.020.000,- aandelen HSI gekocht. Zij hebben dit gedaan naar aanleiding van een door TMF opgestelde brochure. Het was de bedoeling om de kosten die aan het ontwikkelen en realiseren van het Project waren verbonden, te financieren uit de opbrengst van de verkoop van timesharingrechten en de uitgifte van aandelen. De verkoop van timesharingrechten heeft uiteindelijk niet plaatsgevonden. Op een aandeelhoudersvergadering van 29 maart 2001 hebben de aandeelhouders ingestemd met een andere opzet van het Project. Dit is uiteindelijk niet gelukt, waardoor De Boer c.s. hun geld hebben verloren. Zij stellen zich op het standpunt dat zij als gevolg van onrechtmatig handelen van TMF ertoe zijn bewogen te beleggen in het Project, ofschoon dat van meet af aan niet levensvatbaar was. Zij menen geen tegenwaarde te hebben ontvangen voor het door hen geïnvesteerde bedrag.

406. Vgl. De Jong 2010, p. 189.

407. HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (*De Boer e.a./TMF*). Zie ook het commentaar bij dit arrest van H.M. Vletter van Dort en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008/104. En zie over het arrest ook de analyse van De Jong 2010, p. 180-183.

Na bij de rechtbank niet-ontvankelijk te zijn verklaard, hebben de beleggers in hoger beroep meer succes.⁴⁰⁸ Naar het oordeel van het hof is er in de toetredingsfase inderdaad sprake geweest van onrechtmatig handelen van TMF. Het hof acht bewezen dat de beleggers als gevolg van dit onrechtmatig handelen aan het Project hebben deelgenomen en houdt TMF hiervoor aansprakelijk.⁴⁰⁹ De bij het bepalen van de schade te hanteren maatstaf omschrijft het hof als volgt: het mogelijke verschil tussen de betalingen die de beleggers hebben gedaan en de werkelijke waarde van de aandelen HSI op de dag van toetreding tot het Project, de verwachtingswaarde daaronder begrepen.⁴¹⁰ Voor verdergaande schadevergoeding is volgens het hof geen plaats. In de eerste plaats niet, omdat de beleggers hebben benadrukt dat het onrechtmatig handelen van TMF betrekking heeft op de toetredingsfase die aan het (indirecte) aandeelhouderschap van de beleggers vooraf ging. In de tweede plaats niet, omdat TMF geen invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het Project nadat de beleggers waren toegetreden, terwijl de beleggers als (indirecte) aandeelhouder die invloed wel konden uitoefenen en ook daadwerkelijk hebben uitgeoefend.⁴¹¹ Dit oordeel houdt in cassatie geen stand. In het principale cassatieberoep overweegt de Hoge Raad als volgt:⁴¹²

‘(...) Voor zover deze onderdelen klagen dat zonder nadere motivering (...) niet valt in te zien waarom de schade ten gevolge van de onrechtmatige daad van TMF niet (...) bestaat in het verlies van de bedragen die zij (...) hebben geïnvesteerd in het Project, zijn zij gegrond. Het oordeel van het hof (...) dat voor een verdergaande schadevergoeding dan in rov. 2.12.3 omschreven geen plaats is omdat het aan TMF verweten onrechtmatige handelen valt in de periode voordat De Boer c.s. (..) in HSI investeerden, levert in ieder geval geen begrijpelijke redengeving hiervoor op, omdat *De Boer c.s. aan hun vordering ten grondslag hebben gelegd dat zij op grond van de onrechtmatige gedragingen van TMF in voormelde periode zijn overgegaan tot de investeringen in het Project, dat echter van meet af aan niet levensvatbaar was.* In dat licht bezien valt zonder nadere motivering (...) niet in te zien dat het verlies van de geïnvesteerde bedragen niet meer als een gevolg van het onrechtmatig handelen van TMF aan haar kan worden toegerekend. Evenmin een begrijpelijke redengeving is de door het hof daaraan (...) nog toegevoegde overweging dat gesteld noch gebleken is dat TMF invloed kon uitoefenen op het reilen en zeilen van het Project nadat De Boer c.s. daarin waren toegetreden, terwijl wel voldoende aannemelijk is geworden dat De Boer c.s. via de onderscheiden

408. Hof Amsterdam 15 december 2005, *JOR* 2006/50 (De Boer e.a./TMF).

409. R.o. 2.12.

410. R.o. 2.12.3.

411. R.o. 2.13 jo. 2.12.

412. HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.8.

HOOFDSTUK 5

maatschappen die invloed wel konden uitoefenen en hebben uitgeoefend (...).’ (curs. *ACWP*)

Ook in het incidentele cassatieberoep wordt tegen de door het hof geformuleerde schademaatstaf opgekomen en ook dat onderdeel acht de Hoge Raad gegrond:⁴¹³

‘(...) Het onderdeel klaagt terecht dat het hof aldus buiten de grondslag is getreden die De Boer c.s. aan hun vordering hebben gegeven. De Boer c.s. hebben (...) het standpunt ingenomen dat de onrechtmatige gedragingen van TMF hen ertoe hebben bewogen te beleggen in een niet levensvatbaar gebleken project (...) en dat hun schade daarin bestaat *dat zij geen tegenwaarde hebben ontvangen voor het bedrag dat zij aan HSI ter beschikking hebben gesteld (...)*. *Er is dan ook slechts plaats voor toewijzing van hun vordering die strekt tot vergoeding van hun gehele inleg, indien komt vast te staan dat het Project niet levensvatbaar was (...)*’ (curs. *ACWP*)

Dat de Hoge Raad hier de staf breekt over de door het hof aangelegde schademaatstaf, mag niet verbazen. De beleggers hadden aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag gelegd dat zij door toedoen van TMF in een project waren gestapt dat *van meet af aan niet levensvatbaar was*, en dat ze daarom geen tegenwaarde voor hun inleg hadden ontvangen. Zonder het onrechtmatige handelen van TMF hadden ze nog over het *volledige bedrag* van hun investering kunnen beschikken, aldus kennelijk hun redenering. Wordt de vordering op deze wijze ingekleed, dan gaat het niet aan om – zoals het hof deed – de schade vast te stellen op het verschil tussen het bedrag van de inleg en de werkelijke waarde van de aandelen op het moment van aankoop. Het hof miskent hiermee de grondslag van eis die erop neerkwam dat de beleggers met niet minder genoegen namen dan met volledige vergoeding van het verloren geïnvesteerde bedrag (een eventuele reductie vanwege eigen schuld even daargelaten).⁴¹⁴ De door het hof aangelegde schademaatstaf zou wel bruikbaar zijn geweest, wanneer de beleggers aan hun vordering ten

413. R.o. 5.1.

414. Zie in dit verband ook punt 4.45 van de kraakheldere conclusie van A-G J.B.M.M. Wuisman, ECLI:NL:PHR:2008:BD2820, bij het arrest De Boer e.a./TMF: ‘(...) De schademaatstaf van het hof maakt het mogelijk ook een schadevergoeding toe te kennen in het geval dat het Project wel levensvatbaar was maar met minder gunstige perspectieven (...). In dit laatste geval kunnen de aandelen (...) wel waarde hebben maar een lagere waarde dan het bedrag van de inleg. Dat geval, waarbij allerlei andere, voor de bepaling van de waarde van de aandelen van belang zijnde, factoren een rol kunnen spelen, hebben [de beleggers] niet mede aan hun schadevergoedingsvordering ten grondslag gelegd, zodat dat geval en de daarbij een rol spelende factoren ook geen onderdeel van het debat tussen partijen hebben kunnen zijn (...).’ (toevoeging *ACWP*)

grondslag hadden gelegd dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding in het Project zouden hebben geïnvesteerd, maar dan tegen gunstigere voorwaarden (lees: tegen een lagere inleg) zouden zijn ingestapt.⁴¹⁵ De thans door de beleggers gekozen feitelijke grondslag lijkt met de laatstgenoemde grondslag echter niet te verenigen. Dit is ook precies de reden waarom het oordeel van het hof niet gerechtvaardigd kan worden met (een beroep op) de regel dat ‘het mindere in het meerdere ligt besloten’.⁴¹⁶ Deze regel doet alleen opgeld wanneer voor het meerdere en het mindere dezelfde feitelijke grondslag kan worden aangehouden.⁴¹⁷ In plaats van het prijsverschil te meten tussen het bedrag van de inleg en de werkelijke waarde van de aandelen, had het hof moeten vaststellen of het project op het moment van toetreding van de beleggers levensvatbaar was. Blijkt dat niet het geval te zijn geweest, dan hebben de beleggers – afgezien van eigen schuld – recht op volledige vergoeding van hun verloren inleg.⁴¹⁸ Blijkt het project wel levensvatbaar te zijn geweest, dan ontvangen de beleggers niets. De in deze zaak door de beleggers nagestreefde ‘alles-of-niets’-strategie is dus nogal risicovol.⁴¹⁹

Hoewel het hof deze ‘alles-of-niets’-strategie ten onrechte niet heeft gerespecteerd (en daarmee buiten de feitelijke grondslag van de vordering is getreden),⁴²⁰ is het niettemin interessant om te bezien op welke redenering het causaliteits- en schadeoordeel van het hof is gebaseerd. Deze zaak is namelijk een mooi voorbeeld van een geschil waarbij de eisende beleggers er expliciet voor kiezen voor het anker van één bepaalde feitelijke grondslag te gaan liggen (zij het met de bijzonderheid dat de beleggers met niet minder genoegen nemen dan de hoofdprijs). Afgaand op de door het hof gegeven motivering, was zijn gedachtegang waarschijnlijk als volgt. De beleggers zijn door TMF bewogen in het project te investeren. Zonder het onrechtmatige handelen van TMF zouden de beleggers geen aandelen hebben gekocht en zouden ze het thans geïnvesteerde bedrag niet hebben verloren. Dat betekent dat het volledige bedrag van de verloren inleg in csqn-verband staat met de

415. Vgl. De Jong 2010, p. 182.

416. Zie voor deze regel onder meer het arrest HR 5 januari 1996, *NJ* 1996/449, m.nt. H.E. Ras (Schmitz e.a./Meininger), r.o. 3.5.

417. Zie wederom punt 4.45 van de conclusie van A-G J.B.M.M. Wuisman, ECLI:NL:PHR:2008:BD2820, bij het arrest De Boer e.a./TMF

418. Idem.

419. Zie over deze kwestie ook het commentaar bij het De Boer e.a./TMF-arrest van H.M. Vletter-van Dort en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008/104.

420. Vgl. art. 24 Rv.

HOOFDSTUK 5

normschending van TMF.⁴²¹ Vervolgens is de vraag of dit volledige bedrag op de voet van art. 6:98 BW aan TMF kan worden toegerekend. Hiervoor is van belang wat er na de toetredingsfase met het Project is gebeurd. Als kan worden vastgesteld dat het project mede is mislukt omdat de beleggers nadat zij waren toegetreden (en invloed konden uitoefenen) de verkeerde beleidsbeslissingen hebben genomen, is het niet redelijk het volledige van de inleg aan TMF toe te rekenen. TMF was immers alleen in het begin bij het Project betrokken en kon na toetreding van de beleggers geen invloed meer uitoefenen. Slechts dat deel van de verloren inleg dat is terug te voeren op de omstandigheid dat het Project van meet af aan beperkte slagingskansen had, waardoor het van meet af aan een inferieure – maar nog geen kansloze – investering was, is aan TMF toe te rekenen. Het overige beleggingsverlies staat niet in voldoende causaal verband met het optreden van TMF tijdens de toetredingsfase en moet derhalve voor rekening van de beleggers blijven. Een praktisch probleem dat zich vervolgens aandient, is hoe in het kader van de toerekening deze uitsplitsing van het beleggingsverlies *achteraf* kan worden gemaakt. Het gaat hier om niet-beursgenoteerde aandelen, dus er zijn geen actuele beurskoersen beschikbaar. Het is daarom niet mogelijk aan de hand van het gerealiseerde koersverloop (eventueel met behulp van een benchmark) te bepalen welk deel van het verlies is veroorzaakt door de misleidende informatie en welk deel door externe factoren (in dit geval het slechte beleid). Waarschijnlijk heeft het hof dit probleem willen ondervangen, door het deel van het verlies dat is toe te schrijven aan de misleiding te schatten op het bedrag dat de beleggers op het moment van aankoop te veel voor hun aandelen hebben betaald. De impliciete veronderstelling die hierbij wordt gehanteerd, is dat het gedeelte van de inleg dat in verband kan worden gebracht met de misleiding over de gehele periode van het Project constant is. Naar analogie met beursgenoteerde aandelen zou men zeggen: de koersinflatie op het moment van aankoop is gelijk aan de koersinflatie op het moment van het naar buiten komen van de misleiding. Het hanteren van een dergelijke veronderstelling had het hof kunnen rechtvaardigen met een beroep op de bevoegdheid van de rechter om de (omvang van de) schade te schatten, indien zij niet nauwkeurig kan worden vastgesteld (art. 6:97 BW).

421. Uit het arrest van het hof blijkt niet dat TMF een verweer heeft gevoerd van de strekking dat de beleggers hun geld hoe dan ook geheel of gedeeltelijk zouden hebben verloren, omdat zij ook bij afwezigheid van de misleiding verliesgevend zouden hebben belegd. Een dergelijk verweer kan zowel zijn verpakt in de vorm van een betwisting van het csqn-verband tussen enerzijds de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger en anderzijds de door de belegger gestelde beleggingschade, als in de vorm van een betwisting van (het bestaan van) de beleggingschade. Zie hierover reeds § 1.3.2.

Zouden de beleggers hun vordering anders hebben ingekleed en simpelweg als schadevergoeding hebben gevorderd het *tengevolge* van het onrechtmatig handelen van TMF geleden beleggingsverlies, dan zou de door het hof gehanteerde schademaatstaf denk ik wel toepasbaar zijn geweest.⁴²² Op basis van bovenstaande redenering zou het hof bij de schadebegroting dan immers zijn uitgekomen op het verschil tussen de inleg van de beleggers en de werkelijke waarde van de aandelen op het moment van toetreding tot het Project. Voor deze benadering is natuurlijk wel vereist dat TMF zich op de voet van art. 6:98 BW zou hebben beroepen op het beperken van de rechtens toerekenbare schade. Dit laatste ligt echter zozeer voor de hand, dat daar wel van uit mag worden gegaan.

Tot slot wijs ik nog op een punt dat De Jong naar aanleiding van het De Boer c.s./TMF-arrest aansnijdt.⁴²³ Volgens De Jong heeft het arrest in die zin betekenis voor de schadeproblematiek bij misleiding omtrent *beursgenoteerde* aandelen, dat het arrest wellicht (ook) iets zegt over de schadetoerekening voor de beleggers die (zich op het standpunt stellen dat) bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Voor het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert, leest De Jong in het arrest namelijk een mogelijke belemmering voor de door hem verdedigde regel dat (ook)⁴²⁴ voor deze beleggers de schadevergoeding moet worden beperkt tot het bedrag van de *minimale* koersinflatie. Bij een over het tijdvak van de misleiding *toenemende* koersinflatie komt volgens deze regel slechts het lagere bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop voor vergoeding in aanmerking. Hoewel ik het met deze beperking in de vorm van een algemene regel niet eens ben (zie § 5.5.3.2 *sub a* onder het kopje ‘Verdere beperking van de rechtens toerekenbare schade noodzakelijk?’), meen ik in het arrest geen steun te vinden voor mijn standpunt. Niets wijst erop dat de Hoge Raad het scenario van een over het tijdvak van de misleiding fluctuerende koersinflatie bij beursgenoteerde aandelen onder ogen heeft gezien. Deze kwestie is wat mij betreft in rechte dus nog onbeantwoord.

422. Zie hierover ook het commentaar bij De Boer e.a./TMF-arrest van H.M. Vletter-van Dort en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008/104.

423. De Jong 2010, p. 188-189.

424. Voor de beleggers die ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, zijn De Jong en ik het eens dat in het scenario van een over het tijdvak van de misleiding afnemende marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee afnemende koersinflatie), de rechtens toerekenbare schade moet worden beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding.

HOOFDSTUK 5

5.6 Vermindering van de schadevergoeding op grond van eigen schuld

5.6.1 Inleiding

Als de aansprakelijkheid en (de omvang van) de rechtens toerekenbare koersschade eenmaal zijn vastgesteld, kan de aangesproken vennootschap alleen nog het eigenschuldverweer (art. 6:101 BW) in stelling brengen om haar schadevergoedingsverplichting te verminderen. In deze paragraaf zal ik ingaan op de relevantie van dit verweer voor de aansprakelijkheid voor misleidende berichtgeving op de beurs. Dit zal ik doen door een aantal eigenschuldverweren die men in dit verband nogal eens tegenkomt, te behandelen en analyseren. Per verweer zal ik bespreken of, en zo ja, onder welke omstandigheden, het naar mijn oordeel kansrijk kan worden geacht, en voor zover relevant zal ik tevens bespreken of het desbetreffende verweer eventueel ook in een andere juridische sleutel kan staan dan de eigen schuld.

Ik heb twee opmerkingen vooraf. Ten eerste wijs ik erop dat – zoals bekend – het eigenschuldleerstuk zich dogmatisch onderscheiden in enerzijds eigen schuld aan het *ontstaan* van de schade en anderzijds eigen schuld aan de *omvang* van de schade.⁴²⁵ Bij dit laatste gaat het om de zogenoemde schadebeperkingsplicht.⁴²⁶ De hierna te bespreken eigenschuldverweren hebben alle betrekking op de eerstgenoemde vorm van eigen schuld. De schadebeperkingsplicht zou in de context van misleidende beursberichten eventueel van belang kunnen zijn in het scenario waarin de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten is gekomen en waarin uit de latere mededelingen bleek dat de omvang van de misleiding groter was dan aanvankelijk werd gedacht, of in het scenario waarin de corrigerende mededeling een paniecreactie tot gevolg had, en de belegger zijn aandeel ('in paniek') tegen een kunstmatig lage koers heeft verkocht. Deze scenario's komen beide aan bod in hoofdstuk 7.⁴²⁷ Daarnaast heb ik nog een opmerking van processuele aard. Volgens vaste rechtspraak is het aan de aansprakelijke persoon of rechtspersoon om een beroep te doen op de eigen schuld van de benadeelde,⁴²⁸ en om de daartoe

425. Zie over het eigenschuldleerstuk uitgebreid Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 107 e.v. met verdere verwijzingen.

426. Zie over de schadebeperkingsplicht Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 125-127 met verdere verwijzingen.

427. Zie § 7.3.2 respectievelijk § 7.4.3-§ 7.4.4.

428. Uit het arrest HR 26 september 2003, *NJ* 2004/460, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2004/461 (Regiopolitie Gelderland-Zuid/Hovax), r.o. 5.2-5.3 volgt dat de rechter art. 6:101 BW in beginsel niet ambtshalve mag toepassen.

streckende feiten en omstandigheden te stellen en – bij betwisting – te bewijzen.⁴²⁹ Voor alle hierna te bespreken gevallen geldt dus dat wanneer de relevante feiten en omstandigheden niet in rechte komen vast te staan, het bewijsrisico zich aan de kant van de vennootschap realiseert.

5.6.2 Een aantal eigenschuldverweren uit de praktijk

5.6.2.1 'Belegger is niet (direct) op de misleidende informatie afgegaan'

In § 5.4 ben ik uitgebreid ingegaan op de vraag of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan, en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed. Mijn conclusie was dat voor prospectusaansprakelijkheid deze vraag naar geldend recht bevestigend moet worden beantwoord (hetgeen kan worden afgeleid uit het World Online-arrest) en dat voor de andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid het antwoord op deze vraag vooralsnog onzeker is. In § 5.4.6 heb ik vervolgens betoogd dat het niet wenselijk is om bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie de causaliteitseis al te strikt in te vullen. Precies dezelfde discussie die speelt in het kader van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW, kan natuurlijk ook terugkomen bij het leerstuk van de eigen schuld. Ten opzichte van de beleggers die slechts op de zuiverheid van de beurskoers hebben vertrouwd en die (stellen dat zij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, zou het verweer kunnen luiden dat het hun eigen schuld is dat zij het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht. Door slechts te vertrouwen op de zuiverheid van de beurskoers (die achteraf *onzuiver* bleek te zijn), en niet zelf van de litigieuze informatie kennis te nemen, hebben zij een kunstmatige hoge koopprijs immers op de koop toegenomen. Een enigszins vergelijkbaar verweer zou kunnen worden gevoerd jegens de beleggers die (stellen dat zij) *indirect* op de misleidende informatie hebben vertrouwd (bijvoorbeeld omdat zij zich hebben laten voorlichten door een adviseur of omdat zij zijn afgegaan op een door de misleidende informatie teweeggebrachte marktstemming). Hun zou kunnen worden tegengeworpen dat zij onzorgvuldig en/of onoplettend zijn geweest door niet zelf (direct) van de litigieuze informatie kennis te

429. Dat de stelplicht en – bij betwisting – de bewijslast voor het eigenschuldverweer op de gedaagde rust, is vaste rechtspraak, zie onder meer HR 14 januari 1983, *NJ* 1983/444; HR 5 oktober 2001, *NJ* 2001/632; HR 26 september 2003, *NJ* 2004/460, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2004/461; HR 25 november 2005, *NJ* 2007/141, m.nt. C.J.H. Brunner; HR 17 november 2006, *JA* 2007/59, m.nt. W.H. Bouman; HR 10 juni 2010, *NJ* 2010/333; HR 8 juli 2011, *NJ* 2011/307.

HOOFDSTUK 5

nemen. Zij hebben er immers zelf voor hebben gekozen slechts *indirect* op de informatie te vertrouwen en dan is het hun eigen schuld dat zij – op *indirecte* wijze – zijn misleid, aldus zou het verweer kunnen luiden. Hoe nu over deze verweren te oordelen?

Beide verweren moeten mijns inziens worden verworpen. In de eerste plaats omdat in beide gevallen het causaal verband ontbreekt tussen de als eigen schuld aangevoerde omstandigheid en de door de beleggers gestelde schade. Voor de beleggers die slechts op de zuiverheid van de beurskoers hebben vertrouwd ontbreekt het causaal verband, omdat ook al hadden zij van de misleidende informatie kennis genomen, zij evenzeer koersschade zouden hebben geleden. In dat geval zou hun beleggingsbeslissing namelijk *direct* door de misleidende informatie zijn beïnvloed, en dat zou de thans door hen geleden schade dan niet hebben voorkomen. Sterker nog, wanneer hun beleggingsbeslissing *direct* zou zijn beïnvloed, zouden zij misschien nog wel meer schade hebben geleden. Naast de betaalde koersinflatie op het litigieuze aandeel zouden zij dan misschien ook schade hebben geleden in de vorm van gederfd rendement op een (hypothetische) alternatieve belegging. Voor de beleggers die *indirect* op de misleidende informatie hebben vertrouwd, kan een vergelijkbare redenering worden gevolgd. Zouden zij in plaats van *indirect* op de misleidende informatie af te gaan *direct* op de informatie zijn afgegaan, dan zouden zij – in plaats van *indirect* – *direct* zijn misleid.⁴³⁰ Hun beleggingsbeslissing zou dan nog steeds dezelfde zijn geweest, en de thans door hen geleden schade zou dan alsnog zijn ontstaan.⁴³¹

Daarnaast zie ik ook nog een rechtssystematisch bezwaar dat pleit tegen het honoreren van de genoemde eigenschuldverweren. Dit rechtssystematische bezwaar bestaat eruit dat wanneer men in het kader van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW tot de conclusie komt dat het onwenselijk is om – ongeacht de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – steeds de eis te stellen dat hij (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan (zie § 5.4.6), het niet zo zou moeten zijn dat deze eis alsnog wordt gesteld in het kader van een (beroep op) de eigen schuld ex art. 6:101 BW. De argumenten die ervoor pleiten om deze eis wél te stellen zijn dan bij (het oordeel over) het causaal verband immers kennelijk te licht bevonden, en dan is het onlogisch en inconsequent om deze argumenten bij (het oordeel over)

430. Zoals reeds opgemerkt volgt uit het World Online-arrest dat ook het *indirect* afgaan op de misleidende informatie voldoende is voor het aannemen van causaal verband, HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1, vierde volzin.

431. Vgl. De Jong 2010, p. 219.

de eigen schuld wel doorslaggevend te laten zijn. Logischer is het om bij beide leerstukken tot dezelfde uitkomst te komen. Er kan hier een parallel worden getrokken met de toerekening van letselschade bij schending van verkeers- en veiligheidsnormen.⁴³² Volgens vaste rechtspraak wordt letselschade in dat geval ruim aan de aansprakelijke toegerekend en staan eventuele predisposities van het slachtoffer hieraan niet in de weg. Met deze ruime toerekening is in overeenstemming dat de aldus ontstane schadevergoedingsverplichting niet langs de weg van de eigen schuld vervolgens alsnog kan worden beperkt, wanneer daartoe een beroep zou moeten worden gedaan op persoonlijke omstandigheden die verband houden met een meer dan normale kwetsbaarheid van het slachtoffer.^{433, 434}

Mijn conclusie is dat het door de belegger *indirect* vertrouwen op de misleidende informatie of het door de belegger slechts vertrouwen op de zuiverheid van de beurskoers (dit laatste is een zeer *indirecte* manier van vertrouwen), geen grond oplevert voor vermindering van de schadevergoeding op grond van eigen schuld.⁴³⁵ Dit laatste betekent onder meer dat ook de belegger die zijn beleggingsbeslissing al had genomen voordat de misleiding plaatsvond, geen schadevergoeding kan worden onthouden met een beroep op eigen schuld.⁴³⁶ Ook voor deze belegger kan immers in beginsel worden aangenomen dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel heeft vertrouwd op de zuiverheid van de beurskoers.⁴³⁷

5.6.2.2 *'Er was juiste en volledige informatie in de markt beschikbaar die de misleiding teniet deed'*

Een tweede geval waarin eigen schuld aan de orde zou kunnen zijn, is de situatie waarin de vennootschap weliswaar misleidende informatie heeft gepubliceerd (of een misleidend beeld in stand heeft gehouden), maar

432. Zie hierover § 1.3.3.2 *sub a* en de aldaar aangehaalde literatuur en rechtspraak.

433. Aldus Asser/Sieburgh 2017, nr. 119.

434. Vgl. in dit verband de arresten HR 4 november 1988, *NJ* 1989/751, m.nt. C.H.J. Brunner (ABP/Van Stuyvenberg); HR 13 januari 1995, *NJ* 1997/175, m.nt. C.J.H. Brunner (Stichting Ziekenhuis De Heel/Staat e.a.).

435. De Jong noemt in het kader van het eigenschuldverweer dat de belegger niet zou mogen vertrouwen op de zuiverheid van de koers, ook nog het voorbeeld van de bestensorder, zie De Jong 2010, p. 223. Volgens hem kan een bestensorder niet aldus worden uitgelegd dat de belegger hiermee vooraf een kunstmatig hoge koopprijs accordeert. Het enkele feit dat de belegger een bestensorder plaatst levert volgens De Jong derhalve geen grond op voor eigen schuld. Hier ben ik het mee eens.

436. Vgl. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2, voorlaatste zin.

437. In gelijke zin De Jong 2010, p. 221.

HOOFDSTUK 5

waarin tegelijkertijd berichten en/of geruchten in de markt circuleerden die de misleidende informatie tegenspraken. Als voorbeeld kan wellicht worden gedacht aan de bekende zaak uit de jaren negentig ABN AMRO/Vereniging Coopag Finance BV over prospectusaansprakelijkheid.⁴³⁸

Dit is de eerste echt grote zaak die in Nederland op het terrein van prospectusaansprakelijkheid is gevoerd. In deze zaak stelde een groep beleggers de Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. (rechtsvoorgangster van ABN AMRO) aansprakelijk voor de schade die zij meenden te hebben geleden bij de aankoop van obligaties uitgegeven door Coopag Finance B.V. ABN AMRO was bij deze uitgifte opgetreden als *lead manager*. De misleiding had betrekking op twee achtereenvolgende obligatie-emissies. De eerste vond plaats in de zomer van 1987, de tweede een jaar later. De bijzonderheid die zich in deze zaak voordeed, was dat er al geruime tijd vóór deze emissies in de (Duitse) financiële wereld twijfels bestonden over de Coopgroep.⁴³⁹ Zo had Deutsche Bank (de huisbankier van Coop) in 1987 een negatief rapport over de Coopgroep opgesteld, en ging (mede naar aanleiding daarvan) in de markt het gerucht dat Deutsche Bank in diezelfde periode had geweigerd een *aandelen*emissie van Coop AG te verzorgen. Ik benadruk dat deze feiten in het processuele debat niet expliciet aan de orde zijn geweest. Dat maakt verder niet uit, want het gaat hier om het voorbeeld. Het bijzondere van deze gang van zaken is dat de gehele markt door het misleidende prospectus op het verkeerde been is gezet, maar dat zij misschien beter had kunnen weten. Een mogelijk eigenschuldverweer zou in dit geval aldus kunnen luiden, dat als de markt (lees: het professionele deel van het beleggende publiek bestaande uit analisten, handelaren, vermogensbeheerders, institutionele beleggers, etc.) beter had opgelet en/of zorgvuldiger onderzoek had gedaan naar de rondzingende geruchten, de misleiding niet zou zijn opgetreden en er ook geen koersinflatie zou zijn ontstaan. De eisende beleggers hebben (het ontstaan van) de koersschade met andere woorden mede aan zichzelf te wijten.

Het eerste argument dat in zo'n geval tegen een eigenschuldverweer kan worden ingebracht, is natuurlijk 'dat de markt altijd gelijk heeft'. De

438. HR 2 december 1994, *NJ* 1996/246, m.nt. D.W.F. Verkade (ABN AMRO Bank N.V./Vereniging Coopag Finance BV). Andere voorbeelden uit de lagere rechtspraak waarin het in deze paragraaf beschreven scenario zich voordeed, zijn wellicht gelegen in de Fairstar-zaak en de Ziggo-zaak, zie Rb. Amsterdam 30 september 2015, *ECLI:NL:RBAMS:2015:6932*, *JOR* 2016/182, m.nt. J. van Bekkum (Fairstar Heavy Transport N.V./X e.a.), r.o. 7.11 (dit vonnis is door een procedurele fout overigens later nietig verklaard en vervangen door het vonnis Rb. Amsterdam 13 februari 2019, *ECLI:NL:RBAMS:2019:807*) respectievelijk Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, *ECLI:NL:RBMNE:2016:4094*, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.7-4.9.

439. Zie hierover Timmerman 1996, p. 80; Slagter 1995, p. 33.

redenering is dat de markt de ontkrachtende berichten en/of geruchten kennelijk niet heeft opgepikt en deze dus kennelijk niet voldoende krachtig of duidelijk waren. Anders was er immers ook geen koersinflatie ontstaan. Deze redenering vind ik eerlijk gezegd iets te kort door de bocht. Ook al is duidelijk dat de gehele markt is misleid, dat laat mijns inziens onverlet dat er nog steeds ruimte is voor een juridisch oordeel teneinde te toetsen of het ‘eigen gedrag’ van de markt de toets der kritiek wel kan doorstaan. Had de markt zich met andere woorden wel mogen laten misleiden? Het eigenschuldverweer is denk ik dus niet bij voorbaat kansloos.

Of het verweer kan worden gehonoreerd, hangt onder meer af van de hoedanigheid van de eisende belegger.⁴⁴⁰ Gaat het om een *particuliere* belegger, dan acht ik het verweer weinig kansrijk. Van een particuliere belegger kan namelijk niet zo snel worden verwacht dat hij de berichten en/of geruchten die de misleidende informatie ontkrachten, meteen oppikt. Deze belegger mag mijns inziens zonder meer vertrouwen op de zuiverheid van de beurskoers en/of op de informatie die de vennootschap heeft gepubliceerd. Gaat het daarentegen om een *professionele* belegger, dan kan het verweer onder omstandigheden denk ik wél slagen. Mijns inziens geldt dit zowel wanneer het wordt gevoerd jegens de belegger die (stelt dat hij) ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, als wanneer het verweer wordt gevoerd jegens de belegger die (stelt dat hij) bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Voor de eerstgenoemde belegger is de redenering dat hij weliswaar als gevolg van de misleiding het aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, maar dat dit geheel of gedeeltelijk voorkomen had kunnen worden als de markt beter had opgelet. Het in dit opzicht niet naar behoren functioneren van de markt, betreft dan een omstandigheid die zijn koersschade (de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie) mede heeft veroorzaakt en die in de risicosfeer van de professionele belegger ligt (vgl. art. 6:101 lid 1 BW). Voor de belegger die (stelt dat hij) zonder de misleidende informatie het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, is de redenering dat hij weliswaar op de misleidende informatie heeft vertrouwd en daardoor is misleid, maar dat hij zich redelijkerwijs niet hadden hoeven laten misleiden.⁴⁴¹ Was hij zorgvuldiger te werk gegaan en had hij de moeite genomen de tegenstrijdige berichtgeving te verifiëren,

440. Zie in dit verband ook Franx 2017, p. 248-249 en p. 251 over differentiatie bij het eigenschuldverweer tussen *particuliere* en *professionele* beleggers in het kader van het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid.

441. Vgl. HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/ 622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.6.

HOOFDSTUK 5

dan was hij wellicht niet op het verkeerde been gezet. Deze onoplettendheid en/of onzorgvuldigheid vormt eveneens een omstandigheid die zijn koerschade – bestaande uit het op het litigieuze aandeel geleden koersverlies, en/of het op een (hypothetische) alternatieve belegging gederfde rendement – mede heeft veroorzaakt en die de professionele belegger kan worden toegerekend (vgl. art. 6:101 lid 1 BW).

Uiteindelijk hangt het van de overige omstandigheden van het geval af of het verweer daadwerkelijk wordt gehonoreerd, en zo ja, hoe de causaliteitsafweging van de ieder toe te rekenen omstandigheden die de schade mede hebben veroorzaakt, eventueel in combinatie met toepassing van de billijkheidscorrectie, uitvalt. Een relevant gezichtspunt bij deze afweging blijft natuurlijk dat de plicht om het beleggende publiek adequaat – dat wil zeggen: tijdig, juist en volledig – te informeren *primair* op de vennootschap rust. Het is niet de belegger die als eerste aan zet is om het juiste beeld van de financiële toestand van de vennootschap te achterhalen. Terughoudendheid bij de beoordeling is dus op zijn plaats.⁴⁴² Een geheel vervallen van de aansprakelijkheid op grond van eigen schuld acht ik daarom niet waarschijnlijk.⁴⁴³

5.6.2.3 ‘De informatie was voor de professionele belegger niet misleidend’

Een eigenschuldverweer kan ook aan de orde zijn in de situatie waarin de litigieuze informatie in rechte weliswaar als misleidend is aangemerkt (en tevens tot koersinflatie heeft geleid), maar waarin deze voor de *professionele* belegger naar objectieve maatstaven niet misleidend kan worden geacht. De professionele belegger krijgt dan tegengeworpen dat hij zich redelijkerwijs niet had hoeven laten misleiden en dat de schade dus aan zijn eigen onoplettendheid en/of onzorgvuldigheid is te wijten.⁴⁴⁴ In beginsel speelt dit verweer alleen bij professionele beleggers, maar voor

442. Zie in dit verband ook het arrest HR 31 december 1993, *NJ* 1994/275 (K./ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 3.6, waarin het betoog van de notaris dat zijn aansprakelijkheid moest komen te vervallen omdat de benadeelde bank de door haar geleden schade volledig aan zichzelf had te wijten, werd verworpen.

443. Ik wijs erop dat het geheel laten vervallen van de aansprakelijkheid als onwenselijk neveneffect zou kunnen hebben dat de geschonden informatieplicht daarmee ‘illusoir’ wordt. Vgl. in het kader van het door de bank (in haar rol als beleggingsadviseur) schenden van de bijzondere zorgplicht Rb. Amsterdam 2 maart 2011, *JOR* 2011/147; *JA* 2011/96, m.nt. W.H. Bouman (Universal Pensioen B.V./ ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.12. Vgl. ook in het kader van het door de notaris schenden van de zorgplicht jegens zijn cliënt Rb. ’s-Gravenhage 19 december 2012, *JOR* 2013/47 (X/ Haegheborgh Capital Consultants BV e.a.), r.o. 4.8.6.

444. Zie over dit verweer ook De Jong 2010, p. 222-223. En zie voor een vergelijkbaar verweer toegespitst op het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid Franx 2017, p. 248-249.

zover de particuliere belegger zich bij zijn beleggingsactiviteiten laat bijstaan door een professionele beleggingsadviseur of hierbij gebruik maakt van de diensten van een professionele vermogensbeheerder, kan het verweer ook tegen de particuliere belegger in stelling worden gebracht.⁴⁴⁵ In zijn verhouding tot de vennootschap wordt de particuliere belegger dan de kennis, ervaring en deskundigheid van zijn professionele dienstverlener toegerekend.⁴⁴⁶

Dat zich in de praktijk de situatie kan voordoen dat de litigieuze informatie als misleidend wordt beoordeeld, terwijl deze voor de professionele belegger objectief gezien niet misleidend was, laat zich verklaren door het feit dat de misleidendheid van de litigieuze informatie wordt afgemeten aan de (kennis, ervaring en deskundigheid van de) *maatman*-belegger. Deze maatman-belegger is een dwarsdoorsnede van het gehele beleggende publiek. Aangezien ook de professionele belegger onder de vlag van de maatman wordt geschaard (althans in de fase van de normschending),⁴⁴⁷ zal in deze fase de informatie dus ook ten opzichte van de professionele belegger als misleidend worden aangemerkt. Bestaat in het processuele debat dan niettemin twijfel over de vraag of de (gemiddelde) professionele belegger – gegeven zijn bijzondere kennis, ervaring en deskundigheid – zich redelijkerwijs wel door de litigieuze mededeling had mogen laten misleiden, dan zal het debat hierover in volle hevigheid terugkeren in het kader van de eigen schuld. Dit kan mijns inziens zowel het geval zijn wanneer de eisende professionele belegger zich op het standpunt stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, als wanneer hij zich op het standpunt stelt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht.

Kiest de professionele belegger voor de eerstgenoemde feitelijke grondslag, dan kan hem worden verweten dat (de aankoop tegen) de geïnfla-

445. Zoals bekend is het voor particuliere beleggers niet mogelijk om zelf direct deel te nemen aan de beurshandel. Hiervoor moeten zij gebruik maken van de diensten van een beleggingsonderneming. Bestaat de dienstverlening van deze professionele tussenpersoon echter uit het slechts ontvangen en doorgeven van beleggingsorders of uit het slechts voor rekening van de belegger uitvoeren van zulke orders (de zogenoemde 'execution only'-dienstverlening), dan is de ervaring en deskundigheid van de tussenpersoon in het kader van (het oordeel over) de eigen schuld in beginsel niet relevant.

446. Vgl. 't Hart 2005, p. 130. Zie ook De Jong 2010, p. 223.

447. Dit is de benadering van de Hoge Raad in het World Online-arrest, HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.1.

HOOFDSTUK 5

teerde koers geheel of gedeeltelijk voorkomen had kunnen worden als de markt (lees: het professionele deel van het beleggende publiek bestaande uit analisten, handelaren, vermogensbeheerders, institutionele beleggers, etc.) beter had opgelet. Het zich niet voldoende kwijten van zijn (collectieve) onderzoeksplicht door dit deel van het beleggende publiek, vormt dan een omstandigheid die de koersinflatie mede heeft veroorzaakt en die in de risicosfeer van de *individuele* professionele belegger ligt (vgl. art. 6:101 lid 1 BW).⁴⁴⁸ Legt de professionele belegger daarentegen aan zijn vordering ten grondslag dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan kan hem worden tegengeworpen dat hij – ondanks het feit dat hij wellicht op de misleidende informatie heeft vertrouwd en daardoor is misleid – zich redelijkerwijs niet had hoeven laten misleiden. Was hij omzichtiger te werk gegaan en had hij de moeite genomen de litigieuze berichtgeving zorgvuldiger te bestuderen, dan was hij wellicht niet op het verkeerde been gezet.⁴⁴⁹ Deze onoplettendheid en/of onzorgvuldigheid vormt dan eveneens een omstandigheid die zijn koersschade – bestaande uit het op het litigieuze aandeel geleden koersverlies, en/of het op een (hypothetische) alternatieve belegging gederfde rendement – mede heeft veroorzaakt en die de professionele belegger kan worden toegerekend (vgl. art. 6:101 lid 1 BW).⁴⁵⁰ Overigens wijs ik erop dat bij een keuze voor de laatstgenoemde feitelijke grondslag het in de praktijk geenszins is uitgesloten dat dit verweer reeds aan de orde komt bij het processuele debat over het causaal verband (in de zin van het csqn-verband).⁴⁵¹ Als de litigieuze informatie voor de professionele belegger namelijk niet misleidend was, zal de rechter niet snel geneigd zijn te oordelen dat zijn

448. Vgl. De Jong 2010, p. 223.

449. Vgl. HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/ 622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.6. Vgl. in dit verband ook de arresten Hof 's-Hertogenbosch 16 oktober 2012, ECLI:NL:GHSHE:2012:BY1296, r.o. 12.8.1-12.8.3 en Hof 's-Hertogenbosch 23 december 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:5472, r.o. 17.3-17.7.3. Deze beide arresten betreffen de zaak Van Valen/Maatschap Goos van Gool e.a. In deze zaak stelde een groep tuinders de (middellijk) bestuurders van Rova Breda BV aansprakelijk wegens het onbetaald blijven van geleverde tuinbouwproducten. Zij stelden mede op basis van aan hen verstrekte misleidende informatie (in concreto ging het om een misleidende 'kolommenbalans') te zijn doorgedaan met leveren. Deze zaak had dus geen betrekking op misleiding van *beleggers* door een *beursvennootschap* en dientengevolge door *beleggers* geleden *koersschade*.

450. In gelijke zin De Jong 2010, p. 222.

451. Wanneer het World Online-arrest echter aldus wordt uitgelegd dat ook voor de belegger die (stelt dat hij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen geen gunstigere prijs*, voor het aannemen van causaal verband altijd is vereist dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, geldt uiteraard ook voor de laatstgenoemde belegger dat dit verweer reeds aan de orde kan komen bij het processuele debat over het causaal verband.

beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed.⁴⁵² Het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing komt dan dus niet vast te staan, zodat de aansprakelijkheid van de vennootschap reeds hierop afstuit.⁴⁵³

Wederom kan natuurlijk tegen dit eigenschuldverweer worden ingebracht ‘dat de markt altijd gelijk heeft’ en dat het enkele feit dat de litigieuze informatie de koers heeft beïnvloed op zichzelf reeds aantoonde dat deze informatie ook voor de professionele belegger misleidend was. Om dezelfde reden als in de vorige paragraaf vind ik dit iets te kort door de bocht geredeneerd, en acht ik het gedrag van (het professionele deel van) de markt niet immuun voor normerende toetsing. Of het verweer uiteindelijk wordt gehonoreerd, en zo ja, hoe de causaliteitsafweging van de ieder toe te rekenen omstandigheden die de schade mede hebben veroorzaakt uiteindelijk uitvalt, hangt wederom af van de overige omstandigheden van het geval. Verschillende uitkomsten zijn denkbaar. Het meest voor de hand ligt dat de afweging van de wederzijdse causaliteit als uitkomst heeft dat de schade door de vennootschap en de belegger wordt gedeeld.⁴⁵⁴ Ook het geheel vervallen van de aansprakelijkheid van de vennootschap is onder omstandigheden evenwel denkbaar. In dat geval is de uitkomst van de causaliteitsafweging dat de onoplettendheid en/of onzorgvuldigheid van de professionele belegger in zodanige mate tot zijn schade heeft bijgedragen, dat het onrechtmatig handelen van de vennootschap hierbij in het niet valt.^{455, 456} Dit resultaat

-
452. Bij prospectusaansprakelijkheid wordt weliswaar het vermoeden gehanteerd dat de beleggingsbeslissing van de belegger daadwerkelijk door de misleidende informatie is beïnvloed, maar volgens de Hoge Raad kan bij de professionele belegger eerder worden aangenomen dat het vermoeden is weerlegd. Zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2.
453. Zie in dit verband ook § 9.3.3.4 over het door de gedaagde weerleggen van het vermoeden van causaal verband (in de zin van het csqn-verband).
454. Vgl. HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.6. Vgl. ook HR 31 december 1993, *NJ* 1994/275 (K./ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 3.6.
455. Vgl. in dit verband de arresten Hof Amsterdam 16 november 1989, *NJ* 1991/304 (Dettmer/Verburg), r.o. 4.9; HR 29 april 1994, *NJ* 1997/396, m.nt. M. Scheltema (Gemeenschappelijk Eigendom B.V./De gemeente ‘s-Gravenhage), r.o. 3.3; HR 23 december 2011, *NJ* 2012/377, m.nt. P. van Schilfgaarde (X en Y/DNB en AFM), r.o. 5.2. Zie in dit verband ook punt 4.4 van de conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:PHR:2016:843, bij het 81 RO-arrest HR 14 oktober 2016, ECLI:NL:HR:2016:2346 (X/Y e.a.).
456. Zie in dit verband ook het bekende effectenlease-arrest De Treek/Dexia, HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199, m.nt. C.W.M. Lieverse; *JA* 2009/117, m.nt. W.H. van Boom onder *JA* 2009/118, r.o. 5.6.2-5.6.3. Zie ook het op dezelfde dag gewezen arrest Levob/Bolle, HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/183, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JA* 2009/116, m.nt. W.H. van Boom onder *JA* 2009/118, r.o. 4.7.12-4.7.13. In deze arresten oordeelde de Hoge Raad – kort gezegd – dat de

HOOFDSTUK 5

kan echter ook via toepassing van de billijkheidscorrectie van art. 6:101 lid 1 BW worden bereikt. In dat geval is de redenering dat in vergelijking met de onoplettendheid en/of onzorgvuldigheid van de belegger het verwijt dat de vennootschap kan worden gemaakt zo gering is dat – wat er verder ook zij van de (uitkomst van de) wederzijdse causaliteitsafweging – de billijkheid wegens de uiteenlopende ernst van de gemaakte fouten eist dat de aansprakelijkheid van de vennootschap tot nul wordt gereduceerd.⁴⁵⁷

Het afwijzen van de aansprakelijkheid van de vennootschap tegenover de *professionele* belegger zou eventueel ook nog in de sleutel van het toerekeningsverband of de relativiteit kunnen staan. Wordt voor de eerstgenoemde sleutel gekozen, dan is de redenering dat in het verloop van de gebeurtenissen die de schade van de belegger hebben veroorzaakt, het gewicht van de aan de belegger toe te rekenen omstandigheden (grote onoplettendheid en/of onzorgvuldigheid) zozeer prevaleren boven de bijdrage van de vennootschap, dat de aan de belegger toe te rekenen omstandigheden als enige rechtens relevante oorzaak van de schade hebben te gelden.^{458, 459} Het door de belegger geleden koersverlies kan naar de maatstaf van art. 6:98 BW dan niet meer aan het handelen van de vennootschap worden toegerekend, zodat het (rechtens vereiste) causaal

maatstaf van art. 6:101 BW meebrengt dat voor de belegger wiens inkomens- en vermogenspositie toereikend was de uit de overeenkomst voortvloeiende rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen, de schadeposten rente en aflossing in beginsel geheel voor eigen rekening moeten blijven. Zie ik het goed, dan staat dit oordeel volledig in de sleutel van de wederzijdse causaliteitsafweging van art. 6:101 BW, en komt daar verder geen billijkheidscorrectie aan te pas. Zie over de overwegingen over eigen schuld in de effectenlease-arresten ook Pijls 2009d, p. 261-262.

457. Vgl. HR 28 september 1990, *NJ* 1992/619 (Staat/Delta Lloyd), r.o. 3.2.2-3.2.4; HR 22 december 1995, *NJ* 1996/301 (Osse q.q./Staat), r.o. 3.5; HR 31 maart 1995, *NJ* 1997/592, m.nt. C.J.H. Brunner (Taams/Boudeling), r.o. 3.3. Vgl. ook in het kader van schending van de bijzondere zorgplicht bij het aangaan van een effectenlease-overeenkomst Rb. Utrecht 20 februari 2008, ECLI:NL:RBUTR:2008:BC4542 (*X/DEFAM Financieringen B.V.* e.a.), r.o. 4.42.

458. Zie in dit verband ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 108 en nr. 124, en punt 4.4 van de conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:PHR:2016:843, bij het 81 RO-arrest HR 14 oktober 2016, ECLI:NL:HR:2016:2346 (*X/Y* e.a.).

459. Vgl. in dit verband de arresten HR 1 juli 1977, *NJ* 1978/118 (*Fuld/Cofra BV*); HR 25 september 1992, *NJ* 1992/751 (*Alpuro BV/Dijkhuizen*), r.o. 3.2-3.3; Hof Leeuwarden 12 december 2010, ECLI:NL:GHLEE:2010:BP1087 (*Unitohl B.V. e.a./Plas & Bossinade*), r.o. 11.4; Hof Amsterdam 5 juni 2012, *NJF* 2012/312 (*X en Y/Z*), r.o. 4.9 (het cassatieberoep tegen dit arrest is met toepassing van art. 81 RO verworpen, zie HR 22 november 2013, ECLI:NL:HR:2013:1403, *JA* 2014/1, m.nt. S. Colsen).

verband is doorbroken.⁴⁶⁰ Wordt voor de sleutel van de relativiteit gekozen, dan is de redenering dat de professionele belegger die zich op het verkeerde been heeft laten zetten door informatie die – gemeten naar objectieve maatstaven – voor hem niet misleidend was, zich heeft onttrokken aan de bescherming die de (door de vennootschap geschonden) norm hem beoogde te verlenen.⁴⁶¹ De vennootschap kan dan niet worden geacht jegens deze belegger onrechtmatig te hebben gehandeld.⁴⁶² Overigens verwacht ik niet dat de Hoge Raad de laatstgenoemde lijn zal accepteren. Uit het World Online-arrest kan namelijk worden afgeleid dat hij – althans bij prospectus-aansprakelijkheid – in het kader van de onrechtmatigheid/relativiteit niet

-
460. Ik wijs erop dat de grens tussen enerzijds de sleutel van (doorbreking van) het causaal verband en anderzijds de sleutel van de eigen schuld en/of de schadebeperkingsplicht niet steeds even scherp is. Zie in dit verband onder meer de conclusie van A-G Ten Kate bij HR 25 maart 1983, *NJ* 1984/629, m.nt. C.J.H. Brunner; punt 17-23 van de conclusie van A-G J.B.M. Vranken bij HR 31 december 1993, *NJ* 1994/275; punt 2.1-2.3 van de conclusie van waarnemend A-G A.R. Bloembergen bij HR 24 januari 1997, *NJ* 1999/56, m.nt. C.J.H. Brunner; punt 2.8 van de conclusie van A-G W.L. Valk, ECLI:NL:PHR:2017:1090, bij het 81 RO-arrest HR 17 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:2898 (X/Gemeente Beemster).
461. Zie in dit verband ook punt 3.3-3.6 van de conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2013:BY6313, bij HR 8 februari 2013, *NJ* 2013/104 (X/Staalbankiers N.V.) en punt 5.10-5.19 van de conclusie van A-G E.M. Wesseling-van Gent, ECLI:NL:PHR:2018:1076, bij HR 11 januari 2019, ECLI:NL:HR:2019:4 (X/Y c.s.).
462. Zie in dit verband onder meer de arresten HR 16 februari 1973, *NJ* 1973/463, m.nt. H. Beekhuis (Maas/Willems); HR 31 maart 1995, *NJ* 1997/592, m.nt. C.J.H. Brunner (Taams/Boudeling), r.o. 3.3; HR 27 februari 2007, *NJ* 2008/492, m.nt. J.B.M. Vranken (Io Vivat), r.o. 3.6; Hof Den Haag 18 maart 2014, *JOR* 2014/136, m.nt. C.W.M. Lieveise en M.H.C. Sinnighe Damsté (Stichting Belangenbehartiging Gedupeerde Beleggers Van den Berg/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 37. In de laatstgenoemde zaak werd de bank door gedupeerde (derde-)beleggers aansprakelijk gesteld wegens het schenden van haar bijzondere zorgplicht, omdat zij volgens de beleggers onvoldoende onderzoek had gedaan naar de frauduleuze beleggingsactiviteiten van haar rekeninghouder Van den Berg. Volgens het hof kan alleen ‘in geval van opzet of daaraan grenzende (bewuste) roekeloosheid aan de zijde van de belegger’ de bank wellicht niet worden geacht onrechtmatig te hebben gehandeld jegens de belegger ‘omdat de geschonden norm niet kan worden geacht te strekken tot bescherming van degene die met opzet of bewust roekeloos handelt’. In cassatie is dit arrest in stand gebleven, zie HR 27 november 2015, ECLI:NL:HR:2015:3399 (ABN AMRO Bank N.V./ Stichting Belangenbehartiging Gedupeerde Beleggers Van den Berg). Zie over het oordeel van de Hoge Raad over de relativiteit (mede in relatie tot de collectieve actie ex art. 3:305 BW) in het laatstgenoemde arrest uitgebreid Stein 2016. En zie ook de bespreking van het Io Vivat-arrest door Tjong Tjin Tai in *Bb* 2007/19, p. 71-74, waarin hij ingaat op de (soms in de rechtspraak voorkomende) vage grens tussen enerzijds het ontbreken van relativiteit en anderzijds de aanwezigheid van eigen schuld.

HOOFDSTUK 5

wenst te onderscheiden naar de hoedanigheid van de benadeelde belegger (particulier versus professioneel).⁴⁶³

5.6.2.4 'Particuliere belegger had adviseur moeten inschakelen'

Een verweer dat in de praktijk nogal eens ten opzichte van (specifiek) de particuliere belegger wordt gevoerd, is dat het zijn eigen schuld is dat hij door de litigieuze informatie (direct of indirect) is misleid en dat hij, had hij dit willen voorkomen, dan maar een professionele adviseur had moeten inschakelen. Voor zover de informatie ten opzichte van de maatman-belegger als misleidend is beoordeeld, acht ik dit verweer in beginsel weinig kansrijk.

Voor de belegger die (stelt dat hij) ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, is de redenering gelijk aan de redenering die ik in § 5.6.2.1 gaf ter weerlegging van het verweer dat de belegger niet (direct) op de misleidende informatie is afgegaan. Voor de belegger die (stelt dat hij) zonder de misleidende informatie het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, is de redenering dat het raadplegen van een professionele adviseur de misleiding bij de belegger waarschijnlijk niet zou hebben weggenomen. De adviseur zou door de misleidende informatie namelijk evenzeer op het verkeerde been zijn gezet, en zou via zijn advies de misleiding vervolgens aan de belegger 'hebben doorgegeven'. Alleen in de situatie waarin de informatie – die voor de *maatman*-belegger als misleidend is aangemerkt – voor de *professionele* belegger niet misleidend kan worden geacht, zou dit verweer eventueel kunnen slagen. In dat geval is immers denkbaar dat de professionele adviseur de belegger voor zijn misleiding had kunnen behoeden (ervan uitgaande dat zich niet de situatie voordoet zoals beschreven in § 5.6.2.2 en § 5.6.2.3). Overigens ligt het voor de hand dat in dat geval deze kwestie zich reeds laat oplossen in het kader van de schadevaststelling en/of de schadetoerekening ex art. 6:98 BW. Was de litigieuze informatie voor de professionele belegger namelijk niet misleidend, dan is niet waarschijnlijk dat de markt op het verkeerde been is gezet, en dan is evenmin waarschijnlijk dat er koersinflatie is ontstaan. En als er geen koersinflatie is ontstaan, kan de eisende belegger ook geen (rechtens toerekenbare) schade hebben geleden.⁴⁶⁴

463. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.6-4.8.3 en r.o. 4.10.1-4.11.3.

464. Als in rechte is vastgesteld dat de misleidende informatie de koers niet heeft beïnvloed, betekent dit voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dat hij (als gevolg van de misleiding) geen koersschade heeft geleden. De belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, kan in dat geval (als gevolg van de

Het verweer dat de particuliere belegger een professionele adviseur had moeten raadplegen, zou verder eventueel relevant kunnen zijn wanneer de in concreto (beweerdelijk) benadeelde belegger niet de kennis, deskundigheid en ervaring heeft waarover een *maatman*-belegger wél wordt geacht te beschikken. In dat geval kan zich namelijk de situatie voordoen dat de litigieuze informatie naar objectieve maatstaven niet misleidend is, maar de belegger zich hierdoor toch laat misleiden, simpelweg omdat hij niet over de juiste capaciteiten beschikt om de informatie te kunnen begrijpen. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan het geval waarin in een prospectus alle aan het aandeel verbonden risico's juist en volledig – althans, (voor de maatman-belegger) niet misleidend – uiteen worden gezet, maar waarin een individuele belegger zich hierdoor toch op het verkeerde been laat zetten, bijvoorbeeld omdat hij zich niet realiseert dat aan het beleggen in aandelen (in algemene zin) risico's zijn verbonden. In een dergelijk scenario lijkt het verweer dat de belegger een professionele adviseur had moeten inschakelen, mij zonder meer gerechtvaardigd. Ik wijs er echter op dat het hier niet primair gaat om een kwestie van eigen schuld, maar veeleer om een kwestie van (het ontbreken van) onrechtmatigheid. Als de litigieuze informatie op het niveau van de *maatman*-belegger namelijk niet als misleidend kan worden aangemerkt, heeft de vennootschap geen rechtens relevante norm geschonden. Het gebrek aan kennis en deskundigheid van de eisende belegger zal in dat geval dus reeds in het kader van de onrechtmatigheid aan de orde komen, en de aansprakelijkheid van de vennootschap zal dan reeds hierop afstuiten.

5.6.2.5 'De belegger is op verouderde informatie afgegaan'

Ook kan zich de situatie voordoen dat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing laat leiden door informatie die eerder weliswaar misleidend was, maar die inmiddels is achterhaald omdat de misleiding in de tussentijd bekend is geworden. Het eigenschuldverweer luidt dan dat de belegger zich redelijkerwijs niet had hoeven laten misleiden, omdat hij niet op de meest recente informatie is afgegaan.⁴⁶⁵ Dit verweer komt mij

misleiding) weliswaar koersschade hebben geleden, maar deze schade is dan in ieder geval niet *rechtens toerekenbaar*. Voor de laatstgenoemde belegger wordt de rechtens toerekenbare schade immers gemaximeerd op het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie (zie § 5.5.3.2).

465. Naar mijn interpretatie van het rechtens vereiste causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie, is dit verweer alleen aan de orde bij de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan en zonder de misleidende informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Het verweer doet mijns inziens niet ter zake voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een*

HOOFDSTUK 5

gerechtvaardigd voor.⁴⁶⁶ Vanaf het moment waarop de juiste (en volledige) informatie eenmaal in de markt beschikbaar is, kan de vennootschap in beginsel immers niet meer worden verweten het beleggende publiek op het verkeerde been te zetten. Het komt in beginsel dan ook niet redelijk voor de koersschade van de belegger die niettemin zijn beleggingsbeslissing baseert op de (inmiddels) verouderde informatie, geheel of gedeeltelijk voor rekening van de vennootschap te laten komen. Redelijker acht ik om te betogen dat deze koersschade volledig is te wijten aan een omstandigheid die de belegger kan worden toegerekend (vgl. art. 6:101 lid 1 BW), en hij deze koersschade derhalve zelf dient te dragen.

Hoewel het voor de hand ligt deze kwestie op te lossen in het kader van de eigen schuld, kan zij even goed worden opgelost in het kader van de schadetoerekening ex art. 6:98 BW.⁴⁶⁷ Zo kan men in de eerste plaats beredeneren dat voor de belegger die op verouderde informatie afgaat, het rechtens vereiste causaal verband tussen de (oude) misleidende informatie en de door hem gestelde schade is verbroken.⁴⁶⁸ Daarnaast is in beginsel verdedigbaar dat de belegger die zijn beleggingsbeslissing baseert op verouderde informatie, geen *rechtens toerekenbare* schade (meer) lijdt. Vanaf het moment waarop de misleidende informatie eenmaal is achterhaald (of gecorrigeerd) door de juiste (en volledige) informatie, zal het namelijk in beginsel zo zijn dat daarmee ook de koersinflatie uit de koers is gelopen (zie echter ook hierna). En aangezien de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie, kan na het bekend worden van de juiste informatie deze belegger dus geen rechtens toerekenbare schade (meer) lijden.⁴⁶⁹ Eventueel zou men ook nog kunnen

gunstigere prijs. Wanneer het World Online-arrest echter aldus moet worden uitgelegd dat voor het aannemen van causaal verband altijd is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed, kan het verweer uiteraard ook bij de laatstgenoemde belegger aan de orde zijn.

466. Zie over dit verweer in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 218-219; Franx 2017, p. 246-247.

467. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 173-174; Franx 2017, p. 246-247.

468. Vgl. Hof Amsterdam 15 december 2005, *JOR* 2006/50, r.o. 2.12.1. Dit oordeel houdt in cassatie stand, zie HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF), r.o. 4.5. De Hoge Raad verwijst naar punt 4.32-4.35 van de conclusie van A-G J.B.M.M. Wuisman, ECLI:NL:PHR:2008:BD2820, bij het arrest De Boer e.a./TMF.

469. Dit is de regel die ik in § 5.5.3.2 heb verdedigd voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij op de misleidende informatie heeft vertrouwd, en hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht.

zeggen dat na het bekend worden van de juiste informatie de vennootschap jegens deze belegger niet (langer) onrechtmatig handelt.⁴⁷⁰

Een interessante vraag in dit verband is nog wel, hoe lang een belegger nu precies mag afgaan op eerder gepubliceerde informatie en wanneer men kan spreken van ‘verouderde informatie’. Met De Jong ben ik van mening dat de rechter bij de beantwoording van deze vraag zoveel mogelijk het oordeel van de markt tot uitgangspunt zou moeten nemen.⁴⁷¹ In beginsel is de markt immers beter dan de rechter in staat om te beoordelen hoe lang informatie nog relevant is voor de waardering van de onderneming en de onderliggende effecten. Wordt naar aanleiding van de corrigerende mededeling dus een (statistisch significante) residuele koersreactie waargenomen, dan wijst dat er op zichzelf op dat de desbetreffende informatie kennelijk nog van belang is voor (het oordeel over) de waardering van de onderneming.^{472, 473} Ik zou hier echter wel aan toe willen voegen dat naar mijn oordeel wederom geldt dat (het oordeel van) de markt niet allesbepalend is en dat ook (het oordeel van) de markt niet immuun is voor normerende toetsing. Zo zou zich in de praktijk bijvoorbeeld de situatie kunnen voordoen dat bepaalde informatie voor de markt feitelijk nog niet is verouderd (hetgeen blijkt uit een residuele koersreactie op het moment van de corrigerende mededeling), maar de rechter niettemin tot de conclusie komt dat de informatie – naar objectieve maatstaven – toch als verouderd moet worden aangemerkt. De parallel dringt zich op met de in § 5.6.2.2 en § 5.6.2.3 beschreven situaties: de markt had een verkeerde voorstelling van zaken, terwijl juiste en volledige informatie in de markt beschikbaar was respectievelijk terwijl de litigieuze informatie (voor de professionele belegger) naar objectieve maatstaven niet misleidend was.

470. Vgl. hetgeen ik over het relativiteitsvereiste opmerkte in § 5.6.2.3.

471. De Jong 2010, p. 173.

472. Aldus De Jong 2010, p. 173.

473. Ik ben het dus niet eens met het oordeel van het Hof Den Haag in de (in § 5.4.4.3 besproken) DAF-zaak, waarin het overwoog dat op het moment waarop IBT haar obligaties kocht (november 1990) de geldigheidsduur van het prospectus (gepubliceerd in het kader van een emissie in 1988) ‘reeds lang verstreken was’, zie Hof ’s-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, m.nt. Th.A.L. Kliebisch (Nederlandse Trustmaatschappij B.V. en Ingenieursbureau Thunnissen B.V./Stichting OFASEC B.V. e.a.), r.o. 27. Als de eisende belegger kan aantonen dat op het moment waarop hij de obligaties kocht de koers *nog steeds* door het misleidende prospectus was beïnvloed, doet mijns inziens in beginsel niet terzake dat het prospectus al meer dan twee jaar geleden is gepubliceerd.

HOOFDSTUK 5

5.6.3 Conclusie

Uit bovenstaande analyse blijkt dat bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving het leerstuk van de eigen schuld slechts een beperkte – doch niet verwaarloosbare – rol speelt. Als het processuele debat over het causaal verband en de schade(vaststelling) eenmaal in volle hevigheid is gevoerd, en de uitkomst hiervan is dat de vennootschap aansprakelijk is voor de koersschade die rechtens in voldoende causaal verband staat met de misleiding, heeft zij dus nog maar beperkte mogelijkheden om met een beroep op eigen schuld haar verplichting tot (het betalen van) schadevergoeding te verminderen. Dit is een relevant verschil met de (contractuele of buitencontractuele) aansprakelijkheid van een bank, beleggingsonderneming of financiële dienstverlener (jegens met name de *particuliere* belegger) wegens het schenden van de bijzondere zorgplicht.⁴⁷⁴ In die context speelt het leerstuk van de eigen schuld wel een belangrijke rol en wordt een beroep op eigen schuld ook niet zelden (in rechte) gehonoreerd.⁴⁷⁵

5.7 Onderzoeksvragen voor het vervolg van Deel IV

In dit hoofdstuk heb ik de materieelrechtelijke aspecten behandeld van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende berichtgeving op de beurs. De in dit verband relevante rechtsvragen heb ik op basis van doctrine, rechtspraak en juridische literatuur – daarbij soms gebruik makend van financieel-economische inzichten – voor het Nederlandse recht zoveel mogelijk beantwoord. In hoofdstuk 6 zal ik deze vragen bestuderen voor het Amerikaanse recht en naar aanleiding daarvan zal ik een rechtsvergelijking uitvoeren met het Nederlandse recht. Ter uitleiding geef ik hier een globale opsomming van de belang-

474. Zie over het leerstuk van de eigen schuld bij de aansprakelijkheid van een beleggingsonderneming of financiële dienstverlener wegens het schenden van de bijzondere zorgplicht onder meer 't Hart 2005, p. 125-133.

475. Zie in dit verband bijvoorbeeld het bekende effectenlease-arrest De Treek/Dexia, HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199, m.nt. C.W.M. Lieveerse; *JA* 2009/117, m.nt. W.H. van Boom onder *JA* 2009/118, r.o. 5.6.2-5.6.3, en het op dezelfde dag gewezen arrest Levob/Bolle, HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/183, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JA* 2009/116, m.nt. W.H. van Boom onder *JA* 2009/118, r.o. 4.7.12-4.7.13. Zie ook het vervolg van de effectenleasesaga in de zaak X/Dexia, HR 2 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2012, *NJ* 2017/9, r.o. 5.4-6.2.3. En zie verder ook nog het arrest HR 6 september 2013, ECLI:NL:HR:2013:CA1725, *NJ* 2013/176, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2013/311, m.nt. S.B. van Baalen (*X e.a./NBG Finance B.V.*), r.o. 3.4.1-3.4.2.

rijkste rechtsvragen die in dit hoofdstuk zijn besproken en die in het vervolg van Deel IV zullen terugkeren:

- 1) Is voor het aannemen van causaal verband steeds vereist – dus ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed?
- 2) Welke peildatum moet bij de schadevaststelling tot uitgangspunt worden genomen, welke schadebegrotingsmaatstaf moet worden gehanteerd en wat is het ontstaansmoment van de schade?
- 3) Komt, en zo ja, in welke omvang, schade die voortvloeit uit het zich (ten kwade) realiseren van algemene beleggingsrisico's voor vergoeding in aanmerking? Komt, en zo ja, in welke omvang, koerswinst die de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging zou hebben behaald voor vergoeding in aanmerking?
- 4) Hoe wordt de schade vastgesteld, en in welke mate kan deze aan de vennootschap worden toegerekend, als de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert (en dientengevolge de koersinflatie) omdat externe factoren daarop inwerken?
- 5) Kan de belegger die het litigieuze aandeel tussentijds (voordat de waarheid bekend wordt) heeft verkocht, worden geacht schade te lijden in de situatie waarin de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding afneemt (en dientengevolge de koersinflatie)?
- 6) In hoeverre kan de schade van de belegger aan de vennootschap worden toegerekend wanneer aan de misleiding externe (macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke) factoren ervoor zorgen dat de koers van het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding per saldo *toeneemt*⁴⁷⁶ (of althans, *niet afneemt*)? Het bijzondere van dit scenario is dat de belegger – ondanks de misleiding – in absolute geen koersverlies lijdt.

Verder ben ik in dit hoofdstuk uitgegaan van een sterk vereenvoudigd feitencomplex van misleiding. De analyse van de materieelrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade werd hierdoor enigszins vereenvoudigd. Hoe deze analyse eruitziet wanneer niet langer aan (de aannames van) dit vereenvoudigde feitencomplex wordt vastgehouden,

476. Zie voor de uitleg van de term 'over het tijdvak van de misleiding per saldo toenemen' respectievelijk 'over het tijdvak van de misleiding per saldo afnemen' § 5.3.6.

HOOFDSTUK 5

laat ik zien in hoofdstuk 7. Mijn aanpak in dat hoofdstuk zal zijn om de aannames één voor één los te laten en vervolgens de daaruit voortvloeiende causaliteits- en schadevragen één voor één te analyseren en – mede aan de hand van inzichten uit het Amerikaanse recht – te beantwoorden. Volledigheidshalve geef ik hier een globale opsomming van de rechtsvragen die ik in hoofdstuk 7 zal behandelen:

- In welke mate kan de door de misleiding veroorzaakte koersschade aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer de inhoud van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding *niet* constant is?
- Op welke wijze moet de door de misleiding veroorzaakte koersschade worden vastgesteld en in welke mate kan deze aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer de (omvang van de) misleiding – in plaats van door één enkele corrigerende mededeling – door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten komt?
- Op welke wijze moet de door de misleiding veroorzaakte koersschade worden vastgesteld, en in welke mate kan deze aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer de corrigerende mededeling een zogenoemde ‘paniecreactie’ tot gevolg heeft doordat beleggers in reactie op het bekend worden van de misleiding hun aandelen massaal ‘in paniek’ verkopen?
- Wanneer de corrigerende mededeling leidt tot een extra koersdaling vanwege het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap te maken kosten in verband met te voeren juridische procedures (zoals proceskosten, kosten voor juridische bijstand of een eventueel te betalen schadevergoeding), komt de daaruit voortvloeiende koersschade dan voor vergoeding in aanmerking?
- Wanneer de corrigerende mededeling leidt tot een extra koersdaling doordat het beleggende publiek als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding minder vertrouwen heeft in de kwaliteit en/of integriteit van het bestuur van de vennootschap, komt de daardoor veroorzaakte koersschade dan voor vergoeding in aanmerking?
- Wanneer de corrigerende mededeling leidt tot een extra koersdaling doordat de markt als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding rekening houdt met een toename van het beleggingsrisico dat wordt gelopen op het litigieuze aandeel, komt de daardoor veroorzaakte koersschade dan voor vergoeding in aanmerking?
- In welke mate kan de door de misleiding veroorzaakte koersschade aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer het tijdvak van de misleiding geheel of gedeeltelijk samenvalt met een periode waarin zich (als gevolg van irrationeel beleggersgedrag meestal in combinatie met arbitragebeperkingen) in de koers van het litigieuze aandeel een zeepbel heeft gevormd, en waarin deze zeepbel tot gevolg heeft

CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE NAAR NEDERLANDS RECHT

dat het koerseffect van de misleiding veel groter is dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigt?

- En in welke mate kan de door de misleiding veroorzaakte koerschade aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer het tijdvak van de misleiding geheel of gedeeltelijk samenvalt met een periode waarin *tevens* een overwaardering in de koers is ontstaan als gevolg van een te rooskleurige analistenvoorspelling of een te optimistisch getoonzet analistenrapport en waarin de misleiding met deze overwaardering gaat interfereren?

Hoofdstuk 6. Rechtsvergelijkende beschouwingen over *reliance*, *loss causation* en *damages* bij aansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale effectenrecht

6.1 Inleiding

Na de uitgebreide analyse in hoofdstuk 5 van de materieelrechtelijke (rechts)vragen omtrent het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving naar Nederlands recht, volgt in dit hoofdstuk een verkenning van deze vragen voor het Amerikaanse federale effectenrecht. Leidraad bij deze verkenning vormen de aan het slot van hoofdstuk 5 opgesomde rechtsvragen.¹ Deze vragen zal ik in dit hoofdstuk behandelen in de volgorde van de bijbehorende aansprakelijkheidsvereisten: *reliance*, *loss causation* en *damages*. Na een bespreking van de relevante materieelrechtelijke aspecten onder het Amerikaanse federale effectenrecht, zal ik elke paragraaf afsluiten met een rechtsvergelijking met het Nederlandse recht.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In § 6.2 bespreek ik eerst het *reliance*-vereiste. Bij dit vereiste gaat het om het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing van de belegger. In § 6.3 staat daarna de *loss causation*-eis centraal. Deze eis betreft het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger gestelde beleggingsschade. Tot slot ga ik in § 6.4 in op *damages* onder het Amerikaanse recht, waarbij ik zowel de relevante schadebegrotingsmaatstaven van de Securities Act 1933 (hierna: 'Securities Act') als die van de Securities Exchange Act 1934 (hierna: 'Securities Exchange Act') zal bespreken.

6.2 *Reliance*; het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing

6.2.1 Inleiding

De vraag of sprake is van causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger

1. Zie § 5.7.

HOOFDSTUK 6

(zou de belegger zonder de misleidende informatie hebben beslist het effect niet – of althans niet tegen de huidige prijs – te kopen?) wordt in het Amerikaanse recht gesteld in het kader van de *reliance*-eis. Of voor aansprakelijkheid op grond van het Amerikaanse federale effectenrecht aan *reliance* moet zijn voldaan, en zo ja, hoe het *reliance*-vereiste wordt ingevuld, is afhankelijk van de grondslag van aansprakelijkheid. In deze paragraaf zal ik de *reliance*-eis bespreken voor achtereenvolgens de aansprakelijkheid uit hoofde van de Securities Act (§ 6.2.2) en de aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5 (§ 6.2.3). Daarna volgt in § 6.2.4 een rechtsvergelijking met het Nederlandse recht.

6.2.2 *Reliance bij aansprakelijkheid op grond van Securities Act 1933*

Voor aansprakelijkheid op grond van Section 11 Securities Act (de aansprakelijkheid voor een misleidend *registration statement*) is in beginsel geen *reliance* vereist (zie § 3.4.3.3).² Dit is alleen anders wanneer de vennootschap een zogenoemde ‘earnings statement’ algemeen verkrijgbaar heeft gesteld die een periode beslaat van ten minste twaalf maanden gemeten vanaf de datum dat het *registration statement* van kracht is. In dat geval is wel (bewijs van) *reliance* vereist en moet de belegger aantonen dat hij op het misleidende *registration statement* is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed. Niet vereist is echter dat de belegger aantoont dat hij *direct* op de misleidende *registration statement* is afgegaan, in de zin dat hij het zelf heeft gelezen (‘eyeball reliance’). Kan de belegger aannemelijk maken dat hij *indirect* op het *registration statement* is afgegaan (zijn adviseur heeft het bijvoorbeeld voor hem bestudeerd), dan is dat in beginsel voldoende voor het aannemen van *reliance*. Verder geldt dat wanneer de gedaagde kan aantonen dat de eisende belegger op het moment van zijn aankoop met de misleiding bekend was, zij jegens die belegger niet aansprakelijk is. Aangezien de beleggingsbeslissing van deze belegger niet door de misleidende informatie kan zijn beïnvloed, kan men dit laatste als een *reliance*-verweer beschouwen.

Bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1) Securities Act (de aansprakelijkheid wegens het niet naleven van Section 5 Securities Act) speelt het *reliance*-vereiste in principe geen enkele rol. Bij deze aansprakelijkheidsgrondslag is de normschending immers niet gelegen in het verspreiden van misleidende informatie, maar in het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act. De vraag of de benadeelde

2. Ik wijs erop dat Steinberg en Kirby in de rechtspraak een ontwikkeling signaleren die erop neerkomt dat in Section 11 gaandeweg een *reliance*-eis dreigt te sluipen. Zie Steinberg & Kirby 2010, p. 12-26.

belegger al dan niet op de misleidende informatie heeft vertrouwd, speelt dan dus niet.

Ook voor aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2) Securities Act (de aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus)³ is in beginsel geen *reliance* vereist (zie § 3.4.4.1). Kan de gedaagde echter aantonen dat de eisende belegger op het moment van zijn aankoop met de misleidende informatie bekend was, dan wordt zijn vordering afgewezen. Hierin zou men een *reliance*-verweer kunnen lezen.

6.2.3 *Reliance bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5*

6.2.3.1 *Inleiding*

Voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 (de aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen) is wel *reliance* vereist. Het is deze *reliance*-eis die in deze paragraaf centraal staat. In § 6.2.3.2 zal ik eerst uitgebreid de zogenoemde ‘fraud-on-the-market’-theorie bespreken. In § 6.2.3.3 ga ik vervolgens in op de vraag of ook *short sellers* van het vermoeden kunnen profiteren. In § 6.2.3.4 bespreek ik daarna de al dan niet toepassing van het *fraud-on-the-market*-vermoeden bij misleiding op de *primaire* markt en in het verlengde daarvan spreek ik in § 6.2.3.5 de zogenoemde ‘fraud-CREATED-the-market’-theorie.

6.2.3.2 *Reliance bij misleiding op de publieke effectenmarkt: de fraud-on-the-market-theorie*

a. Het fraud-on-the-market-vermoeden

In de rechtspraak is een theorie ontwikkeld waarmee in geval van misleiding bij publiek verhandelde effecten *reliance* op indirecte wijze kan worden aangetoond: de *fraud-on-the-market*-theorie. Deze theorie is in 1988 door de Supreme Court aanvaard in de zaak *Basic v. Levinson* (de eisende beleggers in deze zaak waren overigens *verkopende* aandeelhouders die waren benadeeld als gevolg van een misleidende *negatieve*

3. Volledigheidshalve wijs ik erop dat Section 12(a)(2) strikt genomen niet alleen aansprakelijkheid vestigt wanneer bij het aanbieden en/of verkopen van effecten gebruik wordt gemaakt van een misleidend *prospectus*, maar ook wanneer anderzootige (mondelijke of schriftelijke) mededelingen worden gedaan die misleidende informatie bevatten.

HOOFDSTUK 6

voorstelling van zaken).⁴ Kort gezegd houdt de theorie in dat wanneer sprake is van een ‘material misrepresentation’ op een efficiënte markt, ten gunste van de belegger die op dat moment aandelen heeft gekocht in beginsel een weerlegbaar vermoeden van *reliance* wordt aangenomen.⁵ De toepassingsvoorwaarden voor de theorie luiden als volgt: (i) de gedaagde⁶ heeft *publiekelijk* een onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken gegeven; (ii) deze onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken was *material*; (iii) de litigieuze aandelen worden op een *efficiënte markt* verhandeld; en (iv) de eisende belegger heeft het litigieuze aandeel *in het tijdvak van de misleiding* gekocht.⁷ Intuïtief is de *fraud-on-the-market*-theorie goed te begrijpen. Zij is gebaseerd op de volgende logische drieslag (‘syllogism’):⁸ (a) de belegger koopt of verkoopt zijn aandeel in vertrouwen op de integriteit van de beurskoers; (b) alle publiekelijk beschikbare informatie, waaronder de misleidende informatie, is in de beurskoers verwerkt; en daarom geldt dat (c) de belegger bij de aan- of verkoop van zijn aandelen vertrouwt op de misleidende informatie.⁹ In

-
4. Basic v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988). Ik wijs erop dat in de zaak Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. (‘Halliburton II’) uit 2014 een van de vragen die bij de Supreme Court ter discussie stond, was of – in het licht van (vermeende) nieuwe economische inzichten over de werking van effectenmarkten – de *fraud-on-the-market*-theorie kon worden gehandhaafd. De Supreme Court had in deze zaak dus alle gelegenheid om geheel of gedeeltelijk van de theorie terug te komen. Dat deed hij echter niet; nagenoeg volledig werd vastgehouden aan het raamwerk zoals uiteengezet in zijn eerdere uitspraken Basic v. Levinson, Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co. (‘Halliburton I’) en Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds.
 5. Zie over de *fraud-on-the-market*-theorie in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 165-168 en p. 279-281; Haazen 2017, p. 84-85.
 6. De Amerikaanse term ‘defendant’ vertaal ik in dit boek met de Nederlandse term ‘gedaagde’. De laatstgenoemde term is echter in zoverre niet helemaal zuiver dat zij uiteraard samenhangt met de Nederlandse dagvaardingsprocedure, terwijl het Amerikaanse federale procesrecht deze procedure als zodanig niet kent.
 7. Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 248 & n. 27 (1988). Zie voor de toepassingsvoorwaarden van de *fraud-on-the-market*-theorie ook de uitspraken Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 811 (2011); Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 en 471-472 (2013); Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 268 and 277-278 (2014). Ik wijs erop dat de Supreme Court in de zojuist genoemde Amgen-uitspraak heeft beslist dat (bewijs van) *materiality* geen voorwaarde is voor *class certification* en dat de eisende beleggers dus niet reeds in die fase van de procedure hoeven te bewijzen dat aan dit vereiste is voldaan.
 8. In re Polymedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 8 (1st Cir. 2005); In re Xcelera.com Securities Litigation, 430 F.3d 503, 507-508 (1st Cir. 2005).
 9. Zie in dit verband ook de uitspraken Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 247 (1988); Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 811 (2011); Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 (2013).

zijn uitspraak in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* (hierna: ‘Halliburton II’) uit 2014 verwoordde de Supreme Court deze gedachte als volgt:¹⁰

‘(...) [T]he market price of shares traded on well-developed markets *reflects all publicly available information, and, hence, any material misrepresentations.* (...) [R]ather than scrutinize every piece of public information about a company for himself, *the typical investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price – the belief that it reflects all public, material information.* (...) As a result, whenever the investor buys or sells stock at the market price, *his reliance on any public material misrepresentations (...) may be presumed for purposes of a Rule 10b–5 action.*” (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*)

Zowel in de uitspraak *Basic v. Levinson* als in de *Halliburton II*-uitspraak liet de Supreme Court uitdrukkelijk in het midden wat precies onder een ‘efficiënte markt’ moet worden verstaan.¹¹ Wel maakte hij in *Halliburton II* duidelijk dat voor toepassing van het *fraud-on-the-market*-vermoeden in ieder geval *niet* is vereist dat (de belegger aantoont dat) de markt *fundamenteel* efficiënt is. Zoals besproken in § 2.5 is sprake van een fundamenteel efficiënte markt, als de koers – gegeven alle publiekelijk beschikbare informatie – op een correcte wijze de fundamentele waarde van het desbetreffende aandeel weerspiegelt. Dat deze mate van efficiëntie niet is vereist, blijkt onder meer uit de volgende overweging:¹²

‘The academic debates discussed by *Halliburton* have not refuted *the modest premise underlying the presumption of reliance.* Even the foremost critics of the efficient-capital markets hypothesis acknowledge *that public information generally affects stock prices.* (...) Debates about the precise degree to which stock prices accurately reflect public information are thus largely beside the point. *That the price of a stock may be inaccurate does not detract from the fact that false statements affect it, and cause loss,* which is all that *Basic* requires.’ (leestekens weggelaten en curs. *ACWP*)

Dus zelfs als de koers van het litigieuze aandeel *niet* de fundamentele waarde weerspiegelt – de desbetreffende markt is met andere woorden fundamenteel *inefficiënt* – zal het in de regel nog steeds zo zijn dat misleidende informatie een koerseffect tot gevolg heeft en daarmee koersverlies veroorzaakt, hetgeen kennelijk voldoende is voor het kunnen inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden. In de lagere rechtspraak is de marktefficiëntie-eis aldus geïnterpreteerd, dat de markt

10. *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268 (2014).

11. Zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, n. 24 & n. 28 (1988) respectievelijk *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 272 (2014).

12. *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 272 (2014).

HOOFDSTUK 6

waarop de litigieuze effecten worden verhandeld in ieder geval *informatieel* efficiënt moet zijn (althans, kenmerken vertoont van een zekere mate van informatiele efficiëntie).¹³ Zoals besproken in § 2.5 heeft informatiele efficiëntie betrekking op de *snellheid* waarmee nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt; de informatie moet zodanig snel in de koers worden verwerkt, dat beleggers op basis hiervan geen abnormale rendementen kunnen behalen.¹⁴ In hoofdstuk 8 kom ik over deze interpretatie van de marktefficiëntie-eis in de rechtspraak nader te spreken.¹⁵

Hoewel de *fraud-on-the-market*-theorie intuïtief goed te begrijpen is, gaat er juridisch gezien een aantal complicaties achter schuil die door het intuïtieve begrip gemakkelijk worden verhuld. Een eerste complicatie is dat het traditionele *reliance*-vereiste zoals dat geldt in zogenoemde ‘face-to-face’-zaken, in *fraud-on-the-market*-zaken een net iets andere invulling krijgt.¹⁶ Dat is gemakkelijk in te zien door uit te gaan van de belegger die in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers zijn aandeel tegen

-
13. Zie onder meer de uitspraken In re Polymedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 14-17 (1st Cir. 2005); In re Xcelera.com Securities Litigation, 430 F.3d 503, 508-512 (1st Cir. 2005); Sapssov v. Health Management Associates, Inc., 608 Fed. Appx. 855, 861-862 (11th Cir. 2015); Findwhat Investor Group v. Findwhat.com, 658 F.3d 1282, 1310 (11th Cir. 2011); In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation, 295 F.R.D. 240, 247 (N.D. Cal. 2013); Lumen v. Anderson, 280 F.R.D. 451, 460-461 (W.D. Mo. 2012); Beach v. Healthways, Inc., 2010 WL 1408791, at *3 (M.D. Ten. April 2, 2010); In re Healthsouth Corporation Securities Litigation, 257 F.R.D. 260, 283 (N.D. Ala. 2009); In re Countrywide Financial Corporation, 273 F.R.D. 586, 610-612 (C.D. Cal. 2009); In re Accredo Health, Inc. Securities Litigation, 2006 WL 1716910, at *9-10 (W.D. Tenn. April 19, 2006); In re VeriFone Securities Litigation, 784 F. Supp. 1471, 1479 n. 7 (N.D. Cal. 1992). Zie in verband met de (interpretatie van de) markt-efficiëntie-eis ook de volgende uitspraken geweest na Halliburton II: Waggoner v. Barclays PLC, 875 F.3d 79, 97-99 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); In re Petrobras Securities Litigation, 312 F.R.D. 354, 371 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)); Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC, 310 F.R.D. 69, 78 and 84-85 (S.D.N.Y. 2015); Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc., 312 F.R.D. 511, 521 (D. Minn. 2015).
 14. Met ‘abnormale rendementen’ wordt hier bedoeld rendementen die *gecorrigeerd voor het risico* boven het statistische gemiddelde (of anders gezegd: de statistische verwachting) liggen.
 15. Zie § 8.3.3.
 16. Met de aanduiding ‘face-to-face-zaken’ doel ik op beleggingsgeschillen die voortvloeien uit aandelentransacties in besloten verhoudingen (dergelijke transacties worden ook wel aangeduid als ‘face-to-face-transacties’). Vaak zal het hier om een contractuele relatie gaan. Dergelijke geschillen moeten worden onderscheiden van beleggingsgeschillen die voortvloeien uit transacties op de (veelal geanonimiseerde) publieke effectenmarkt.

een (als gevolg van misleidende informatie) geïnflateerde koers heeft gekocht, maar die verder van geen enkele informatie (en dus ook niet van de misleidende informatie) heeft kennis genomen. Bij toepassing van de *fraud-on-the-market*-theorie heeft ook deze belegger in beginsel¹⁷ recht op schadevergoeding.¹⁸ Hij heeft bij de aankoop van het litigieuze aandeel immers op de integriteit van de beurskoers vertrouwd en omdat de misleidende informatie daarin was verwerkt, kan hij worden geacht op de misleidende informatie te hebben vertrouwd. Strikt genomen is de beleggingsbeslissing van deze belegger echter niet door de misleidende informatie beïnvloed en is dus geen sprake van (zuivere) *reliance*. Hij heeft immers van geen enkele informatie kennis genomen en het aandeel in ‘blind’ vertrouwen op de zuiverheid van de koers gekocht. Dit laatste illustreert dat het *reliance*-vereiste in *fraud-on-the-market*-zaken een invulling krijgt die neigt naar *transaction causation* (bewust zeg ik ‘neigt naar’, zie voor deze nuance hierna ad(iii)). *Transaction causation* houdt in dat de *transactie*(voorwaarden) door de misleidende informatie is (zijn) beïnvloed: bij juiste en volledige informatie zou de transactie niet – of niet tegen dezelfde voorwaarden – tot stand zijn gekomen. Aan deze voorwaarde is bij de zojuist genoemde belegger zonder meer voldaan.

Gelet op deze aangepaste betekenis van het *reliance*-vereiste in *fraud-on-the-market*-zaken, is het wellicht enigszins misleidend om ten aanzien van het *fraud-on-the-market*-vermoeden te spreken van een ‘presumption of reliance’. Het woord ‘presumption’ (vermoeden) suggereert dat er iets te weerleggen is. De op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie aangenomen *reliance* is echter niet te weerleggen met het verweer dat de belegger niet (direct) op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing aldus niet (direct) is beïnvloed. Het is (in zoverre) daarom wellicht zuiverder om te spreken van een ‘construction of reliance’ in plaats van een ‘presumption of reliance’.¹⁹ Hiermee is

17. Bewust zeg ik ‘in beginsel’. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan namelijk nog worden weerlegd. Zie voor de zogenoemde ‘rebuttals’ waarmee de gedaagde het vermoeden kan (proberen te) weerleggen § 6.2.3.2 *sub b*.

18. Zie in dit verband ook de uitspraken *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 907 (9th Cir. 1975); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1163 (3d Cir. 1986); *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1129 (7th Cir. 1993).

19. Vgl. in dit verband de opmerkingen van Justice Thomas in zijn *concurring opinion* in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 287 and 297 (2014) over ‘*Basic*’s watered-down reliance requirement’ en ‘[*Basic*]’s fictional fraud-on-the-market version [of reliance]’ (aanhalingstekens weggelaten en toevoegingen *ACWP*). En zie in dit verband ook *Fox 2015*, p. 458.

HOOFDSTUK 6

uitdrukkelijk niet gezegd dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden in het geheel niet is te weerleggen. Andere stellingen (dan het verweer dat de belegger niet (direct) op de misleidende informatie heeft vertrouwd) zijn namelijk denkbaar op grond waarvan het vermoeden kan worden weerlegd. Over deze zogenoemde ‘rebuttals’ kom ik hierna (*sub b*) nog uitgebreid te spreken.

Een tweede moeilijkheid van de *fraud-on-the-market*-theorie is dat zij – althans, de versie van de theorie zoals deze in *Basic v. Levinson* door de Supreme Court is aangenomen – in werkelijkheid uitgaat van een drietal (sub)vermoedens.²⁰ Het gaat om de volgende drie vermoedens:

- (i) Een misleidende mededeling die publiekelijk is verspreid, heeft haar weerslag op de beurskoers.
- (ii) Beleggers vertrouwen – en *mogen redelijkerwijs* vertrouwen – op de integriteit van de beurskoers.
- (iii) Zou de belegger met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend zijn geweest (waar – op grond van het tweede vermoeden – in beginsel dus *niet* van wordt uitgegaan), dan zou hij niet bereid zijn geweest het aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen. Hij zou in dat geval van aankoop hebben afgezien.

Ad (i). Volgens de Supreme Court kan in het kader van *reliance* in beginsel worden aangenomen dat de misleidende informatie een koers-effect tot gevolg heeft.²¹ Dit betekent dat voor het inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet is vereist dat de eisende belegger aantoonbaar dat de markt daadwerkelijk door de informatie is misleid en de

20. Enigszins verwarrend in dit verband is dat de Supreme Court in zijn *Halliburton II*-uitspraak overweegt dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden is samengesteld uit *two* opeenvolgende (sub)vermoedens: ‘What is called the *Basic* [*v. Levinson*] presumption actually incorporates *two constituent presumptions*: First, if a plaintiff shows that the defendant’s misrepresentation was public and material and that the stock traded in a generally efficient market, he is entitled to a presumption *that the misrepresentation affected the stock price*. Second, if the plaintiff also shows that he purchased the stock at the market price during the relevant period, he is entitled to a further presumption *that he purchased the stock in reliance on the defendant’s misrepresentation*.’ (toevoeging en curs. *ACWP*), aldus *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 278-279 (2014). Ik benadruk dat de drie door mij in de hoofdtekst onderscheiden (sub)vermoedens niet helemaal congruent zijn met de twee door de Supreme Court onderscheiden (sub)vermoedens.

21. Zie in dit verband ook de uitspraken *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 246-248 (1988); *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341-342 (2005); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 811 (2011); *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 462 en 473 (2013).

koers hierdoor is beïnvloed. De gedaagde is daarentegen als eerste aan zet om aannemelijk te maken dat de misleidende informatie de koers *niet* heeft beïnvloed.²² In zijn uitspraak in de zaak Halliburton II oordeelde de Supreme Court – in reactie op het betoog van de aansprakelijk gestelde vennootschap Halliburton dat het aan de eisende belegger is om deze zogenoemde ‘price impact’ van de misleidende informatie aannemelijk te maken – over dit eerste vermoeden als volgt:²³

‘Far from a modest refinement of the Basic presumption, this proposal [of Halliburton] would radically alter the required showing for the reliance element of the Rule 10b-5 cause of action. What is called the Basic presumption actually incorporates (...) [that] if a plaintiff shows that the defendant’s misrepresentation was public and material and that the stock traded in a generally efficient market, *he is entitled to a presumption that the misrepresentation affected the stock price.*

(...)

By requiring plaintiffs to prove price impact directly, Halliburton’s proposal would take away the [aforementioned] presumption (...). [*W]e decline to effectively jettison half of [the Basic presumption] by revising the prerequisites for invoking it.*’ (toevoegingen en curs. *ACWP*).

Dat het bij het vermoeden dat de misleidende informatie wordt geacht de beurskoers te hebben beïnvloed, in bewijsrechtelijke zin ook daadwerkelijk om een vermoeden gaat, blijkt ook uit het feit dat de gedaagde de gelegenheid krijgt het vermoeden te weerleggen. Onder verwijzing naar zijn uitspraak in de zaak Basic v. Levinson, overwoog de Supreme Court in zijn Halliburton II-uitspraak in dit verband als volgt:²⁴

‘Basic emphasized that the presumption of reliance was rebuttable rather than conclusive. Specifically, any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and either the price received (or paid) by the plaintiff, (...) will be sufficient to rebut the presumption of reliance. (...) So for example, *if a defendant could show that the alleged misrepresentation did not, for whatever reason, actually affect the market price, (...) then the presumption of reliance would not apply.*’ (leestekens weggelaten en curs. *ACWP*)

22. Ik benadruk dat deze bewijslastverdeling alleen maar geldt voor het processuele debat over *reliance/transaction causation*. Bij het processuele debat over *loss causation* en/of (de omvang van de) *damages* is het aan de beleggers om aan te tonen dat de misleidende informatie de beurskoers heeft beïnvloed.

23. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 278-279 (2014).

24. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Zie verder over deze *rebuttal* § 6.2.3.2 *sub b* onder het eerste kopje ‘De misleidende informatie had geen invloed (meer) op de koers’.

HOOFDSTUK 6

En zie in dit verband ook de volgende overwegingen uit de Halliburton II-uitspraak over het processuele debat over het al dan niet hebben van een *price impact* van de misleidende informatie:²⁵

‘There is no dispute that defendants may introduce (...) evidence (...) to rebut the Basic presumption. Basic itself made clear that the presumption was just that, and *could be rebutted by appropriate evidence, including evidence that the asserted misrepresentation (or its correction) did not affect the market price of the defendant’s stock.*

(...)

Under Basic’s fraud-on-the-market theory, market efficiency and the other prerequisites for invoking the presumption *constitute an indirect way of showing price impact.* (...) *[I]t is appropriate to allow plaintiffs to rely on this indirect proxy for price impact, rather than requiring them to prove price impact directly,* given Basic’s rationales for recognizing a presumption of reliance in the first place.

(...)

But an indirect proxy should not preclude direct evidence (...). As we explained in Basic, *any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and (...) the price received (or paid) by the plaintiff (...) will be sufficient to rebut the presumption of reliance* because the basis for finding that the fraud had been transmitted through market price would be gone.’ (leestekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*)

Een andere belangrijke kwestie die in de Halliburton II-zaak centraal stond, was de vraag in welke fase van de procedure de gedaagde de gelegenheid krijgt het vermoeden dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, te weerleggen. Is dat reeds in de fase van ‘class certification’, of pas later in de fase van ‘summary judgement’, of – nog later – pas in de ‘merits stage’ van de procedure? De Supreme Court beantwoordde deze vraag in de eerstgenoemde zin: reeds in de fase van *class certification* heeft de gedaagde het recht het vermoeden van *price impact* te weerleggen (mits uiteraard de gedaagde deze *price impact* gemotiveerd heeft betwist).²⁶ Aangezien deze processuele kwestie vanuit rechtsvergelijkend perspectief minder van belang is, laat ik haar hier verder rusten.

Ad (ii). Volgens de Supreme Court mag in beginsel ervan worden uitgegaan dat beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers. Hij overweegt dat in *Basic v. Levinson* expliciet wanneer hij ingaat op de ontwikkeling van de *fraud-on-the-market*-theorie in de lagere rechtspraak:²⁷

25. *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 278-279 and 281 (2014).

26. *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 279-284 (2014).

27. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 245-247 (1988). Zie in dit verband ook de uitspraken *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 466 (2013) en *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891, 907-908 (9th Cir. 1975).

‘The courts (...) accepted a presumption, created by the fraud-on-the-market theory and subject to rebuttal by [the defendant], that persons who had traded (...) shares *had done so in reliance on the integrity of the price set by the market*, but because of [defendant’s] material misrepresentations that price had been fraudulently depressed.

(...)

It has been noted that it is hard to imagine that there ever is a buyer or seller *who does not rely on market integrity. Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?* (...) Indeed, nearly every court that has considered the proposition has concluded that where materially misleading statements have been disseminated into an impersonal, well-developed market for securities, *the reliance of individual plaintiffs on the integrity of the market price may be presumed.*’ (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*)

Om goed te begrijpen wat met dit vermoeden wordt bedoeld, moet de vraag worden beantwoord wat precies onder ‘reliance on the integrity of the market price’ wordt verstaan. Mijns inziens wordt hier *niet* mee bedoeld dat beleggers erop vertrouwen dat de beurskoers op een correcte wijze de fundamentele waarde van het desbetreffende aandeel weerspiegelt (vgl. het hiervoor besproken concept *fundamentele efficiëntie*).²⁸ Dit is onder meer af te leiden uit de volgende overweging uit de Halliburton II-uitspraak, waarin de Supreme Court ingaat op de vraag of ook de zogenoemde ‘value investor’, de belegger die het litigieuze aandeel koopt omdat het naar zijn mening is ondergewaardeerd, van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan profiteren:²⁹

28. Dit lijkt wel de interpretatie te zijn van Justice Thomas in zijn *concurring opinion* in de zaak Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 291-294 (2014). Aan Justice Thomas moet worden toegegeven dat zowel in de Basic- als de Amgen-uitspraak passages zijn te vinden die in de richting van een dergelijke interpretatie wijzen, zie Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 244 (1988): ‘The market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, *the value of the stock is worth the market price.* (...) In an open and developed market (...) purchasers generally rely on *the price of the stock as a reflection of its value*’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*), respectievelijk Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455, 462 (2013): ‘[I]t is reasonable to presume that most investors (...) will rely on the security’s market price *as an unbiased assessment of the security’s value* in light of all public information. Thus, courts may presume that investors (...) indirectly rely on public, material misrepresentations *through their reliance on the integrity of the price set by the market.*’ (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*). Dat de Basic-uitspraak – en in het verlengde daarvan de Amgen-uitspraak – in dit opzicht een beetje op twee gedachten lijkt te hinken, moet waarschijnlijk worden verklaard uit het feit dat er bij het concipiëren van de Basic-uitspraak sprake was van een controverse tussen enerzijds Justice Blackmun en anderzijds Justice Brennan. Zie over deze controverse Choi & Pritchard 2005, p 324-325; Pritchard 2008, p. 221-222; Langevoort 2015, p. 49-50.

29. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 273-274 (2014).

HOOFDSTUK 6

‘(...) [T]here is no reason to suppose that even (...) the value investor (...) is *as indifferent to the integrity of market prices* as Halliburton suggests. Such an investor implicitly relies on the fact that a stock’s market price will eventually reflect material information – how else could the market correction on which his profit depends occur? To be sure, the value investor *does not believe that the market price accurately reflects public information at the time he transacts*. (...) But to indirectly rely on a misstatement in the sense relevant for the Basic presumption, he need only trade stock *based on the belief that the market price will incorporate public information within a reasonable period*. The value investor also presumably tries to estimate *how undervalued or overvalued a particular stock is, and such estimates can be skewed by a market price tainted by fraud*.’ (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*)

Hoewel de *value investor* er op het moment van zijn transactie niet op vertrouwt dat de beurskoers op een correcte wijze de fundamentele waarde van het desbetreffende aandeel weerspiegelt (en in zoverre dus niet op de marktefficiëntie in *fundamentele* zin), gaat ook deze belegger er bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen van uit dat publiek beschikbare informatie – zij het soms met enige vertraging – in de beurskoers wordt verwerkt. In zoverre vertrouwt dus ook de *value investor* op de efficiëntie van het prijsvormingsproces op de effectenmarkt en daarom kan ook deze belegger van het *fraud-on-the-market*-vermoeden profiteren. Met ‘reliance on the integrity of the market price’ kan de Supreme Court dus niet bedoelen dat de belegger vertrouwt op de *fundamentele* efficiëntie van de markt, want anders zou de *value investor* een beroep op het vermoeden (moeten) worden ontzegd.³⁰ Over deze *value investor* kom ik straks in § 6.2.3.3 *sub a* nog nader te spreken.

Wat de Supreme Court met ‘reliance on the integrity of the market price’ volgens mij wél bedoelt, is dat beleggers erop vertrouwen – en *redelijkerwijs erop mogen* vertrouwen – dat de beurskoers tot stand komt op basis van juiste en volledige informatie en dat deze is gevrijwaard van misleiding.³¹

30. Zie in dit verband ook de uitspraak *Moskowitz v. Lopp*, 128 F.R.D. 624, 631 (E.D. Pa. 1989): ‘There is a *fundamental difference* between an investor’s presumption *that the market price will move* and the fact *that the price was tainted by fraud*.’ (curs. *ACWP*) en de uitspraak *Jaffe Pension Plan v. Household Int’l, Inc.*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 135135 (N.D. Ill. Sept 21, 2012): ‘Given the parties’ stipulation that Household common stock traded in an efficient market (...), *whether these claimants fully subscribe to the efficient market theory is irrelevant*.’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

31. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de *Halliburton I*-uitspraak: ‘Loss causation (...) requires a plaintiff to show that a misrepresentation *that affected the integrity of the market price* also caused a subsequent economic loss.’ (curs. *ACWP*), *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 812 (2011).

Dat kan ten eerste worden afgeleid uit de volgende overweging uit *Basic v. Levinson*:³²

‘It has been noted that it is hard to imagine that (...) there ever is a buyer or seller *who does not rely on market integrity. Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?*’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

Het is met andere woorden moeilijk voor te stellen dat er beleggers zijn die *niet* vertrouwen op de *integriteit* van de beurskoers; welke belegger wil immers deelnemen aan een ‘crooked crap game’? Dat de Supreme Court met ‘reliance on the integrity of the market price’ bedoelt dat beleggers erop vertrouwen dat de beurskoers is gevrijwaard van misleidende informatie, is in de tweede plaats af te leiden uit de overweging uit *Basic v. Levinson* waarin de Supreme Court refereert aan de doelstelling van de (wetgever van de) Securities Exchange Act om het vertrouwen van beleggers in de integriteit van de effectenmarkt te faciliteren.³³

‘In drafting [the Securities Exchange] Act, Congress expressly relied on the premise that securities markets are affected by information, and enacted legislation *to facilitate an investor’s reliance on the integrity of those markets*: “(...) The idea of a free and open public market is built upon the theory that competing judgments of buyers and sellers as to the fair price of a security brings about a situation where the market price reflects as nearly as possible a just price. Just as artificial manipulation tends to upset the true function of an open market, *so the hiding and secreting of important information obstructs the operation of the markets as indices of real value.*” ’ (toevoegingen en curs. *ACWP*)

Deze betekenis van ‘reliance on the integrity of the market price’ is verder af te leiden uit één van de verweren waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan (proberen te) weerleggen:^{34, 35}

32. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

33. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 245-246 (1988).

34. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988). Ik breng nogmaals in herinnering dat in deze zaak de aansprakelijk gestelde vennootschap zich (beweerdelijk) schuldig had gemaakt aan een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken, waardoor de eisende beleggers hun aandelen tegen een kunstmatig *lage* koers hadden *verkocht*. Daarom luidt de formulering in de geciteerde overweging ‘*would have divested themselves of their Basic shares*’ in plaats van ‘*would have purchased Basic shares*’. Zie verder over deze *rebuttal* § 6.2.3.2 *sub b* onder het tweede kopje ‘De belegger vermoedde de misleiding of was hiervan op de hoogte’.

35. Zie in verband met het in de hoofdtekst bedoelde verweer ook de volgende overweging uit de *Halliburton II*-uitspraak: ‘*Basic does afford defendants an opportunity to rebut the presumption of reliance with respect to an individual plaintiff by showing that he did not rely on the integrity of the market price in trading stock.*’ (curs. *ACWP*), *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 276 (2014).

HOOFDSTUK 6

‘[Basic] also could rebut the presumption of reliance as to plaintiffs who would have divested themselves of their Basic shares *without relying on the integrity of the market*. For example, a plaintiff *who believed that Basic’s statements were false (...) and who consequently believed that Basic stock was artificially underpriced*, but sold his shares nevertheless because of other unrelated concerns, (...) *could not be said to have relied on the integrity of a price he knew had been manipulated.*’ (toevoeging en curs. *ACWP*)

Volgens de Supreme Court kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden dus onder meer worden geacht te zijn weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de eisende belegger met de misleiding bekend was – of althans de misleiding vermoedde – maar hij niettemin tot verkoop tegen een kunstmatig lage koers is overgegaan, omdat hij daartoe werd bewogen op grond van andere – niet aan de misleidende informatie gerelateerde – overwegingen. Van deze belegger kan immers niet worden gezegd dat hij heeft vertrouwd op de *integriteit* van de beurskoers, aldus de Supreme Court.³⁶ Als de belegger die met de misleiding bekend was, of althans deze vermoedde, niet kan worden geacht te hebben vertrouwd op de *integriteit* van de beurskoers, kan ‘reliance on the integrity of the market price’ in dit verband geen andere betekenis hebben dan dat beleggers erop vertrouwen dat de beurskoers integer is in de zin dat deze is gevrijwaard van misleidende informatie.³⁷

Volledigheidshalve wijs ik er nog op dat het vermoeden dat beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, behoudens een feitelijke, ook een normatieve component kent.³⁸ Dit vermoeden houdt namelijk niet alleen in dat (mag worden aangenomen dat) beleggers *in feitelijke zin* vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, maar ook dat beleggers *redelijkerwijs mogen* vertrouwen op de integriteit van de beurskoers. Deze laatste component is duidelijk een juridische constructie. In werkelijkheid is er namelijk geen

36. Het feit dat ten aanzien van de belegger die van de misleiding op de hoogte was (maar die om hem of haar moverende redenen niettemin besloot het litigieuze aandeel tegen een kunstmatig hoge (lage) koers te kopen (verkopen)), het *fraud-on-the-market*-vermoeden van *reliance* kan worden geacht te zijn weerlegd, illustreert overigens dat de *reliance*-eis meer omvat dan een enkele *condicio sine qua non*-toets. Ook voor deze belegger geldt immers onmiskenbaar dat zijn *transactievoorwaarden* door de misleiding zijn beïnvloed. Ik kom hier zometeen op terug, zie hierna ad(iii).

37. Evenzo De Jong 2010, p. 166.

38. Vooral Langevoort is een vurig pleitbezorger van deze interpretatie van de *fraud-on-the-market*-theorie. Zie Langevoort 1992, p. 897-899; Langevoort 2009, p. 160-161, p. 171-172 en p. 176-177; Langevoort 2012, p. 18-19; Langevoort 2015, p. 49-50 en p. 52-53.

enkele garantie dat effectenmarkten (en daarmee de koersen op die markten) gevrijwaard zijn van misleidende informatie.³⁹ Integendeel, in werkelijkheid komt het publiceren van misleidende informatie (en het niet publiceren van voorwetenschap) veelvuldig voor en (rationele) beleggers weten dat.⁴⁰ Rationele beleggers houden daar ook in zoverre rekening mee dat zij bij het nemen van beleggingsbeslissingen altijd een soort ‘misleidingskorting’ in de koers zullen inprijzen.⁴¹ Dat volgens de *fraud-on-the-market*-theorie beleggers niettemin mogen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, moet dan ook vooral worden gezien als een juridisch instrument om een achterliggend doel te bereiken. Het achterliggende doel is het in stand houden van een effectenmarkt waar geen misleiding (meer) voorkomt.⁴² Dat doel wordt mede bereikt door in een aansprakelijkheidsprocedure de belegger bij het bewijs van causaal verband (bijvoorbeeld door middel van het *fraud-on-the-market*-vermoeden) in zijn bewijslast tegemoet te komen, zodat hij zijn rechten effectief kan handhaven.⁴³

Ad (iii). In het verlengde van het vermoeden dat (mag worden aangenomen dat) de belegger bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen vertrouwt op de integriteit van de beurskoers, ligt het derde vermoeden. Aangenomen mag worden dat in de hypothetische situatie waarin de belegger met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend zou zijn geweest (waar dus in beginsel *niet* van wordt uitgegaan, zie het tweede vermoeden hierboven ad (ii)), hij niet bereid zou zijn geweest het aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen. Er mag met andere woorden van worden uitgegaan dat de belegger hoe dan ook niet

39. Zie in dit verband ook Carney 1989, p. 1275-1278; Cox 2013b, p. 112.

40. Zie in dit verband bijvoorbeeld de empirische studie van Cumming & Johan 2013. Deze auteurs rapporteren voor verschillende beurzen in de landen Verenigde Staten, Groot-Brittannië en Canada statistieken over de frequentie waarmee fraude/misleiding op de desbetreffende beurzen voorkomt. Zie in dit verband ook de empirische studie van Dyck, Morse & Zingales 2013. Deze auteurs schatten de kans dat een Amerikaanse beursvennootschap zich in een willekeurig jaar schuldig maakt aan misleiding op 14,5%.

41. Zie over dit verschijnsel uitgebreid het standaardwerk uit de financieel-economische literatuur Akerlof 1970, p. 488-500.

42. Zie in dit verband ook de uitspraak Lipton v. Documation, Inc. 734 F.2d 740, 748 (11th Cir. 1984): ‘The [fraud-on-the-market-]theory (...) actually facilitates Congress’s intent (...) by *enabling* a purchaser to rely on an expectation that the securities markets are free from fraud.’ (toevoegingen en curs. *ACWP*)

43. Vgl. Langevoort 2009, p. 160-161, p. 171-172 en p. 176-177; Langevoort 2012, p. 18-19; Langevoort 2015, p. 49-50 en p. 52-53; Black 2013, p. 1505.

HOOFDSTUK 6

bereid zou zijn geweest deel te nemen aan een ‘crooked crap game’.⁴⁴ Dit kan ten eerste worden afgeleid uit de overweging uit *Basic v. Levinson* waarin de Supreme Court met instemming het oordeel van de appelrechter aanhaalt over het door de gedaagde weerleggen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden.⁴⁵

‘The court acknowledged that [the defendant] may rebut proof of the elements giving rise to the presumption, or show (...) that an individual plaintiff traded *or would have traded despite his knowing the statement was false.*’ (toevoeging en curs. *ACWP*)

Ook kan dit worden afgeleid uit de volgende (vlak daaropvolgende) overweging uit *Basic v. Levinson*:⁴⁶

‘Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and (...) the plaintiff[‘s] (...) decision to trade at a fair market price, will be sufficient to rebut the presumption of reliance. For example (...) [the defendant] could rebut the presumption of reliance as to plaintiffs who *would have divested* themselves of their Basic shares *without relying on the integrity of the market.*’ (toevoegingen and curs. *ACWP*)

In net iets andere bewoordingen herhaalt de Supreme Court deze overweging in zijn *Halliburton II*-uitspraak:⁴⁷

‘(...) [I]f a defendant could show that (...) a plaintiff *would have bought or sold* the stock *even had he been aware* that the stock’s price was tainted by fraud, then the presumption of reliance would not apply.’ (toevoegingen and curs. *ACWP*)

Dus als het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden geacht te zijn weerlegd ten aanzien van de belegger die, ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend was geweest, het litigieuze aandeel hoe dan ook zou hebben gekocht, kan de conclusie geen andere zijn dan dat bij wege van (*fraud-on-the-market*-)presumptie van het tegenovergestelde wordt uitgegaan. Vandaar het derde vermoeden. Overigens doelt de Supreme Court in bovenstaande rechtsoverwegingen waarschijnlijk op de belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie

44. Vgl. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

45. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248 (1988).

46. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988).

47. *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014).

geen enkel verband hielden, zoals fiscale, politieke of maatschappelijke overwegingen of diversificatie-overwegingen.^{48,49} Hoewel deze belegger wellicht niet van de misleiding op de hoogte was en zijn aandeel in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers heeft gekocht, zou deze belegger ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend was geweest, het aandeel hebben gekocht.⁵⁰ Er waren voor hem immers andere zwaar(der)wegende (en op zichzelf volstrekt gerechtvaardigde) overwegingen in het spel om het litigieuze aandeel te kopen. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden is daarmee dan weerlegd.

Het voorgaande laat overigens meteen zien waarom in *fraud-on-the-market*-zaken *reliance* niet exact hetzelfde is als *transaction causation*. Zo is voor de belegger die werd bewogen het litigieuze aandeel te kopen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, zonder meer voldaan aan het vereiste van *transaction causation* (dit ongeacht of hij al dan niet met de misleiding bekend was). Bij afwezigheid van de misleiding zou hij immers een gunstigere prijs voor zijn aandeel hebben betaald, dus zijn transactievoorwaarden zijn zonder meer door de misleiding beïnvloed. Voor deze belegger is echter niet aan het *reliance*-vereiste voldaan, omdat – zoals ik al opmerkte – het *fraud-*

48. Men kan in dit verband ook nog denken aan de belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen, omdat hij daarmee stemrecht wilde verwerven in de desbetreffende vennootschap, of aan de belegger die genoodzaakt was het aandeel te kopen, omdat hij eerder – voordat de misleiding begon – was *short* gegaan en in het tijdvak van de misleiding werd gedwongen tot een zogenoemde ‘covering purchase’. Zie over het scenario van een gedwongen *covering purchase* ook Smith 2005, p. 1047-1049.

49. In het scenario waarin de belegger als gevolg van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken de litigieuze aandelen tegen een kunstmatig *lage* koers heeft *verkocht*, kunnen er – naast de in de hoofdttekst genoemde overwegingen – ook nog andere overwegingen zijn op grond waarvan de belegger werd bewogen zijn aandelen te verkopen. Men kan bijvoorbeeld denken aan de behoefte aan liquiditeit, een zogenoemde ‘margin call’ van de bank of aan overwegingen van mededingingsrechtelijke aard. In zijn Basic-uitspraak refereert de Supreme Court zelf alleen aan de verkoop uit politieke of mededingingsrechtelijke overwegingen, zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988).

50. Ook afgezien van de in de hoofdttekst en voetnoot 48 genoemde overwegingen kan het voor de belegger een rationele beleggingsbeslissing zijn om een aandeel te kopen waarvan hij weet dat de koers als gevolg van misleidende informatie is geïnflaard. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn als het litigieuze aandeel de beste risico-/rendementsverhouding heeft in de desbetreffende sector, zelfs als daarbij rekening wordt gehouden met de verwachte koersdaling die zal plaatsvinden op het moment waarop de misleiding bekend wordt.

HOOFDSTUK 6

on-the-market-vermoeden van *reliance* ten aanzien van hem kan worden geacht te zijn weerlegd.⁵¹

Volledigheidshalve merk ik nog op dat het hier besproken element van het *reliance*-vereiste vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief gezien merkwaardig voorkomt. In het Nederlandse recht zijn wij namelijk gewend om bij het beantwoorden van de causaliteitsvraag de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis (in casu het geven van een misleidende voorstelling van zaken door de vennootschap) weg te denken. Wat hier echter gebeurt, is dat – in plaats van de misleidende voorstelling van zaken gegeven door de vennootschap – de misleidende voorstelling van zaken die is opgetreden bij de belegger wordt weggedacht (terwijl nog steeds wordt aangenomen dat de vennootschap misleidende informatie heeft verstrekt). Een dergelijke *counterfactual* is wezensvreemd aan het Nederlandse schadevergoedingsrecht (althans, aan de daarbinnen geldende causaliteitsleer).⁵² Het verweer dat het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing ontbreekt omdat de eisende belegger hoe dan ook bereid zou zijn geweest het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen, moet naar Nederlands recht mijns inziens dan ook worden verworpen (althans ten aanzien van de belegger die bij de aankoop van het aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd en die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij het ook bij afwezigheid van de misleiding zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere koers*).

b. De ‘rebuttals’ waarmee het fraud-on-the-market-vermoeden kan worden weerlegd

In de *Basic v. Levinson*-uitspraak worden zes verweren (zogenoemde ‘rebuttals’) genoemd waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-

51. Zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988) en *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Zie verder ook de nog de volgende uitspraken uit de lagere rechtspraak: *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891, 907-908 (9th Cir. 1975); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Kline v. Wolf*, 702 F.3d 400, 403 (2d Cir. 1983); *Fine v. American Solar King Corp.*, 919 F.2d 290, 299 (5th Cir. 1990); *Hanon v. Dataproducts Corp.*, 976 F.2d 497, 507 (9th Cir. 1992); *Semerenko v. Cendant*, 223 F.3d 165, 179 & n.7 (3d Cir. 2000); *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 429-433 (7th Cir. 2015). De twee eerstgenoemde uitspraken worden in *Basic v. Levinson* met instemming door de Supreme Court aangehaald.

52. Dit wordt mijns inziens terecht onderkend in de uitspraak *Rb. Amsterdam 28 april 2010*, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022 (*Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./X e.a.*), r.o. 2.54. Ik betwijfel echter of dit voldoende wordt onderkend door de Rechtbank Midden-Nederland in zijn uitspraak *Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016*, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (*VEB/Ziggo Holding B.V.*), r.o. 4.22.

vermoeden kan (proberen te) weerleggen. Drie worden er naar voren gebracht in de *majority opinion* geconcipeerd door Justice Blackmun.⁵³ De andere drie worden genoemd in de *dissenting opinion* geschreven door Justice White. Ik bespreek de zes *rebuttals* hier achtereenvolgens.

1. 'De misleidende informatie had geen invloed (meer) op de koers'

Volgens (het meerderheidsstandpunt van) de Supreme Court kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden in de eerste plaats worden weerlegd, wanneer de gedaagde kan aantonen dat de misleiding geen invloed (meer) had op de koers ('*Any showing that severs the link between the alleged misrepresentation and (...) the price received (or paid) by the plaintiff (...) will be sufficient to rebut the presumption of reliance.*').⁵⁴ De Supreme Court geeft in dit verband twee voorbeelden. Het vermoeden kan in de eerste plaats worden geacht te zijn weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de *market makers* met de misleidende informatie (in dit geval de fusiebesprekingen die werden ontkend) bekend waren. De gedachte is kennelijk dat als de *market makers* met de misleiding bekend zijn, de gehele markt kan worden geacht daarmee bekend te zijn, zodat de misleidende informatie geen invloed heeft op de koers. Aan de *market makers* wordt door de Supreme Court dus kennelijk een leidende rol toegedicht in het prijsvormingsproces en het heersende marktsentiment. In de tweede plaats kan het vermoeden worden geacht te zijn weerlegd, wanneer komt vast te staan dat ten tijde van de misleiding andere informatie in de markt beschikbaar was die de misleidende informatie tegensprak, waardoor het misleidende effect teniet werd gedaan.⁵⁵ De gedachte is dat wanneer in de markt zowel misleidende als (de bijbehorende) correcte informatie beschikbaar is, de markt de misleiding zal doorzien en de totale 'mix' van beschikbare informatie op een correcte wijze in de koers zal verwerken, zodat de misleiding geen koerseffect (meer) heeft. Dit tweede voorbeeld staat in de doctrine ook wel bekend als de zogenoemde 'truth-on-the-market defense'.⁵⁶

53. Zie over deze drie *rebuttals* ook de uitspraak *Fine v. American Solar King Corp.*, 919 F.2d 290, 299 (5th Cir. 1990).

54. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988). Zie ook de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 and 281 (2014).

55. Zie in dit verband ook de uitspraak *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 462 en 481-482 (2013).

56. Zie hierover *Hazen*, 4 Law Securities Regulation § 12.10[6][D]. Zie hierover ook *Padfield* 2010, p. 163-165 en p. 174-175.

HOOFDSTUK 6

Het *truth-on-the-market*-verweer is in verschillende rechterlijke uitspraken als zodanig erkend.^{57, 58} Wel komt uit deze uitspraken duidelijk het beeld naar voren dat het al dan niet honoreren van het verweer steeds afhankelijk is van de omstandigheden van het geval en dat een en ander steeds moet worden beoordeeld in het licht van de totaal beschikbare ‘informatiemix’.⁵⁹ Zo is vaste rechtspraak dat het enkele feit dat (juiste en volledige) informatie beschikbaar is die contrair is aan de misleidende informatie, niet *per definitie* betekent dat het koerseffect van de misleidende informatie (lees: de koersinflatie) daarmee wordt geacht te zijn opgeheven. Volgens deze rechtspraak hangt het mede af van de mate waarin de aan de misleiding contraire informatie toegankelijk is, de wijze waarop deze wordt gepresenteerd en de intensiteit waarmee de informatie in de markt ‘aanwezig’ is, of het verweer al dan niet wordt gehonoreerd.⁶⁰ De *truth-on-the-market* moet met andere woorden voldoende sterk en overtuigend zijn om met de *fraud-on-the-market* te kunnen concurreren.

-
57. Zie onder meer de uitspraken *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154, 167-168 (2d Cir. 2000); *Asher v. Baxter Int'l Inc.*, 377 F.3d 727, 734 (7th Cir. 2004); *Wielgos v. Commonwealth Edison*, 892 F.2d 509, 516 (7th Cir. 1989); *Flamm v. Eberstadt*, 814 F.2d 1169, 1179-1180 (7th Cir. 1987); *Heliotrope General, Inc. V. Ford Motor Co.*, 189 F.3d 971, 975-976 (9th Cir. 1999); *Provenz v. Miller*, 102 F. 3d 1478, 1492-1493 (9th Cir. 1996); *In re Convergent Technologies Securities Litigation*, 948 F.2d 507, 513 (9th Cir. 1991); *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109, 1114-1116 (9th Cir. 1989).
58. In de uitspraak *City of Omaha, Nebraska Civilian Employees' Retirement System v. CBS Corp.*, 679 F.3d 64, 69 (2d Cir. 2012), werd het *truth-on-the-market*-verweer niet letterlijk toegepast, maar werd wel de gedachte die aan het verweer ten grondslag ligt, toegepast. Volgens de appelrechter bestond de beweerdelijke misleiding in dit geval enkel en alleen uit het achterhouden van informatie die reeds publiekelijk beschikbaar was. Daarom kon de koers niet door de litigieuze informatie zijn beïnvloed en derhalve was niet aan de *reliance*-eis voldaan, aldus – zeer kort gezegd – de appelrechter.
59. Er kan hier een parallel worden getrokken met het *materiality*-vereiste. Voor dat vereiste geldt op vergelijkbare wijze dat de totaalcontext maatgevend is. Overigens wordt om deze reden het *truth-on-the-market*-verweer vaak niet als zodanig benoemd en gaat het volledig op in (het oordeel over) het *materiality*-vereiste. Zie in dit verband bijvoorbeeld de uitspraak *Connecticut Retirement Plans and Trust Funds v. Amgen, Inc.*, 660 F.3d 1170, 1177 (9th Cir. 2011). Ook komt men wel tegen dat het verweer in de sleutel van *reasonable reliance* staat. Welke sleutel men kiest, maakt op zichzelf niet uit. Via de verschillende sleutels kan steeds dezelfde oplossing worden bereikt.
60. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154, 167-168 (2d Cir. 2000); *Provenz v. Miller*, 102 F. 3d 1478, 1492-1493 (9th Cir. 1996); *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109, 1114 (9th Cir. 1989); *In re Yukos Oil Company Securities Litigation*, 2006 WL 3026024, at *22 (S.D.N.Y. October 25, 2006).

Interessant is nog erop te wijzen dat het *truth-on-the-market*-verweer in de praktijk een eigenaardige processuele dynamiek met zich kan brengen, die erop neerkomt dat de procespartijen er een nogal grillige processtrategie op nahouden.⁶¹ Deze grillige strategie bestaat eruit dat in eerste instantie de eisende beleggers met alle mogelijke middelen aannemelijk zullen proberen te maken dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld (in hoge mate) efficiënt is, terwijl de gedaagde zal proberen deze (mate van) marktefficiëntie zoveel mogelijk te betwisten. Als het vermoeden echter eenmaal ten gunste van de beleggers is aangenomen en de gedaagde het probeert te weerleggen aan de hand van het *truth-on-the-market*-verweer, zijn de procesbelangen precies tegenovergesteld en heeft de gedaagde er opeens alle belang bij de marktefficiëntie zo sterk mogelijk aan te zetten, terwijl de beleggers er dan alle belang bij hebben de marktefficiëntie zoveel mogelijk te bagatelliseren.⁶²

2. 'De belegger vermoedde de misleiding of was hiervan op de hoogte'

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan in de tweede plaats worden weerlegd, wanneer de gedaagde kan aantonen dat de eisende belegger van de misleiding op de hoogte was of hij deze vermoedde toen hij de litigieuze transactie aanging.^{63, 64} De Supreme Court geeft het voorbeeld van de belegger die vermoedde dat de doelvennootschap wel degelijk aan het onderhandelen was toen zij ontkende fusiebesprekingen te voeren (en

61. Zie over deze grillige processtrategie ook Tabak 2015, p. 471-472.

62. Een mooi voorbeeld uit de rechtspraak waarin de hier beschreven processuele dynamiek zich lijkt voor te doen, is de uitspraak *Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 89 and 95 (1st Cir. 2014).

63. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988). Zie in dit verband ook *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 276 (2014): 'Basic does afford defendants an opportunity to rebut the presumption of reliance with respect to an individual plaintiff by showing *that he did not rely on the integrity of the market price in trading stock.*' (curs. *ACWP*)

64. Voor een aansprekend voorbeeld uit de rechtspraak waarin dit verweer slaagde, wijs ik op de uitspraak *Stark Trading v. Falconbridge Ltd.*, 552 F.3d 568, 571-573 (7th Cir. 2009), al moet ik hier wel bij aantekenen dat dit geen typische *fraud-on-the-market*-zaak betrof. Zie in verband met dit verweer ook de uitspraken *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 43-44 (2d Cir. 2006); *Howard v. Liquidity Services Inc.*, 322 F.R.D. 103, 121-123 (D.D.C. 2017); *Gameco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 917 F. Supp. 2d 246, 254-258 (S.D.N.Y. 2013); *Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc.*, 756 F. Supp. 2d 928, 934 (N.D. Ill. 2010); *Jaroslawicz v. Engelhard Corporation*, 724 F. Supp. 294, 300 (D.N.J. 1989); *Jones v. Intelli-Check, Inc.*, 274 F. Supp. 2d 615, 633-635 (D.N.J. 2003); *Moelis v. ICH Corp.*, 1987 WL 9709, at *4 (S.D.N.Y. 1987).

HOOFDSTUK 6

die dus wist of kon weten dat de koers op een kunstmatig laag niveau stond), maar die niettemin zijn aandeel heeft verkocht omdat hij daartoe werd bewogen op grond van andere – niet aan de misleidende informatie gerelateerde – overwegingen. Ik verwijs in dit verband naar mijn analyse in § 6.2.3.2 *sub a* over de betekenis van ‘reliance on the integrity of the market price’.

3. ‘De belegger zou hoe dan ook bereid zijn geweest het litigieuze aandeel tegen een kunstmatig lage koers te verkopen’

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan in de derde plaats worden weerlegd, wanneer de gedaagde kan aantonen dat de eisende belegger ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersdeflatie) bekend was geweest, bereid zou zijn geweest zijn aandeel tegen een kunstmatig lage koers te verkopen.⁶⁵ De eisende belegger zou met andere woorden hoe dan ook bereid zijn geweest deel te nemen aan een ‘crooked crap game’.⁶⁶ Men kan bijvoorbeeld denken aan de belegger die besloot het litigieuze aandeel te verkopen uit fiscale, politieke of maatschappelijke overwegingen of uit mededingings-, diversificatie- of liquiditeitsoverwegingen.⁶⁷ Hoewel deze belegger wellicht niet van de misleiding op de hoogte was en zijn aandeel in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers heeft verkocht, zou deze belegger ook als hij met de misleiding

65. Zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988) en *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268-269 (2014). Zie ook de in § 6.2.3.2 *sub a*, ad (iii) weergegeven citaten uit deze uitspraken. Zie in verband met deze *rebuttal* verder nog de uitspraken *Glickenhous & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 429-433 (7th Cir. 2015); *Howard v. Liquidity Services Inc.*, 322 F.R.D. 103, 123-126 (D.D.C. 2017); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 183 F. Supp. 3d 458, 466-467 (S.D.N.Y. 2016); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 123 F. Supp. 3d 424, 435-438 (S.D.N.Y. 2015); *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 927 F. Supp. 2d 88, 103-104 (S.D.N.Y. 2013) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016)); *Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc.*, 756 F. Supp. 2d 928, 933-934 (N.D. Ill. 2010); *Darquea v. Jarden Corp.*, 2008 WL 622811, at *4 (S.D.N.Y. Mar. 6, 2008); *Lawrence v. Philip Morris Cos., Inc.*, 1999 WL 51845, at *4 (E.D.N.Y. Jan. 9, 1997); *McGuinness v. Parnes*, 1988 WL 66214, at *3 (D.D.C. June 17, 1988). De laatstgenoemde uitspraken hebben overigens alle negen betrekking op het scenario waarin de belegger de litigieuze effecten als gevolg van een misleidende *positieve* voorstelling van zaken tegen een kunstmatig *hoge* koers heeft *gekocht*.

66. Vgl. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988).

67. In zijn *Basic*-uitspraak refereert de Supreme Court zelf alleen aan de verkoop uit politieke of mededingingsrechtelijke overwegingen, zie *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 249 (1988). Een andere verkoopoverweging zou bijvoorbeeld nog kunnen zijn een zogenoemde ‘margin call’ van de bank.

bekend was geweest, het aandeel hebben verkocht.⁶⁸ Zoals ik in § 6.2.3.2 *sub a* al opmerkte voor het *koop*scenario bij een misleidende *positieve* voorstelling van zaken, is dit vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief bezien een merkwaardige benadering van het causaal verband.

4. 'De belegger had al besloten de litigieuze transactie aan te gaan'

Justice White noemt in zijn *dissenting opinion* nog drie andere verweren waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden naar zijn oordeel kan worden weerlegd.⁶⁹ Het vermoeden kan volgens hem ten eerste worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de belegger zijn beleggingsbeslissing al maanden geleden had genomen.⁷⁰ De redenering is kennelijk dat de beleggingsbeslissing van deze belegger niet door de misleidende informatie kan zijn beïnvloed. Naar mijn interpretatie van de *fraud-on-the-market*-theorie zoals die door de (meerderheid van de) Supreme Court is aanvaard, klopt deze *rebuttal* niet. Zij klopt niet, omdat de gedachte achter de *fraud-on-the-market*-theorie nu juist is dat ook de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd – maar die verder op geen enkele informatie is afgegaan – recht heeft op schadevergoeding. Doordat de misleidende informatie op het moment van aankoop in de koers was verwerkt en de belegger zijn aandeel daardoor tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, kan hij immers *worden geacht* op

68. Ook afgezien van de in de hoofdttekst genoemde overwegingen kan het voor de belegger een rationele beleggingsbeslissing zijn om een aandeel te verkopen waarvan hij weet dat de koers als gevolg van misleidende informatie is gedeflateerd. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn als het litigieuze aandeel de slechtste risico-/rendementsverhouding heeft in de desbetreffende sector, zelfs als daarbij rekening wordt gehouden met de verwachte koersstijging die zal plaatsvinden op het moment waarop de misleiding bekend wordt.

69. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 251 (1988). Ik wijs erop dat bij zijn bespreking van de *rebuttals* waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan (proberen te) weerleggen, Justice White en passant overschakelt van *verkopende* aandeelhouders die beweerdelijk zijn benadeeld als gevolg van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken naar *kopende* aandeelhouders die beweerdelijk zijn benadeeld als gevolg van een misleidende *positieve* voorstelling van zaken.

70. Voor voorbeelden uit de rechtspraak waarin dit geval aan de orde was, wijs ik op de uitspraken *Hildes v. Arthur Andersen*, 734 F.3d 854 (9th Cir. 2013); *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F.2d 1261, 1271 (9th Cir. 1979); *APA Excelsior III L.P. v. Premiere Techs., Inc.*, 476 F.3d 1261 (11th Cir. 2007); *In re Gentiva Securities Litigation*, 932 F. Supp. 2d 352, 395-396 (E.D.N.Y. 2013); *In re HealthSouth Corp. Securities Litigation*, 261 F.R.D. 616, 647 (N.D. Ala. 2009); *In re Refco, Inc. Securities Litigation*, 503 F. Supp. 2d 611, 635 (S.D.N.Y. 2007). Afgezien van de uitspraak *Zweig v. Hearst Corp.* hebben alle genoemde uitspraken overigens betrekking op aansprakelijkheid gebaseerd op Section 11 van de Securities Act 1933.

HOOFDSTUK 6

de misleidende informatie te hebben vertrouwd. Dat de belegger zijn beleggingsbeslissing wellicht al maanden geleden had genomen en deze derhalve niet direct door de misleidende informatie is beïnvloed, doet daar niets aan af.

Ook als rekenschap wordt gegeven van de omstandigheid dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd met de stelling dat de belegger hoe dan ook bereid zou zijn geweest het litigieuze aandeel (tegen een geïnflateerde koers) te kopen (zie de hiervoor *sub 3* besproken derde *rebuttal*), kan de zojuist genoemde eerste *rebuttal* van Justice White mijns inziens niet worden geaccepteerd. Ook voor de belegger die reeds voordat de misleiding begon had besloten het litigieuze aandeel te kopen, geldt namelijk dat hij waarschijnlijk niet bereid was – en nooit bereid zou zijn geweest – dat te doen tegen een kunstmatig hoge koers. Zou deze belegger – hypothetisch gezien – in de tussentijd met de misleiding bekend zijn geworden, dan zou hij vermoedelijk (alsnog) hebben besloten van aankoop af te zien.

Ik denk dat de *rebuttal* die Justice White hier naar voren brengt, voortkomt uit een verkeerde lezing van de *majority opinion* van de Supreme Court (dat geldt overigens ook voor de twee hierna te bespreken *rebuttals*). Naar het oordeel van Justice White verwerpt (de meerderheid van) de Supreme Court de versie van de *fraud-on-the-market*-theorie die erop neerkomt dat *reliance* gelijk kan worden gesteld aan (*transaction*) *causation*.⁷¹ Volgens deze versie van de theorie heeft ook de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, maar die verder van geen enkele informatie (dus ook niet van de misleidende informatie) heeft kennis genomen, recht op schadevergoeding. Zoals ik de *majority opinion* van de Supreme Court in *Basic v. Levinson* echter lees, is dit nu juist precies de versie die de Supreme Court heeft omarmd. Dit leid ik onder meer af uit het feit dat de Supreme Court met instemming de uitspraken *Blackie v. Barrack* en *Peil v. Speiser* aanhaalt.⁷² In deze uitspraken is letterlijk te lezen dat ook de belegger die bij zijn aankoop ‘blind’ op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, moet worden gecompenseerd. Zo overwoog de Third Circuit in *Peil v. Speiser* als volgt:⁷³

71. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 251 (1988).

72. *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154 (3d Cir. 1986); *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975). Zie in dit verband ook *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1129 (7th Cir. 1993).

73. *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1163 (3d Cir. 1986).

‘Defendants urge that even if we apply the fraud on the market theory (...) Peil’s testimony that he had not directly relied on the alleged misrepresentations conclusively rebutted the presumption of reliance. This argument, however, misses the point of the fraud on the market theory, *under which a plaintiff may prevail even if he was entirely unaware of the alleged misrepresentations.*

(...)

Peil’s testimony established only that he did not rely directly on defendant’s misrepresentations, *a fact that is not relevant under the fraud on the market approach.*’ (curs. ACWP)

Kortom, het betoog van Justice White dat ten aanzien van de belegger die reeds – voordat de misleiding begon – had besloten het litigieuze aandeel te kopen het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden geacht te zijn weerlegd, kan ik niet rijmen met de versie van de *fraud-on-the-market*-theorie zoals die door de (meerderheid van de) Supreme Court is aanvaard.

5. *‘De belegger handelt in aandelen om redenen die niets met de prijs van doen hebben’*

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan volgens Justice White in de tweede plaats worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de eisende belegger aandelen aan- of verkoopt om redenen die niets met de (absolute) aandelenprijs van doen hebben.⁷⁴ Justice White werkt verder niet uit op welke belegger hij hier precies doelt. Volgens mij zou men bijvoorbeeld kunnen denken aan de belegger die zijn beleggingsbeslissingen neemt aan de hand van het gooien van pijltjes op een dartbord,⁷⁵ of aan de belegger die zijn beslissingen neemt aan de hand van (de bestudering van) de astrologie (ik geef toe dat beide voorbeelden wat gechargeerd zijn, maar voor de analyse maakt dat verder niet uit).⁷⁶ Ook zou men – wellicht iets realistischer – kunnen denken aan de belegger die een beleggingsstrategie volgt die erop neerkomt dat hij – ongeacht de hoogte van de koers en de beschikbare informatie – altijd een vast percentage (zeg 5%) van de totale waarde van zijn beleggingsportefeuille belegt in het litigieuze aandeel, of aan de belegger die zich

74. Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 251 (1988). Zie in dit verband ook de uitspraken Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A., 927 F. Supp. 2d 88, 103 (S.D.N.Y. 2013); Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc., 756 F. Supp. 2d 928, 933-934 (N.D. Ill. 2010).

75. Naar analogie van het bekende voorbeeld van de geblinddoekte chimpansee die pijltjes gooit op de aandelenkoerspagina van de *Wall Street Journal*. Dit voorbeeld is afkomstig uit Malkiel 1973.

76. Het laatstgenoemde voorbeeld is ontleend aan Smith 2005, p. 1023.

HOOFDSTUK 6

bezighoudt met (een bepaalde vorm van) *index arbitrage*.^{77, 78} De hier genoemde beleggers hebben allen gemeen dat de (hoogte van de) aandelenprijs bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen in beginsel geen enkele rol speelt.⁷⁹

Wederom kan ik deze *rebuttal* van Justice White niet rijmen met de *fraud-on-the-market*-theorie zoals die door (de meerderheid van) de Supreme Court is aanvaard. Ook voor de belegger die zijn beleggingsbeslissing baseert op factoren die op geen enkele wijze aan de (absolute) aandelenprijs zijn gerelateerd, geldt namelijk dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel vertrouwt – en *redelijkerwijs mag* vertrouwen – op de integriteit van de beurskoers.⁸⁰ Dat zijn beleggingsbeslissing niet wordt beïnvloed door de aandelenprijs of door de over het desbetreffende aandeel beschikbare informatie (en dus ook niet door de misleidende informatie), doet daar volgens mij niets aan af. Daar komt bij dat ook voor de belegger die zijn beleggingsbeslissingen neemt zonder dat de aandelenprijs daarbij een rol speelt, in beginsel mag worden aangenomen dat hij niet bereid is – en ook nooit bereid zou zijn geweest – deel te nemen aan een ‘crooked crap game’.⁸¹ Zo zal een ‘pijltesgooier’, in de hypothetische situatie waarin hem zou worden verteld dat de prijs van het aandeel waarop zijn keuze (lees: het dartpijlje) is gevallen als gevolg van misleiding kunstmatig omhoog is gedreven, waarschijnlijk niet bereid zijn dit aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen. Vermoedelijk zal hij dan van aankoop afzien.⁸²

77. *Index arbitrage* is een beleggingsstrategie waarbij de belegger probeert te profiteren van het verschil tussen enerzijds de prijs van een *future* op een bepaalde marktindex en anderzijds de koers van de gezamenlijke aandelen waaruit deze index is opgebouwd. Zodra de belegger een prijsverschil detecteert (een zogenoemde ‘spread’), kan hij hiervan profiteren door op hetzelfde moment aandelen te kopen (of te verkopen) en *futures* op de desbetreffende marktindex te verkopen (of te kopen).

78. Zie in dit verband ook Booth 2013, p. 560-562.

79. Aan het in de hoofdtekst genoemde rijtje beleggers zou men ook nog kunnen toevoegen de belegger wiens beleggingsactiviteiten bestaan uit de implementatie van technisch geavanceerde kortetermijnhandelsstrategieën (de zogenoemde ‘high frequency trader’). Ook voor de meeste *high frequency traders* geldt immers dat de absolute aandelenprijs bij het nemen van hun beleggingsbeslissing(en) geen enkele rol speelt. Zie in dit verband ook Levens 2015, p. 1555.

80. Zie in dit verband ook Cox 2013b, p. 126-127 en p. 128-129.

81. Vgl. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 247 (1988). Vgl. ook Booth 2013, p. 562.

82. Dit ligt anders voor de eerdergenoemde belegger die besloot het litigieuze aandeel te kopen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, zoals fiscale, politieke of maatschappelijke overwegingen of diversificatie-overwegingen (zie § 6.2.3.2 *sub a*, ad (iii) en de hierboven genoemde derde *rebuttal*). In de hypothetische situatie waarin deze belegger tussentijds met de misleiding bekend zou zijn geworden, zou hij het aandeel vermoedelijk alsnog hebben gekocht.

6. 'De belegger had vlak voordat de misleiding begon een short positie ingenomen'

Volgens Justice White kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden in de derde plaats worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de belegger – voordat de misleiding begon – een *short* positie had ingenomen in het litigieuze aandeel.⁸³ De redenering is kennelijk dat aangezien de belegger op het moment van zijn *short sale* niet geloofde in de integriteit van de beurskoers, hij dat ook niet deed toen hij zijn *short* positie tegen een als gevolg van de misleiding kunstmatig hoge koers moest sluiten. Over dit verweer gaat de volgende paragraaf.⁸⁴

6.2.3.3 Toepassing *fraud-on-the-market*-theorie ten aanzien van *short sellers*

De vraag of ook *short sellers* van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren is in de Amerikaanse rechtspraak (nog steeds) een omstreden kwestie.⁸⁵ Sommige rechters hebben deze vraag zonder meer ontkennend beantwoord,⁸⁶ waarbij de redenering er meestal op neer komt dat gegeven het feit dat *short sellers* bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen niet vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, niet aan de toepassingsvoorwaarden voor het *fraud-on-the-market*-vermoeden is voldaan.⁸⁷ De eerste (belangrijke) uitspraak waarin deze lijn werd ingezet, is de bekende uitspraak *Zlotnick v. Tie Communications*.⁸⁸ Andere rechters verwerpen deze redenering en zijn van mening

83. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 251 (1988).

84. Zie over dit verweer ook De Jong 2010, p. 167 en p. 221.

85. Kennelijk heeft de door Justice White in zijn *dissenting opinion* geformuleerde *short sale rebuttal* voor verwarring gezorgd.

86. Overigens blijkt uit de desbetreffende uitspraken niet altijd even duidelijk of *short sellers* in het geheel niet van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren, dan wel dat het vermoeden ten aanzien van hen bij voorbaat wordt geacht te zijn weerlegd.

87. Zie onder meer de uitspraken *In re Polymedica Corp. Securities Litigation*, 224 F.R.D. 27 (D. Mass. 2004); *In re Terayon Commc'ns Sys., Inc. Securities Litigation*, 2004 WL 413277 (N.D. Cal. Feb. 23, 2004); *Jones v. Intelli-Check, Inc.*, 274 F. Supp. 2d 615, 632-633 (D.N.J. 2003); *Weikel v. Tower Semiconductor Ltd.*, 183 F.R.D. 377, 392 (D.N.J. 1998); *Ganesh v. Computer Learning Centers, Inc.*, 183 F.R.D. 487, 491 (E.D. Va. 1998). Overigens wordt in de literatuur betoogd dat om dezelfde reden ook *high frequency traders* niet van het *fraud-on-the-market*-vermoeden zouden kunnen profiteren, zie Levens 2015, p. 1552.

88. *Zlotnick v. Tie Communications*, 836 F.2d 818, 823-824 (3d Cir. 1988). Ik wijs erop dat de Third Circuit in een latere uitspraak heeft geoordeeld dat zijn uitspraak in de zaak *Zlotnick v. Tie Communications* beperkt moet worden uitgelegd, zie *In re DVI, Inc. Securities Litigation*, 639 F.3d 623, 641-642 (3d Cir. 2011).

HOOFDSTUK 6

dat het enkele feit dat de benadeelde belegger een *short seller* is, er niet – per definitie – aan in de weg staat dat hij zich met succes op het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan beroepen.⁸⁹ Teneinde de hier genoemde kwestie goed te kunnen analyseren, moet goed voor ogen worden gehouden dat de vraag of ook *short sellers* van het vermoeden kunnen profiteren, in twee verschillende scenario's aan de orde kan zijn. Ten eerste is dat het scenario waarin de vennootschap een *negatieve* voorstelling van zaken heeft gegeven en de *short seller* op dat moment een *short* positie heeft ingenomen. Het verwijt van de *short seller* is dan dat hij als gevolg van de misleiding tegen een te lage koers is *short* gegaan. Ten tweede is dat het scenario waarin de vennootschap een *positieve* voorstelling van zaken heeft gegeven en de *short seller* op dat moment zijn (reeds ingenomen) *short* positie heeft gesloten (dit is het scenario waar Justice White in zijn *dissenting opinion* op doelt). Het verwijt van de *short seller* is dan dat hij als gevolg van de misleiding de aandelen tegen een te hoge koers heeft gekocht (zijn 'covering purchase' was met andere woorden te duur). Beide scenario's zal ik hierna achtereenvolgens bespreken.

a. De short seller is als gevolg van een misleidende negatieve voorstelling van zaken tegen een kunstmatig lage koers short gegaan

De redenering dat de *short seller* die tegen een te lage koers is *short* gegaan niet van het *fraud-on-the-market*-vermoeden zou kunnen profiteren omdat hij bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen niet zou vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, moet mijns inziens worden verworpen. De denkfout die in deze redenering wordt gemaakt, is dat een verkeerde betekenis wordt toegekend aan het begrip '(vertrouwen op de) integriteit van de beurskoers'. Zoals uitgelegd in § 6.2.3.2 *sub a* (zie ad(ii)), wordt met '(vertrouwen op de) integriteit van de beurskoers' – althans in de context van de *fraud-on-the-market*-theorie – *niet* bedoeld dat (beleggers erop vertrouwen dat) de beurskoers op een correcte wijze de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel weerspiegelt. Wat daarmee wél wordt bedoeld, is dat (beleggers erop vertrouwen dat) de beurskoers integer (zuiver) is in de zin dat deze niet is beïnvloed door

89. Zie onder meer de uitspraken *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 684-685 (7th Cir. 2010); *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F. Supp. 2d 944, 949 (N.D. Ill. 2007); *Argent Classic Convertible Arbitrage Fund L.P. v. Rite Aid Corp.*, 315 F. Supp. 2d 666, 676-677 (E.D. Pa. 2004); *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 227 F.R.D. 65, 108-109 (S.D.N.Y. 2004); en – minder expliciet – *Moskowitz v. Lopp*, 128 F.R.D. 624, 631 (E.D. Pa. 1989).

misleidende informatie.⁹⁰ Hoewel een *short seller* bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen doorgaans niet gelooft in de marktefficiëntie in *fundamentele* zin, gelooft hij – althans, in ieder geval tot op zekere hoogte – wel in de marktefficiëntie in *informationele* zin (op voorhand is er althans onvoldoende reden om aan dit laatste te twijfelen). Dat betekent dat ook de *short seller* er bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen op zal vertrouwen dat nieuw gepubliceerde informatie met een zekere snelheid in de koers wordt verwerkt. Behoudens het vertrouwen dat nieuwe informatie snel in de koers wordt verwerkt, zal de *short seller* er tevens op vertrouwen – en *mag hij er redelijkerwijs* op vertrouwen – dat de desbetreffende informatie is gevrijwaard van misleiding.⁹¹ Evenals de ‘gewone’ belegger mag dus ook de *short seller* uitgaan van een beurskoers die integer is.⁹² De redenering dat de *short seller* niet van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan profiteren omdat hij niet zou vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, is daarmee mijns inziens verworpen.

De onduidelijkheid omtrent de al dan niet toepasselijkheid van het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten aanzien van *short sellers* lijkt daarmee opgelost, maar zo eenvoudig ligt het niet. Er is namelijk een (alternatieve) redenering denkbaar op grond waarvan zou kunnen worden betoogd dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden – ervan uitgaande dat het vermoeden van toepassing is – ten aanzien van *short sellers* kan worden weerlegd. In de literatuur is deze redenering verdedigd door onder meer Smith (in een overigens zeer lezenswaardig artikel).⁹³ Zij is gebaseerd op de in § 6.2.3.2 *sub a* besproken derde *rebuttal*: ‘de *short seller* zou ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersdeflatie) bekend was geweest, bereid zijn geweest het litigieuze aandeel tegen een kunstmatig lage koers (*short*) te verkopen’. Ik zal de redenering eerst toelichten aan de hand van twee getallenvoorbeelden en daarna zal ik haar (proberen te) ontkrachten.

90. Zie in dit verband ook de uitspraak *Moskowitz v. Lopp*, 128 F.R.D. 624, 631 (E.D. Pa. 1989): ‘There is a *fundamental difference* between an investor’s presumption *that the market price will move* and the fact *that the price was tainted by fraud*.’ (curs. *ACWP*) en de uitspraak *Jaffe Pension Plan v. Household Int’l, Inc.*, 2012 U.S. Dist. LEXIS 135135 (N.D. Ill. Sept 21, 2012): ‘Given the parties’ stipulation that Household common stock traded in an efficient market (...), *whether these claimants fully subscribe to the efficient market theory is irrelevant*.’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

91. Evenzo De Jong 2010, p. 221.

92. Zie in deze zin de uitspraken *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 684-685 (7th Cir. 2010); *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F. Supp. 2d 944, 949 (N.D. Ill. 2007);

93. Zie Smith 2005, p. 1026-1030.

HOOFDSTUK 6

Voorbeeld 1: door short seller gesignaleerde overwaardering

Ten eerste wordt uitgegaan van een aandeel dat thans wordt verhandeld tegen een prijs van € 40, maar waarvan de koers als gevolg van (negatieve) misleidende informatie € 10 is gedeflateerd.⁹⁴ Zonder de misleidende informatie zou het aandeel € 50 noteren. Stel nu dat er een belegger is die op basis van fundamentele analyse tot de conclusie is gekomen dat het aandeel – om redenen die niets met de misleiding van doen hebben – in werkelijkheid maar € 30 waard is. In de ogen van deze belegger is het aandeel – ongeacht de misleiding – dus (in fundamentele zin) *overgewaardeerd* en daarom besluit hij *short* te gaan. Hoewel deze belegger op het moment van zijn *short sale* onverminderd vertrouwt op de integriteit van de beurskoers, is niettemin verdedigbaar dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten aanzien van hem kan worden weerlegd. Men kan namelijk beredeneren dat ook al zou deze belegger met de misleiding bekend zijn geweest, hij alsnog bereid zou zijn geweest de *short* positie in te nemen (hij zou met andere woorden hoe dan ook bereid zijn geweest deel te nemen aan een ‘crooked crap game’). Als hij namelijk bereid is een *short* positie in te nemen op het moment waarop het aandeel € 10 is overgewaardeerd (€ 40 in plaats van € 30), is hij dat ook in de hypothetische situatie waarin het aandeel – rekening houdend met de door de misleiding veroorzaakte koersdeflatie waarmee de *short seller* alsdan bekend is – in zijn ogen eigenlijk € 20 is overgewaardeerd (€ 50 in plaats van € 30). In de laatstgenoemde hypothetische situatie is het verschil tussen de huidige koers waartegen het aandeel wordt verhandeld (€ 40) en de fundamentele waarde die het aandeel volgens de *short seller* heeft (€ 30) weliswaar slechts € 10, maar de *short seller* weet in dat geval dat zonder de misleiding dit verschil € 20 zou zijn. In de hypothetische situatie waarin hij met de misleiding bekend zou zijn, is dus zijn perspectief dat de koers – op korte termijn – eerst € 10 zal stijgen omdat de deflatie uit de koers zal lopen, waarna de koers – op (midden)lange termijn – alsnog € 20 zal dalen teneinde de fundamentele waarde van € 30 te bereiken.⁹⁵ Ook in deze hypothetische situatie blijft de *short sale* dus een aantrekkelijke belegging.

Dat het niet bij voorbaat onlogisch lijkt om het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten aanzien van de *short seller* die het aandeel hoe dan ook zou hebben (*short*) verkocht weerlegd te achten, wordt mede ingezien door uit te gaan van de situatie waarin de *short seller* er met zijn fundamentele analyse volledig naast zit. Stel dat op het moment waarop de misleiding bekend wordt het aandeel weer terugvalt naar de (oorspronkelijke) koers van € 50 en dat verder de verwachtingen van de *short seller* in het geheel niet uitkomen.⁹⁶ De *short seller* zal zich dan op het standpunt stellen dat hij het aandeel voor € 10 te goedkoop heeft verkocht en hij derhalve recht heeft op € 10 schadevergoe-

94. Vgl. Smith 2005, p. 1027-1028.

95. Bij de genoemde koersbewegingen ga ik er gemakshalve even van uit dat er – naast de litigieuze informatie – verder geen andere factoren zijn die op de koers inwerken. Ik veronderstel met andere woorden ‘*ceteris paribus*’.

96. Ik veronderstel wederom *ceteris paribus*.

ding. Dit terwijl hij met zijn fundamentele analyse de plank volledig mis heeft geslagen; hij mikte op een koersdaling, maar die bleek – ook als men de misleiding wegdenkt – niet uit te komen. Op basis van een strikte interpretatie van (de derde *rebuttal* uit) *Basic v. Levinson* is dan verdedigbaar dat zijn vordering tot schadevergoeding moet worden afgewezen. Hij mag de gevolgen van zijn ongelukkige beleggingsbeslissing niet bij een derde neerleggen, aldus is de redenering.⁹⁷

Voorbeeld 2: door short seller signaleerde overwaardering

In het tweede voorbeeld wordt wederom uitgegaan van een aandeel dat thans wordt verhandeld tegen een prijs van € 40, maar waarvan de koers als gevolg van (negatieve) misleidende informatie € 10 is gedeflateerd.⁹⁸ Zonder de misleidende informatie zou het aandeel € 50 noteren. Stel nu dat er een *short seller* is die op basis van fundamentele analyse tot de conclusie is gekomen dat het aandeel – om redenen die niets met de misleiding van doen hebben – € 20 is overgewaardeerd. Er is met andere woorden een stukje informatie – dat een (fundamentele) waarde vertegenwoordigt van € 20 – dat volgens hem nog niet (correct) in de koers is verwerkt. De koers noteert thans € 40, maar naar het oordeel van de *short seller* moet dat € 20 minder zijn; de koers zou thans dus $(40 - 20 =) € 20$ moeten noteren. Hoewel ook deze *short seller* op het moment van zijn *short sale* vertrouwt op de integriteit van de beurskoers, is wederom verdedigbaar dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten aanzien van hem kan worden weerlegd. Wederom kan men namelijk beredeneren dat ook al zou deze belegger met de misleiding bekend zijn geweest, hij alsnog bereid zou zijn geweest de *short* positie in te nemen. Als hij namelijk bereid is bij een koers van € 40 *short* te gaan omdat het aandeel in zijn ogen – om redenen die niets met de misleiding van doen hebben – € 20 is overgewaardeerd, is hij dat ook in de hypothetische situatie waarin hij bekend zou zijn met het feit dat de huidige koers als gevolg van misleiding € 10 is gedeflateerd. In de laatstgenoemde situatie is zijn perspectief dat het aandeel ten opzichte van een integere (van misleiding geschoonde) koers van € 50 met een bedrag van € 20 is overgewaardeerd. Gecorrigeerd voor de (fundamentele) overwaardering zou in deze situatie een integere koers volgens de belegger dus € 30 moeten zijn en dat is nog altijd meer dan de huidige € 40. De *short sale* blijft daarom ook in de hypothetische situatie waarin de belegger met de misleiding bekend zou zijn een aantrekkelijke belegging.

Hoewel op basis van (de derde *rebuttal* uit) *Basic v. Levinson* dus verdedigbaar lijkt dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten aanzien van *short sellers* kan worden weerlegd, ben ik niettemin van mening dat de hierboven geschetste redenering moet worden verworpen. Ik zal dit toelichten door haar toe te passen op de spiegelbeeldige situatie van een ‘long investor’ die een aandeel koopt vanwege een door hem signa-

97. Zie Smith 2005, p. 1032.

98. Vgl. Smith 2005, p. 1027-1028.

HOOFDSTUK 6

leerde onderwaardering, terwijl tegelijkertijd de koers van dat aandeel als gevolg van misleiding is geïnflateerd.⁹⁹

Voorbeeld 3: door 'long investor' gesignaleerde onderwaardering

Uitgegaan wordt van een aandeel dat thans wordt verhandeld tegen een prijs van € 40, maar waarvan de koers als gevolg van (positieve) misleidende informatie € 10 is geïnflateerd. Zonder de misleidende informatie zou het aandeel € 30 noteren. Stel nu dat er een belegger is die op basis van fundamentele analyse tot de conclusie is gekomen dat het aandeel – om redenen die niets met de misleiding van doen hebben – in werkelijkheid € 50 waard is. In de ogen van deze belegger is het aandeel – ongeacht de misleiding – dus (in fundamentele zin) ondergewaardeerd en daarom besluit hij het aandeel te kopen (hij neemt een zogenoemde 'long-positie' in).¹⁰⁰ Past men dezelfde redenering toe als hiervoor, dan zou men wederom kunnen zeggen dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten aanzien van deze belegger kan worden weerlegd. Wederom is namelijk verdedigbaar dat ook al zou deze belegger met de misleiding bekend zijn geweest, hij alsnog bereid zou zijn geweest het aandeel te kopen. Als hij namelijk bereid is het aandeel te kopen op het moment waarop het aandeel € 10 is ondergewaardeerd (€ 50 in plaats van € 40), is hij dat ook in de hypothetische situatie waarin het aandeel – rekening houdend met de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie waarmee de belegger alsdan bekend is – in zijn ogen eigenlijk € 20 is

99. Ik wijs erop dat in onder meer de uitspraken *McGuinness v. Parnes*, 1988 WL 66214, at *3 (D.D.C. June 17, 1988); *Rocco v. Nam Tai Electronics, Inc.*, 245 F.R.D. 131, 136 (S.D.N.Y. 2007); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 123 F. Supp. 3d 424, 438-441 (S.D.N.Y. 2015); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 183 F. Supp. 3d 458, 466-467 (S.D.N.Y. 2016) en *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 917 F. Supp. 2d 246, 258 (S.D.N.Y. 2013) de hier gewraakte redenering ten aanzien van een *long investor* lijkt te worden geaccepteerd. In de laatstgenoemde uitspraak overwoog de rechter in dit verband als volgt: 'It is somewhat ironic that GAMCO, a value-based investor, is relying on the fraud-on-the-market presumption, which is grounded on the reliability of the market price that value-based investors spend their lives second-guessing.' (curs. *ACWP*). Overigens wordt deze overweging door dezelfde rechter in een latere uitspraak in deze zaak weer sterk genuanceerd, zie *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 927 F. Supp. 2d 88, 102 (S.D.N.Y. 2013) (de laatstgenoemde uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016)).

100. Een vergelijkbare casuspositie als hier beschreven was aan de orde in onder meer de zaken *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 183 F. Supp. 3d 458, 466-467 (S.D.N.Y. 2016); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 123 F. Supp. 3d 424, 438-441 (S.D.N.Y. 2015); *Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A.*, 927 F. Supp. 2d 88, 101-102 (S.D.N.Y. 2013) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016)); *Rosen v. Textron, Inc.*, 369 F. Supp. 2d 204, 210 (D.R.I. 2005) en *Rocco v. Nam Tai Electronics, Inc.*, 245 F.R.D. 131, 136 (S.D.N.Y. 2007), waarbij ik aanteken dat het feitenrelaas in de laatstgenoemde zaak niet zo duidelijk is.

ondergewaardeerd (€ 50 in plaats van € 30). In de laatstgenoemde hypothetische situatie is het verschil tussen de huidige koers waartegen het aandeel wordt verhandeld (€ 40) en de fundamentele waarde die het aandeel volgens de belegger heeft (€ 50) weliswaar slechts € 10, maar de belegger weet in dat geval dat zonder de misleiding dit verschil € 20 zou zijn. In de hypothetische situatie waarin hij met de misleiding bekend zou zijn, is dus zijn perspectief dat de koers – op korte termijn – eerst € 10 zal dalen omdat de inflatie uit de koers zal lopen, waarna de koers – op (midden)lange termijn – alsnog € 20 zal stijgen teneinde de fundamentele waarde van € 50 te bereiken.¹⁰¹ Ook in deze hypothetische situatie blijft het aandeel dus een aantrekkelijke belegging.

Zou de in dit voorbeeld gevolgde redenering worden geaccepteerd en zou op basis daarvan worden aangenomen dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd ten aanzien van de *long investor* die een aandeel koopt vanwege een door hem gesignaleerde onderwaardering, dan rijst de vraag welke betekenis eigenlijk nog aan de *fraud-on-the-market*-theorie toekomt. Hoeveel beleggers zijn er immers niet die een aandeel kopen omdat zij menen dat dit is ondergewaardeerd? Dat zijn bijna alle beleggers die aan de hand van fundamentele analyse een (geïnformeerde) beleggingsbeslissing nemen.¹⁰² Waarom zouden zij het aandeel anders kopen? Zou men in geval van misleiding tegen al die beleggers zeggen dat zij niet van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren (althans, dat het vermoeden ten aanzien van hen bij voorbaat wordt geacht te zijn weerlegd), dan blijft er van de *fraud-on-the-market*-theorie weinig over.¹⁰³ Dat kan niet de bedoeling van de Supreme Court zijn geweest toen hij in *Basic v. Levinson* de theorie aanvaardde.¹⁰⁴

Dat ook de beleggers die een aandeel kopen omdat dit volgens hen is ondergewaardeerd van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren, heeft de Supreme Court bevestigd in zijn uitspraak in de Halli-

101. Ik veronderstel wederom *ceteris paribus*.

102. Zie in dit verband ook de *dissenting opinion* van Justice White in de zaak *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 256 (1988) en de *concurring opinion* van Justice Thomas in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 292 (2014).

103. Aldus letterlijk *Argent Classic Convertible Arbitrage Fund L.P. v. Rite Aid Corp.*, 315 F. Supp. 2d 666, 676-677 & n.13 (E.D. Pa. 2004) en *Rosen v. Textron, Inc.*, 369 F. Supp. 2d 204, 212 (D.R.I. 2005).

104. Zie in dit verband ook Booth 2013, p. 559; Langevoort 2015, p. 51. Zie anders Erenburg e.a. 2011, p. 266 en p. 300-302.

HOOFDSTUK 6

burton II-zaak.^{105, 106} In reactie op het verweer van de aansprakelijk gestelde vennootschap Halliburton dat het aan de *fraud-on-the-market*-theorie ten grondslag liggende uitgangspunt dat beleggers bij het kopen van aandelen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers onjuist zou zijn,¹⁰⁷ omdat er in werkelijkheid vele beleggers zijn die een aandeel kopen dan wel verkopen juist *omdat* het volgens hen is onder- respectievelijk overgewaardeerd, overwoog de Supreme Court in dit verband als volgt:¹⁰⁸

‘(...) [T]here is no reason to suppose that even Halliburton’s main counterexample – the value investor – *is as indifferent to the integrity of market prices as Halliburton suggests*. Such an investor *implicitly relies on the fact that a stock’s market price will eventually reflect material information* – how else could the market correction on which his profit depends occur? To be sure, the value investor does not believe that the market price accurately reflects public information at the time he transacts. (...) But to indirectly rely on a misstatement in the sense relevant for the Basic presumption, he need only trade stock *based on the belief that the market price will incorporate public information within a reasonable period*. The value investor also presumably tries to estimate *how undervalued or overvalued a particular stock is, and such estimates can be skewed by a market price tainted by fraud.*’ (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*)

105. Zie over deze kwestie in de rechtspraak gewezen vóór de uitspraak van de Supreme Court in de zaak Halliburton II onder meer de volgende uitspraken: In re DVI, Inc. Securities Litigation, 639 F.3d 623, 641-642 (3d Cir. 2011); Moskowitz v. Lopp, 128 F.R.D. 624, 631 (E.D. Pa. 1989); In re WorldCom Inc. Securities Litigation, 219 F.R.D. 267, 281-282 en 301 (S.D.N.Y. 2003); Argent Classic Convertible Arbitrage Fund L.P. v. Rite Aid Corp., 315 F. Supp. 2d 666, 676-677 & n.13 (E.D. Pa. 2004); Rosen v. Textron, Inc., 369 F. Supp. 2d 204, 212 (D.R.I. 2005); In re REMEC Inc. Securities Litigation, 702 F. Supp. 2d 1202, 1263-1264 (S.D. Cal. 2010); In re Pfizer Inc. Securities Litigation, 282 F.R.D. 38, 45-46 (S.D.N.Y. 2012); Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A., 927 F. Supp. 2d 88, 102 (S.D.N.Y. 2013) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016)); In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation, 295 F.R.D. 240, 250 en 252-253 (N.D. Cal. 2013). Zie in dit verband ook de uitspraak Black v. Finantra Capital, Inc., 418 F.3d 203, 209-210 (2d Cir. 2005).

106. Met de (in de vorige voetnoot genoemde) uitspraak van de Third Circuit in de zaak In re DVI, Inc. Securities Litigation is de eerdergenoemde uitspraak Zlotnick v. Tie Communications van diezelfde Third Circuit in een geheel ander daglicht komen te staan. Het is immers merkwaardig om een *short seller* die gelooft in een *overwaardering* anders te behandelen dan een *long investor* die gelooft in een *onderwaardering*.

107. Volledigheidshalve wijs ik erop dat het eigenlijk niet helemaal zuiver is om te spreken van ‘het’ aan de *fraud-on-the-market*-theorie ten grondslag liggende uitgangspunt, aangezien er meerdere uitgangspunten aan deze theorie ten grondslagen liggen.

108. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 273-274 (2014).

Hoewel bovenstaande overwegingen niet in alle opzichten even duidelijk zijn, volgt hieruit mijns inziens wel ondubbelzinnig dat ook beleggers die een aandeel kopen vanwege een door hen gesignaleerde onderwaardering (door de Supreme Court aangeduid als ‘value investors’), het *fraud-on-the-market*-vermoeden met succes kunnen invoeren. Ook voor deze *value investors* geldt immers dat zij bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen ervan uitgaan dat publiek beschikbare informatie – zij het soms met enige vertraging – in de beurskoers wordt verwerkt en in zoverre vertrouwen dus ook deze beleggers op de efficiëntie van het prijsvormingsproces van de aandelenmarkt. In de terminologie van de Supreme Court vertrouwen dus ook *value investors* op de ‘integriteit van de beurskoers’.

Ik keer nu terug naar de aan het begin van deze paragraaf opgeworpen vraag of ook de *short seller* die een aandeel (*short*) verkoopt omdat dit volgens hem is overgewaardeerd (zie de casusposities zoals beschreven in de voorbeelden 1 en 2 hiervóór), van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan profiteren. In het licht van bovenstaande overweging van de Supreme Court uit de Halliburton II-uitspraak moet deze vraag mijns inziens zonder meer bevestigend worden beantwoord. Ook de *short seller* is in de regel immers een *value investor* wiens beleggingsstrategie bestaat uit het opsporen en vervolgens uitwinnen van marktinefficiënties. Om dezelfde als dat een *long investor* die een aandeel aankoopt vanwege een door hem gesignaleerde onderwaardering het *fraud-on-the-market*-vermoeden met succes kan invoeren, kan een *short seller* dat dus ook.¹⁰⁹

Tot slot merk ik op dat ook nog een belangrijk beleidsmatig argument is te noemen op grond waarvan kan worden betoogd dat beleggers van wie de beleggingsstrategie bestaat uit het opsporen en vervolgens uitwinnen van (fundamentele) marktinefficiënties (door de Supreme Court zoals ik al opmerkte gemunt als *value investors*), van het *fraud-on-the-market*-vermoeden moeten kunnen profiteren.¹¹⁰ Dit argument is gebaseerd op de gedachte dat deze *value investors* onmisbaar zijn voor het in stand houden van een efficiënte effectenmarkt. Zou deze beleggers een succesvol beroep op het *fraud-on-the-market*-vermoeden worden ontzegd op grond van het enkele feit dat zij niet geloven in de marktefficiëntie in fundamentele zin, dan zouden zij in hun activiteiten worden ontmoedigd. Dat zal een nadelige uitwerking hebben op de (fundamentele en informa-

109. Vgl. *Levie v. Sears, Roebuck & Co.*, 496 F. Supp. 2d 944, 949 (N.D. Ill. 2007) en – minder expliciet – *Hal O. Collier v. Aksys Ltd., et al.*, 2005 WL 1949868, at *9-10 (D. Conn. August 15, 2005).

110. Zie over dit beleidsmatige argument in de literatuur uitgebreid Goshen & Parchomovsky 2006, p. 766-781.

HOOFDSTUK 6

tionele) marktefficiëntie, met als gevolg dat het (toepassing van de) *fraud-on-the-market*-vermoeden (verder) onder druk komt te staan. Dit laatste heeft op zijn beurt tot gevolg dat het vertrouwen van het beleggende publiek in de (integriteit van de) effectenmarkt (verder) afneemt, hetgeen weer zijn negatieve weerslag zal hebben op de marktefficiëntie. Het resultaat is dat men in een eindeloze negatieve spiraal terecht komt en ook dat kan niet de bedoeling van de Supreme Court zijn geweest met het aanvaarden van de *fraud-on-the-market*-theorie.

b. De short seller moet als gevolg van een misleidende positieve voorstelling van zaken zijn short positie tegen een kunstmatig hoge koers sluiten

Het tweede scenario waarin de vraag aan de orde is of *short sellers* van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren, is de situatie waarin de *short seller* als gevolg van een misleidende *positieve* voorstelling van zaken zijn eerder ingenomen *short* positie tegen een kunstmatig hoge koers moet sluiten.¹¹¹ Voor deze situatie werd in de eerdergenoemde uitspraak *Zlotnick v. Tie Communications* geoordeeld dat de *short seller* voor zijn *covering purchase* niet van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan profiteren.¹¹² De redenering was kort gezegd dat aangezien de *short seller* op het moment van zijn *short sale* meende dat de koers was overgewaardeerd, hij ook niet in de zuiverheid van de koers geloofde toen hij zijn *covering purchase* tegen een (als gevolg van misleiding) geïnflateerde koers sloot.¹¹³ Gelet op het eerder aangeduide verschil tussen enerzijds marktefficiëntie in *fundamentele* zin en anderzijds marktefficiëntie in *informationele* zin, moet deze redenering mijns inziens worden verworpen. Weliswaar gelooft een *short seller* bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen doorgaans niet in de marktefficiëntie in fundamentele zin, hij gelooft wel – althans in ieder geval tot op zekere hoogte – in de marktefficiëntie in informationele zin. Dat betekent dat ook de *short seller* er bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen op zal

111. Vgl. in de context van marktmanipulatie de uitspraak *Kohen v. Pacific Investment Management Company LLC and PIMCO*, 571 F.3d 672, 678-679 (7th Cir. 2009).

112. *Zlotnick v. Tie Communications*, 836 F.2d 818, 823-824 (3d Cir. 1988). Zie in dit verband ook *In re Polymedica Corp. Securities Litigation*, 224 F.R.D. 27 (D. Mass. 2004); *In re Terayon Communications Sys., Inc. Securities Litigation*, 2004 WL 413277 (N.D. Cal. Feb. 23, 2004); *Jones v. Intelli-Check, Inc.*, 274 F. Supp. 2d 615, 632-633 (D.N.J. 2003); *Weikel v. Tower Semiconductor Ltd.*, 183 F.R.D. 377, 392 (D.N.J. 1998); *Ganesh v. Computer Learning Centers, Inc.*, 183 F.R.D. 487, 491 (E.D. Va. 1998).

113. Zie *Ganesh v. Computer Learning Centers, Inc.*, 183 F.R.D. 487, 491 (E.D. Va. 1998): '(...) Gambling on a predicted loss is precisely what a short-seller seeks to do, and the Court cannot presume that a short-seller who discounted the market price at the time of his short sale later reversed his strategy and relied on the market price when the time to cover arrived.'(curs. *ACWP*)

vertrouwen dat nieuw gepubliceerde informatie met een zekere snelheid in de koers wordt verwerkt. Behoudens het vertrouwen dat nieuwe informatie snel in de koers wordt verwerkt, zal de *short seller* er tevens op vertrouwen – en *mag hij er redelijkerwijs* op vertrouwen – dat de desbetreffende informatie juist en volledig (en derhalve niet misleidend) is. Wordt dit vertrouwen beschaamd en moet hij daardoor zijn *short* positie tegen een kunstmatig hoge koers sluiten, dan moet hij – net als alle andere beleggers – van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren.¹¹⁴ Dit vermoeden kan vervolgens niet meer worden weerlegd met de – inmiddels bekende – stelling dat de belegger hoe dan ook bereid zou zijn geweest het aandeel tegen een geïnflateerde koers te kopen. Zou de belegger namelijk met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend zijn geweest, dan zou hij hebben geweten dat de inflatie vroeg of laat weer uit de koers zou lopen en dan zou hij zijn *covering purchase* waarschijnlijk nog even hebben uitgesteld.¹¹⁵ In beginsel heeft dus ook de *short seller* die zijn *short* positie tegen een geïnflateerde koers heeft moeten sluiten, onverminderd recht op schadevergoeding.^{116, 117}

6.2.3.4 Toepassing van de *fraud-on-the-market*-theorie bij misleiding op de primaire markt?

Algemeen wordt aangenomen dat de *fraud-on-the-market*-theorie niet van toepassing is (en het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet beschikbaar is) bij misleiding in het kader van een beursgang en/of emissie (in navolging van de Amerikaanse rechtspraak spreek ik hierna gemakshalve van ‘misleiding op de primaire markt’, al teken ik hierbij aan dat deze terminologie niet helemaal zuiver is). De primaire markt van nieuw uit te geven en in de notering op te nemen effecten¹¹⁸ wordt – volgens vaste

114. Zie onder meer de uitspraken *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 684-685 (7th Cir. 2010); *Argent Classic Convertible Arbitrage Fund L.P. v. Rite Aid Corp.*, 315 F. Supp. 2d 666, 676-677 (E.D. Pa. 2004); *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 227 F.R.D. 65, 108-109 (S.D.N.Y. 2004); en – minder expliciet – *Moskowitz v. Lopp*, 128 F.R.D. 624, 631 (E.D. Pa. 1989).

115. Hierbij ga ik er gemakshalve even van uit dat de *short seller* niet zou zijn gedwongen zijn *short* positie vroegtijdig te sluiten omdat de uitlener van de aandelen de stukken plotseling terugriep.

116. Ervan uitgaande dat er verder geen bijkomende omstandigheden zijn op grond waarvan het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden (geacht te zijn) weerlegd.

117. Vgl. in de context van marktmanipulatie de uitspraak *Kohen v. Pacific Investment Management Company LLC and PIMCO*, 571 F.3d 672, 678-679 (7th Cir. 2009).

118. Als bij een beursgang niet alleen door de vennootschap zelf, maar ook door zittende (groot)aandeelhouders aandelen aan het publiek worden aangeboden, moet voor de passage ‘nieuw uit te geven en in de notering op te nemen effecten’ worden gelezen ‘reeds uitgegeven, maar voor het eerst in de notering op te nemen effecten’.

HOOFDSTUK 6

rechtspraak¹¹⁹ – namelijk niet voldoende efficiënt geacht, zodat aan de belangrijkste toepassingsvoorwaarde van de theorie niet is voldaan.¹²⁰ In de zaak *Freeman v. Laventhol & Horwath* oordeelde de Sixth Circuit in dit verband als volgt:¹²¹

‘(...) [A] primary market for newly issued [securities] is *not efficient or developed* (...) In fact, the price of newly issued securities is *set primarily by the underwriter and the offeror, not by the market* (...) We agree with those courts that have held that *a primary market for newly issued [securities] is not efficient.* (...) We hold that *the fraud on the market theory (...) does not apply to cases involving fraud on a primary market for newly issued [securities].*’ (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*)

Hoewel deze strenge bewoordingen aan duidelijkheid niets te wensen overlaten, verhullen zij dat bij het oordeel om de *fraud-on-the-market*-theorie niet van toepassing te achten bij misleiding op de primaire markt ook rechtspolitieke overwegingen een rol spelen. Enig inzicht in deze rechtspolitieke overwegingen is echter wel vereist om dit oordeel goed te kunnen begrijpen en daarom zal ik twee van die overwegingen hier expliciet benoemen. Een eerste overweging is dat men bij misleiding op de primaire markt het *fraud-on-the-market*-vermoeden in beginsel niet nodig heeft om privaatrechtelijke aansprakelijkheid mogelijk te maken (althans, om deze niet illusoir te laten worden).¹²² De belangrijkste

119. Zie onder meer de uitspraken *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42-43 (2d Cir. 2006); *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1161 (3d Cir. 1986); *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 198-199 (6th Cir. 1990); *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151, 1158-1159 (6th Cir. 1994); *West v. Prudential Sec., Inc.*, 282 F.3d 935, 938 (7th Cir. 2002); *Asher v. Baxter Int'l Inc.*, 377 F.3d 727, 732 (7th Cir. 2004); *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723, 729 (11th Cir. 1989); *Lipton v. Documation, Inc.*, 734 F.2d 740, 746 (11th Cir. 1984); *In re Volkswagen “Clean Diesel” Mktg., Sales Practices, & Prod. Liab. Litigation*, 328 F.Supp.3d 963, 970 (N.D. Cal. 2018).

120. Ik wijs erop dat in de uitspraak *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 544 F. Supp. 2d 277, 296-297 (S.D.N.Y. 2008) werd geoordeeld dat in de secundaire markt die ontstaat direct na de beursgang (de zogenoemde ‘direct after market’) wel sprake kan zijn van marktefficiëntie.

121. *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193, 199 (6th Cir. 1990). Deze overweging werd overgenomen door de Second Circuit in de zaak *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24, 42 (2d Cir. 2006). Zie over deze uitspraken ook *De Jong* 2010, p. 167-168.

122. *Newkirk*, een vurig pleitbezorger van toepassing van de *fraud-on-the-market*-theorie bij misleiding op de primaire markt, lijkt aan dit argument voorbij te gaan. Zie *Newkirk* 1991, p. 1408-1422.

remedies bij misleiding op de primaire markt zijn namelijk de wettelijke aansprakelijkheden van Section 11 en Section 12 Securities Act 1933 en voor deze remedies is in beginsel geen (bewijs van) *reliance* vereist.¹²³ Omdat *reliance* in beginsel niet is vereist, heeft men dus ook het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet nodig om *reliance* (op indirecte wijze) aan te tonen.¹²⁴ Het vermoeden heeft men wel nodig bij aansprakelijkheid gebaseerd op SEC-regel 10b-5, aangezien daarvoor wel *reliance* is vereist. De laatstgenoemde aansprakelijkheid is bij misleiding op de primaire markt echter slechts een *secundaire* remedie.¹²⁵

Een tweede overweging die waarschijnlijk een rol speelt, is dat het aanvaarden van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor de *primaire* markt naar verwachting onwenselijke consequenties heeft voor de toepassing van het vermoeden op de *secundaire* markt. Bij aanvaarding van het vermoeden voor de primaire markt zal het namelijk moeilijker worden om in de doorsnee secundaire-marktcasus toepassing van het vermoeden af te wijzen. De secundaire markt van reeds uitgegeven en genoteerde effecten is in de regel immers efficiënter dan de primaire markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen effecten,

-
123. Ik wijs erop dat wanneer de belegger de vennootschap aansprakelijk stelt op grond van Section 11 Securities Act, wel (bewijs van) *reliance* is vereist, indien hij de litigieuze effecten heeft gekocht nadat de vennootschap een zogenoemde 'earnings statement' algemeen verkrijgbaar heeft gesteld die een periode beslaat van ten minste twaalf maanden gemeten vanaf de datum waarop de *registration statement* door de SEC van kracht is verklaard (zie Section 11(a), slotzin). Zie over deze bepaling reeds § 3.4.3.3.
124. Het *fraud-on-the-market*-vermoeden zou de belegger die de vennootschap aansprakelijk stelt op grond van Section 11 Securities Act echter wel van pas kunnen komen, wanneer hij de litigieuze effecten heeft gekocht nadat de vennootschap een *earnings statement* algemeen verkrijgbaar heeft gesteld als bedoeld in de vorige voetnoot. Ik wijs in dit verband op de uitspraak *In re WorldCom Inc. Securities Litigation*, 219 F.R.D. 267, 294-295 (S.D.N.Y. 2003), waarin werd geoordeeld dat ook de belegger die schadevergoeding vordert op grondslag van Section 11, *reliance* kan aantonen door gebruik te maken van het *fraud-on-the-market*-vermoeden.
125. De reden dat bij misleiding op de primaire markt de belegger soms toch ervoor kiest om SEC-regel 10b-5 (in plaats van Section 11 of Section 12 Securities Act) aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag te leggen, kan bijvoorbeeld zijn gelegen in het feit dat de desbetreffende effecten niet onder de registratievereisten van de Securities Act 1933 vallen, zodat de wettelijke aansprakelijkheidsgronden van de Securities Act niet van toepassing zijn. Andere redenen om voor SEC-regel 10b-5 (in plaats van Section 11 of Section 12 Securities Act) als aansprakelijkheidsgrondslag te kiezen kunnen zijn dat het de belegger niet lukt aan te tonen dat aan alle toepassingsvereisten van Section 11 of Section 12 Securities Act is voldaan (denk bijvoorbeeld aan de *tracing requirement* van Section 11), dat een vordering gebaseerd op SEC-regel 10b-5 een langere verjaringstermijn kent, of dat onder omstandigheden zo'n vordering tot een hogere schadevergoeding kan leiden.

HOOFDSTUK 6

dus als voor de primaire markt eenmaal wordt aangenomen dat aan de voorwaarde van marktefficiëntie is voldaan, is voor de secundaire markt eigenlijk geen andere conclusie denkbaar dan dat – ik zou bijna zeggen: per definitie – ook aan die voorwaarde is voldaan.¹²⁶ Van het per definitie toepassen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden bij misleiding op de secundaire markt is echter (vooralsnog)¹²⁷ geen sprake, aangezien de Supreme Court in achtereenvolgens zijn uitspraken Halliburton I,¹²⁸ Amgen¹²⁹ en Halliburton II¹³⁰ steeds onverkort aan de marktefficiëntie-eis heeft vastgehouden als afzonderlijk te toetsen voorwaarde. Ook in de lagere rechtspraak die is verschenen na Halliburton II, wordt bij de vraag of de eisende beleggers van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren nog steeds afzonderlijk getoetst aan het vereiste van marktefficiëntie.¹³¹ Bij misleiding op de secundaire markt vormt het vereiste van marktefficiëntie dus nog steeds een zelfstandige en harde voorwaarde voor het met succes kunnen invoeren van het vermoeden en zo lang dat het geval is, zie ik van toepassing van het vermoeden bij misleiding op de primaire markt weinig terecht komen.

Ofschoon het strikt afwijzen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor misleiding op de primaire markt vanuit rechtspolitieke overwegin-

126. Zie over het verschil in (de mate van) marktefficiëntie tussen enerzijds de primaire markt en anderzijds de secundaire markt uitgebreid Carney 1989, p. 1284-1291. Zie ook Gilson & Kraakman 2014, p. 344.

127. Bewust schrijf ik hier tussen haakjes ‘vooralsnog’. De Halliburton II-uitspraak van de Supreme Court bevat namelijk verschillende overwegingen waaruit is af te leiden dat aan het vereiste van marktefficiëntie relatief snel zal zijn voldaan. Afhankelijk van hoe de Halliburton II-uitspraak op dit punt in toekomstige rechtspraak op dit punt wordt geïnterpreteerd, is niet uitgesloten dat deze overwegingen de facto ertoe zullen leiden dat in misleidingszaken op de secundaire markt het *fraud-on-the-market*-vermoeden eigenlijk per definitie van toepassing is. Zie over de consequenties van de Halliburton II-uitspraak in dit verband Langevoort 2015, p. 53; Miller 2015, p. 64-65; Tabak 2015, p. 469-472; Gross 2015, p. 490-492; Murdock 2015, p. 555; Isaacson 2015, p. 962-967.

128. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804 (2011)

129. Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455 (2013).

130. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258 (2014).

131. Zie onder meer de uitspraken Waggoner v. Barclays PLC, 875 F.3d 79, 97-99 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); In re Petrobras Securities Litigation, 862 F.3d 250, 276-279 (2d Cir. 2017); Local 703, I.B. of T. Grocery and Food Employees Welfare Fund v. Regions Financial Corp., 762 F.3d 1248, 1254-1258 (11th Cir. 2014); Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc., 312 F.R.D. 511, 517-522 (D. Minn. 2015); Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC, 310 F.R.D. 69, 91-94 (S.D.N.Y. 2015); McIntire v. China Mediaexpress Holdings, Inc., 38 F. Supp. 3d 415, 431-435 (S.D.N.Y. 2014).

gen dus wel is te begrijpen, houdt men aan bovenstaand oordeel van de Sixth Circuit toch een beetje een onbevredigend gevoel over. Het verwerpen van het vermoeden voor de primaire markt komt er namelijk in essentie op neer dat wordt gezegd dat (i) op de primaire markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen effecten kennelijk onvoldoende mechanismen aanwezig zijn die kunnen bewerkstelligen dat publiekelijk beschikbare informatie in de uitgifteprijs wordt verwerkt (geen marktefficiëntie in *informatieele* zin) en dat – mede daarom – (ii) beleggers op de primaire markt niet mogen vertrouwen op de integriteit van het prijsvormingsproces. Het eerste staat op gespannen voet met (de ratio van) het *bookbuilding*-proces.¹³² Dit proces zorgt ervoor dat de markt zoveel mogelijk op eigen kracht op basis van alle publiekelijk beschikbare informatie (waaronder het te publiceren prospectus) de uitgifteprijs vaststelt.¹³³ Hierdoor wordt ook de primaire markt gekenmerkt door een zekere mate van informatiele efficiëntie.¹³⁴ Dit geldt a fortiori voor de markt van nieuw uit te geven effecten waarvan de desbetreffende vennootschap reeds aan de beurs is genoteerd (deze vennootschap doet een zogenoemde ‘Seasoned Equity Offering’). Het tweede staat op gespannen voet met een van de kerndoelstellingen van het Amerikaanse federale effectenrecht: het handhaven van de integriteit van de effectenmarkt en het tegengaan van misleiding.¹³⁵ Het is dan ook niet voor niets dat het afwijzen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor misleiding op de primaire markt in de literatuur is bekritiseerd.¹³⁶

6.2.3.5 De *fraud-CREATED-the-market*-theorie

Aangezien het *fraud-on-the-market*-vermoeden dus niet van toepassing is bij misleiding op de primaire markt, is in de rechtspraak naar andere constructies gezocht om de benadeelde belegger op de primaire markt in

132. Zie in dit verband ook Isaacson 2015, p. 971-972. Zie over de *bookbuilding*-methode § 5.3.8 en de aldaar aangehaalde literatuur. En zie hierover in de financieel-economische literatuur onder meer Benveniste & Spindt 1989.

133. Zie in dit verband ook § 2.6 en § 5.3.8.

134. Dat ook de primaire markt gekenmerkt wordt door een zekere mate van informatiele efficiëntie, waardoor ook het verspreiden van misleidende informatie in het kader van een beursgang en/of emissie zijn weerslag kan hebben op de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand komt in de *direct after market*, wordt door Franx mijns inziens onvoldoende onderkend, zie Franx 2017, p. 237-243.

135. Zie over deze doelstelling § 3.3.

136. Zie Newkirk 1991; Oldham 2003, p. 1038; Kaufman & Wunderlich 2012, p. 284-286; Isaacson 2015, p. 971-972. Ook Macey e.a. 1991, p. 1021, Cox 2013a, p. 1727-1731, Cox 2013b, p. 125 en Lipton 2015, 80-82 verzetten zich – zij het minder expliciet – tegen het per definitie afwijzen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden voor de primaire markt.

HOOFDSTUK 6

zijn bewijslast tegemoet te komen. Een zo'n constructie is de zogenoemde 'fraud-created-the-market'-theorie.¹³⁷ Deze theorie biedt de belegger onder (bijzondere) omstandigheden een *presumption* bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en het door hem geleden koersverlies. De essentie van de theorie is dat beleggers er redelijkerwijs op mogen vertrouwen dat de markt zodanig goed haar werkt doet (en zodanig goed is gestructureerd), dat absoluut inferieure effecten – dat wil zeggen effecten die worden uitgegeven door een niet-levensvatbare onderneming – van de markt worden geweerd. De *fraud-created-the-market*-theorie heeft in vergelijking met de *fraud-ON-the-market*-theorie een zeer beperkt toepassingsgebied. De eerstgenoemde theorie is namelijk alleen van toepassing wanneer sprake is van *ernstige fraude* bestaande uit een samenstel van handelingen dat erop gericht is om waardeloze effecten 'that are lacking in basic requirements'¹³⁸ naar de markt te brengen. Bestaat de fraude daarentegen louter uit het publiceren van misleidende informatie (zoals een misleidend prospectus), dan is de theorie in beginsel niet van toepassing. De grondslag van aansprakelijkheid is daarmee dan ook niet gelegen in (overtreding van) SEC-regel 10b-5 sub b, maar in SEC-regel 10b-5 sub a juncto 10b-5 sub c. Op grond van de laatstgenoemde artikellieden is het kort gezegd verboden 'to employ any device, scheme, or artifice to defraud' respectievelijk 'to engage in any act, practice or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security'.¹³⁹

De *fraud-created-the-market*-theorie is voor het eerst als zodanig aanvaard in de uitspraak *Shores v. Sklar* van de Fifth Circuit.¹⁴⁰ In deze zaak had belegger Bishops obligaties gekocht die achteraf waardeloos bleken te zijn. De obligaties waren uitgegeven door een investeringsvehikel dat speciaal ten behoeve van de ontwikkeling van een industrieel project was opgericht. De enige inkomsten van het vehikel bestonden uit de opbrengsten die met het project zouden worden gegeneerd. Het project leek bij voorbaat gedoemd te zijn mislukken, vanwege onder meer slecht

137. Zie over de *fraud-created-the-market*-theorie uitgebreid Hopkins 2014; Kaufman & Wunderlich 2012; Silverman 2011. De laatstgenoemde auteurs tonen zich ware pleitbezorgers van deze (niet onomstreden) theorie. Een eerdere pleitbezorger van deze theorie is Dennin 2001. Zie voor een positief getoonzet pleidooi voor deze theorie daarnaast ook nog het interessante commentaar bij de uitspraak *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121 (7th Cir. 1993) in de *Harvard Law Review* 1994, p. 1170-1175.

138. Aldus *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462, 468 (5th Cir. 1981).

139. Zie voor de wettekst: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>.

140. *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462 (5th Cir. 1981). Een variant van de *fraud-created-the-market*-theorie werd reeds in 1977 door de Ninth Circuit aanvaard in de uitspraak *Arthur Young & Co. V. United States District Court*, 549 F.2d 686 (9th Cir. 1977).

management en onderfinanciering. Het beleggende publiek kon hiermee echter niet bekend zijn, omdat het prospectus ('offering circular') op essentiële punten tekortschoot. Zo werden de ondernemerscapaciteiten en integriteit van de belangrijkste initiatiefnemer van het project, Harrelson, zeer rooskleurig voorgesteld, terwijl Harrelson in werkelijkheid een verleden kende van zakelijke mislukkingen. Ook werd de financiële toestand van de vennootschap die het project zou gaan exploiteren, ASECo, te rooskleurig voorgesteld. In werkelijkheid was ASECo (waarvan Harrelson de directeur-groootaandeelhouder was) echter een slecht geleide onderneming met een buitengewoon zwakke financiële positie. De meeste bij het opstellen van het prospectus betrokken adviseurs waren van de misleiding op de hoogte. Zo waren zowel de advocaat die het prospectus had opgesteld, als de accountant die verantwoordelijk was voor het financiële gedeelte, als de voor de aandelenuitgifte verantwoordelijke *underwriter*, bekend met de deplorabele financiële toestand van ASECo. Bishop spreekt onder meer de advocaat, Jerald H. Sklar, aan tot schadevergoeding. Sklar had niet alleen het prospectus mede opgesteld, maar was ook bij de rest van (de ontwikkeling van) het project nauw betrokken. In rechte stond vast dat Bishop het prospectus niet had gelezen. De vraag die vervolgens moet worden beantwoord, is of het causaal verband tussen de misleidende handelingen van Sklar en de aankoopbeslissing van Bishop kan worden aangenomen. De appelrechter oordeelt hierover als volgt:¹⁴¹

'The requisite element of causation in fact would be established *if Bishop proved the scheme was intended to and did bring the Bonds onto the market fraudulently and proved he relied on the integrity of the offerings of the securities market*. His lack of reliance on the Offering Circular, only one component of the overall scheme, is not determinative.

(...)

Bishop has alleged the necessary elements of an action under 10b-5(1) or (3) (...) Bishop's burden of proof will be to show that (1) the defendants knowingly conspired to bring securities onto the market which were not entitled to be marketed, intending to defraud purchasers, (2) Bishop reasonably relied on the Bonds' availability on the market as an indication of their apparent genuineness, and (3) as a result of the scheme to defraud, he suffered a loss.' (curs. *ACWP*)¹⁴²

141. *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462, 469-470 (5th Cir. 1981).

142. Het derde element van de in het citaat genoemde bewijslast ('Bishop's burden of proof will be to show that (...) *as a result of the scheme to defraud, he suffered a loss*', curs. *ACWP*) moet mijns inziens worden genuanceerd. Dit element suggereert namelijk dat de bewijslast voor het causaal verband tussen de misleiding en het door de belegger gestelde koersverlies onverminderd op de eisende belegger rust, terwijl met het *fraud-created-the-market*-vermoeden nu juist wordt beoogd de belegger in zijn bewijslast tegemoet te komen.

HOOFDSTUK 6

Volgens de appelrechter had de District Court de vordering van Bishop niet mogen afwijzen op grond van het enkele feit dat hij het prospectus niet had gelezen:¹⁴³

[Bishops complaint] would permit proof that the defendants engaged in an elaborate scheme to create a bond issue *that would appear genuine but was so lacking in basic requirements that the Bonds would never have been approved by the Board nor presented by the underwriters had any one of the participants in the scheme not acted with intent to defraud* (...). Rather than containing the entire fraud, the Offering Circular was assertedly only one step in the course of an elaborate scheme.’ (toevoeging en curs. *ACWP*)

In dit oordeel ligt een belangrijke constructie besloten waarmee het causaal verband tussen A en B op *indirecte wijze* weg kan worden aangetoond.¹⁴⁴ Als de belegger – vrij vertaald – kan aantonen dat (i) de gedaagden samenspannen met het vooropgezette doel om effecten naar de markt te brengen die in werkelijkheid ‘not entitled to be marketed’ zijn; (ii) hij vertrouwd op de integriteit van de markt, in die zin dat daar geen effecten worden aangeboden die (in absolute zin) waardeloos zijn; en (iii) hij als gevolg van de aankoop van de litigieuze effecten koersverlies heeft geleden, mag in beginsel ervan worden uitgegaan dat de effecten er zonder de fraude in het geheel niet zouden zijn geweest. De gedachte is, dat wanneer de misleidende handelingen achterwege zouden zijn gebleven en door de vennootschap volledige transparantie was geboden, het nooit gelukt zou zijn de inferieure effecten uit te geven.¹⁴⁵ Derden (waarbij in de eerste plaats kan worden gedacht aan de *underwriter*) zouden er dan voor hebben gezorgd dat de effecten van de markt zouden zijn geweerd.¹⁴⁶

Hoewel de *fraud-created-the-market*-theorie primair in de sleutel van *reliance* staat, gaat het in mijn ogen om een pure causaliteitstheorie. De

143. *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462, 468 (5th Cir. 1981).

144. Zie in dit verband ook de latere uitspraken van de Fifth Circuit *Finkel v. Docutel/Olivetti Corp.*, 817 F.2d 356, 364-65 (5th Cir. 1987); *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F.2d 1104, 1122 (5th Cir. 1988); *Regents of Univ. of Cal. v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc.*, 482 F.3d 372, 391 (5th Cir. 2007).

145. De appelrechter refereert in dit verband aan ‘fraudulently marketed bonds’, zie *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462, 464 (5th Cir. 1981): ‘[Fraudulently marketed] means the fraudulent scheme alleged by Bishop was so pervasive that without it the issuer would not have issued, the dealer could not have dealt in, and the buyer could not have bought these Bonds, because they would not have been offered on the market at any price.’

146. Zie hierover uitgebreid Herzog 1995, p. 387-391.

vraag of bij afwezigheid van de misleidende handelingen de effecten er niet zouden zijn geweest, is immers een zuivere causaliteitsvraag (causaliteit in de zin van het csqn-verband). De essentie van de theorie is dat op basis van normatieve argumenten voor deze causaliteitsvraag ten gunste van de eisende belegger een vermoeden wordt aangenomen. Het normatieve zit hem erin dat de belegger er *redelijkerwijs op mag* vertrouwen dat het marktproces (en alle zogenoemde ‘gatekeepers’ die daarbij zijn betrokken) zodanig goed zijn (hun) werk doet (doen), dat is gewaarborgd dat er geen waardeloze effecten op de markt worden aangeboden.¹⁴⁷ De belegger *mag hier redelijkerwijs* op vertrouwen, terwijl in werkelijkheid helemaal niet is gegarandeerd dat het marktproces inderdaad feilloos verloopt (en alle *gatekeepers* inderdaad goed hun werk doen). Men kan bijvoorbeeld denken aan de situatie waarin alle relevante *gatekeepers* nauw bij de misleiding zijn betrokken en zij met de vennootschap samenspannen om via frauduleuze handelingen (in werkelijkheid) waardeloze effecten aan de man te brengen.¹⁴⁸ In zo’n situatie wordt het zojuist bedoelde vertrouwen flagrant geschonden. Wordt in een dergelijk geval de fraude van de vennootschap en haar bestuurders weggedacht, dan kan men niet zeggen dat zonder deze fraude de effecten er niet zouden zijn geweest. Alle *gatekeepers* waren immers bij de misleiding betrokken, dus geen van hen zou de waardeloze effecten hebben tegengehouden. Toch mag op grond van de *fraud-created-the-market*-theorie ook in zo’n geval het causaal verband ten gunste van de belegger worden aangenomen en dat is precies het normatieve element waar de theorie op scharniert. De gedachte is, dat *te goeder trouw zijnde gatekeepers* ervoor zouden hebben gezorgd dat de effectenuitgifte niet zou hebben plaatsgevonden (bijvoorbeeld door te weigeren hun medewerking daaraan te verlenen). Men ziet hier een duidelijke parallel met het eerdergenoemde normatieve element van de *fraud-ON-the-market*-theorie (zie § 6.2.3.2 *sub a*, ad(ii), slot). Deze theorie gaat ervan uit dat beleggers er *redelijkerwijs op mogen* vertrouwen dat beurskoersen niet zijn beïnvloed door misleidende informatie. Ook hier gaat het om een (juridisch) ideaalbeeld, want in werkelijkheid zijn beurskoersen niet gevrijwaard van misleiding.

147. Het normatieve element van de *fraud-created-the-market*-theorie moet goed worden onderscheiden van de zojuist besproken tweede toepassingsvoorwaarde van de theorie. Op grond van deze voorwaarde moet de belegger – feitelijk gezien – *daadwerkelijk hebben vertrouwd* op de integriteit van de markt. Het normatieve behelst dat de belegger – juridisch gezien – ook *redelijkerwijs mocht* vertrouwen op de integriteit van de markt.

148. Ook zou men kunnen denken aan de situatie waarin de relevante *gatekeepers* weliswaar te goeder trouw zijn, maar zij simpelweg niet bij machte zijn om voldoende tegenwicht aan de vennootschap en haar bestuurders te bieden.

HOOFDSTUK 6

Het is van belang te benadrukken dat de *fraud-created-the-market*-theorie alleen van toepassing is, wanneer (de benadeelde belegger kan aantonen dat) de litigieuze effecten op het moment van uitgifte ‘not entitled to be marketed’ (lees: compleet waardeloos) waren.¹⁴⁹ Hadden de effecten wel enige waarde (die wellicht veel lager was dan de uitgifteprijs), dan gaat de theorie niet op. Hiermee is uitdrukkelijk niet gezegd dat als blijkt dat de belegger aan het eind van de rit nog iets van zijn initiële investering terugziet, dit per definitie betekent dat de theorie niet kan worden toegepast (en het vermoeden niet beschikbaar is). Goed denkbaar is namelijk dat de belegger heeft geïnvesteerd in een niet-levensvatbare onderneming (een onderneming die van meet af aan gedoemd was failliet te gaan) waarvan de activa bij liquidatie nog iets opleveren. In de woorden van de Fifth Circuit: ‘saleable assets may bless even the most worthless enterprise’.¹⁵⁰

Op grond van de *fraud-created-the-market*-theorie zoals aanvaard in *Shores v. Sklar* mogen beleggers dus vertrouwen op de integriteit van de markt, in die zin dat daar geen absoluut inferieure effecten worden aangeboden. Uitgaande van de situatie waarin geen sprake is van (ernstige) fraude, worden zulke effecten van de markt geweerd, aldus is de gedachte. In andere *circuits* zijn er varianten van de theorie ontwikkeld die op een vergelijkbare gedachte zijn gebaseerd. Zo oordeelde de Ninth Circuit in de zaak *Arthur Young & Co. v. United States District Court* dat beleggers mogen vertrouwen op de ‘integrity of the regulatory process’.¹⁵¹ Hiermee wordt bedoeld dat beleggers erop mogen vertrouwen dat alle informatie die de vennootschap aan de relevante autoriteit (zoals de toezichthouder op de effectenmarkt) verstrekt, juist en volledig is. En in de zaak *T.J. Raney & Sons, Inc. V. Fort Cobb, Oklahoma Irrigation Fuel Authority* oordeelde de Tenth Circuit dat beleggers mogen vertrouwen op de integriteit van de markt, in die zin dat daar geen effecten worden aangeboden die ‘unlawfully issued’ zijn.¹⁵²

Hoewel (een variant van) de *fraud-created-the-market*-theorie inmiddels in verschillende *circuits* is aanvaard, kan zij niet als algemeen geaccep-

149. Zie naast de eerdergenoemde uitspraken van de Fifth Circuit ook de volgende uitspraken van de Tenth respectievelijk de Eleventh Circuit: *Josphe v. Wiles*, 223 F.3d 275 (10th Cir.2000); *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723, 729 (11th Cir. 1989) (en banc); *Kirkpatrick v. J.C. Bradford & Co.*, 827 F.2d 718 (11th Cir. 1987).

150. *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F.2d 1104, 1122 (5th Cir. 1988).

151. *Arthur Young & Co. V. United States District Court*, 549 F.2d 686 (9th Cir. 1977)

152. *T.J. Raney & Sons, Inc. V. Fort Cobb, Oklahoma Irrigation Fuel Authority*, 717 F.2d 1330 (10th Cir. 1983).

teerd worden beschouwd.¹⁵³ Zij is in het verleden door verschillende rechters en rechtsgeleerde auteurs hevig bekritiseerd.¹⁵⁴ Het voornaamste punt van kritiek is dat toepassing van de theorie de *reliance*-eis van SEC-regel 10b-5 (te sterk) uitholt.

6.2.4 Rechtsvergelijking *reliance*-vereiste

6.2.4.1 Inleiding

In deze paragraaf zal ik het Amerikaanse recht vergelijken met het Nederlandse recht op het punt van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. In § 6.2.4.2 ga ik eerst in op de vraag of voor het aannemen van juridisch causaal verband is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed. In § 6.2.4.3 analyseer ik daarna hoe de verschillende stellingen waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd (de zogenoemde ‘rebuttals’), naar Nederlands recht moeten worden beoordeeld. Tot besluit bespreek ik in § 6.2.4.4 een mogelijke toepassing van de *fraud-created-the-market*-theorie voor het Nederlandse recht.

6.2.4.2 *Is voor het aannemen van causaal verband vereist dat de beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed?*

Bij het antwoord op de vraag of naar Amerikaans respectievelijk Nederlands recht voor het aannemen van juridisch causaal verband is

153. In de Fifth, Tenth en Eleventh Circuit is (een variant van) de theorie inmiddels expliciet aanvaard, ik verwijs naar de in de vorige voetnoten genoemde uitspraken. De Ninth Circuit had de theorie eerder ook aanvaard, maar sinds *Desai v. Deutsche Bank Sec. Ltd.*, 573 F.3d 931, 942 (9th Cir. 2009) is dit in een ander daglicht komen te staan. De theorie is expliciet verworpen door de Third en Seventh Circuit, zie *Malack v. BDO Seidman, LLP*, 617 F.3d 743 (3d Cir. 2010) respectievelijk *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1130-1131 (7th Cir. 1993). De Sixth Circuit heeft de theorie niet expliciet verworpen, maar weigerde in *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151, 1160-1161 (6th Cir. 1994) de theorie in het concrete geval toe te passen. De First, Second, Fourth, Eight en de D.C. Circuit hebben de theorie tot dusver aanvaard noch verworpen. De theorie werd door de Eight en de D.C. Circuit wel genoemd in de zaken *In re NationSmart Corp. Securities Litigation*, 130 F.3d 309, 321 (8th Cir. 1997) respectievelijk *Interbank Funding Corp. Securities Litigation*, 629 F.3d 213, 219-20 (D.C. Cir. 2010).

154. Zie bijvoorbeeld de uitspraak *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1130-1131 (7th Cir. 1993), de *dissenting opinion* van Judge Randall bij *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 462 (5th Cir. 1981) en de *concurring opinion* van Judge Tjoflat bij *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723 (11th Cir. 1989). Zie voor kritiek in de literatuur onder meer Hopkins 2014; Hynes 2008; Herzog 1995; De Simone 1993; Schmidt 1991; Cohen 1989.

HOOFDSTUK 6

vereist dat de belegger op de misleidende informatie (direct of indirect) is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor is beïnvloed, moet een onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds de aansprakelijkheid wegens het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een aandelenuitgifte (prospectusaansprakelijkheid, zie hierna *sub a*), en anderzijds de aansprakelijkheid wegens het geven van een misleidende voorstelling van zaken buiten de situatie van een aandelenuitgifte (misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid, zie hierna *sub b*).¹⁵⁵ Bij de laatstgenoemde aansprakelijkheid kan met name worden gedacht aan de aansprakelijkheid voor het publiceren van misleidende financiële verslaggeving of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten.¹⁵⁶

a. Prospectusaansprakelijkheid

Voor het aannemen van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid is naar Amerikaans recht in beginsel geen *reliance* vereist (zie § 6.2.2).¹⁵⁷ De belegger hoeft dus in beginsel niet aan te tonen dat zijn beleggingsbeslissing door het misleidende *registration statement* of het misleidende prospectus is beïnvloed. Dat geldt zowel wanneer de aansprakelijkheid is gebaseerd op Section 11 Securities Act, als wanneer deze is gebaseerd op Section 12(a)(2) Securities Act. Is de aansprakelijkheid daarentegen gebaseerd op SEC-regel 10b-5, dan dient de belegger wel *reliance* aan te tonen. De constructie van het *fraud-on-the-market*-vermoeden is dan in beginsel¹⁵⁸ niet beschikbaar (al wordt in de literatuur anders bepleit).¹⁵⁹ Dit laatste is voor de processuele positie van de benadeelde belegger in principe niet zo'n probleem, aangezien SEC-regel 10b-5 bij prospectusaansprakelijkheid slechts een secundaire remedie is (zie § 6.2.3.4).

155. Volledigheidshalve wijs ik erop dat prospectusaansprakelijkheid ook aan de orde kan zijn wanneer reeds eerder uitgegeven aandelen (opnieuw) aan het beleggende publiek worden aangeboden.

156. Voor het Nederlandse recht kan hier ook nog de aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap worden genoemd. Naar Amerikaans recht bestaat deze aansprakelijkheid in beginsel echter niet, zie § 3.3.2 en § 3.5.7.1 en zie ook § 8.2.2.

157. Het begrip prospectusaansprakelijkheid dient hier ruim te worden opgevat. Ik schaar daaronder zowel de aansprakelijkheid op grond van Section 11 Securities Act, als de aansprakelijkheid op grond van Section 12 Securities Act.

158. De belegger die zijn aandelen in de periode vlak na de aandelenuitgifte in de directe *after market* heeft gekocht, kan eventueel wel van het *fraud-on-the-market*-vermoeden profiteren. In de *after market* kan immers wel sprake zijn van marktefficiënte. Zie in dit verband de uitspraak *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 544 F. Supp. 2d 277 (S.D.N.Y. 2008).

159. Zie Newkirk 1991; Oldham 2003, p. 1038; Kaufman & Wunderlich 2012, p. 284-286; Isaacson 2015, p. 971-972. Vgl. Macey e.a. 1991, p. 1021; Cox 2013a, p. 1727-1731; Cox 2013b, p. 125; Lipton 2015, 80-82.

Uit het World Online-arrest¹⁶⁰ volgt dat naar Nederlands recht voor het aannemen van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid wél steeds is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed.¹⁶¹ Dit geldt dus ongeacht of de belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij zonder het misleidende prospectus het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan wel hij hieraan ten grondslag legt dat hij ook zonder het misleidende prospectus het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Ook geldt dit ongeacht of de belegger zijn aandeel op de *primaire* dan wel op de *secundaire* markt heeft gekocht, waarbij ik aanteken dat de laatstgenoemde feitelijke grondslag volgens de Hoge Raad alleen is toegelaten voor kopers op de secundaire markt.¹⁶²

b. Misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid

Voor het aannemen van causaal verband bij aansprakelijkheid wegens het geven van een misleidende voorstelling van zaken buiten de situatie van een aandelenuitgifte, geldt naar Amerikaans recht – althans in theorie – onverminderd de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed.¹⁶³ *Reliance* vormt immers een onmiskenbare voorwaarde voor aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5. Bij misleiding op een efficiënte markt van publiek verhandelde effecten (*fraud-on-the-market*) blijft van deze traditionele *reliance*-eis echter weinig over (zie § 6.2.3.2 *sub a*). Vanwege de *fraud-on-the-market*-theorie krijgt de *reliance*-eis dan namelijk een invulling die nagenoeg gelijk is aan *transaction causation*: voor aansprakelijkheid is voldoende dat de transactie(voorwaarden) door de misleidende informatie is (zijn) beïnvloed. Dat betekent dat ook de belegger die bij zijn aankoop ‘blind’ heeft vertrouwd op de integriteit van de beurskoers (maar die verder van geen enkele informatie heeft kennis genomen) in beginsel recht heeft op schadevergoeding, zodra komt vast te staan dat hij zijn aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht. Dat de beleggingsbeslissing van deze belegger niet (direct) door de misleidende informatie is beïnvloed, doet daar niets aan af. Alleen als kan worden vastgesteld dat de belegger op het moment van zijn aankoop met de misleiding bekend was of hij deze vermoedde, of als kan worden vastgesteld dat de belegger, ook al was hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend geweest, alsnog bereid zou

160. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.).

161. Zie § 5.4.4.4.

162. Zie § 5.3.8.

163. Zie § 3.5.5.2.

HOOFDSTUK 6

zijn geweest het aandeel (tegen een geïnfleerde koers) te kopen, omdat hij tot aankoop werd bewogen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, kan het ten gunste van hem aangenomen *fraud-on-the-market*-vermoeden worden geacht te zijn weerlegd.

Naar Nederlands recht is de invulling van het rechtens vereiste causaal verband bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid vooralsnog geen uitgemaakte zaak.¹⁶⁴ Zo is onduidelijk of voor de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd en die (aantoont dat hij) bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *tegen een gunstigere koers* zou hebben gekocht, het causaal verband kan worden aangenomen. Moet de door de Hoge Raad in het World Online-arrest¹⁶⁵ gekozen benadering van het causaal verband echter aldus worden uitgelegd dat zij ook van toepassing is in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, dan geldt als algemene regel dat voor het aannemen van causaal verband altijd is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed.¹⁶⁶ Dit geldt dan dus ongeacht de wijze waarop de misleiding plaatsvindt (via het publiceren van een misleidend prospectus, via het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, via het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap of via het verspreiden misleidende ad hoc-berichten) en ook ongeacht de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. De consequentie hiervan is dat de vordering van de eerdergenoemde belegger die bij zijn aankoop slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, onverkort wordt afgewezen.

c. Conclusies op basis van rechtsvergelijking

In het Amerikaanse recht geldt zowel bij prospectusaansprakelijkheid als bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid dat de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de zuiverheid van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de zuiverheid van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd, in beginsel recht heeft op schadevergoeding als dit vertrouwen wordt

164. Zie § 5.4.5.

165. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

166. Ik wijs erop dat volgens Franx de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gekozen benadering van het causaal verband slecht betrekking op *prospectusaansprakelijkheid* in het kader van een IPO en niet op aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen, zie Franx 2017, p. 242-243.

beschaamd.¹⁶⁷ In beide gevallen geldt dat het enkele feit dat de belegger niet op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing hier niet (direct) door is beïnvloed, niet aan (het vestigen van) aansprakelijkheid in de weg staat. In navolging van De Jong sta ik deze oplossing ook voor het Nederlands recht voor.¹⁶⁸ Dit betekent dat voor de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd en die (aantoont dat hij) als gevolg van de misleiding het aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, het juridisch causaal verband ex art. 6:98 BW ‘gewoon’ kan worden aangenomen.¹⁶⁹ Het feit dat hij niet van de misleidende informatie heeft kennis genomen en zijn beleggingsbeslissing er derhalve niet door is beïnvloed, kan het (via het csqn-verband gevestigde) causaal verband niet doorbreken. Wat mij betreft kan deze oplossing worden toegepast zowel bij prospectusaansprakelijkheid als bij misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid.¹⁷⁰ Ik zie geen steekhoudende argumenten om tussen de verschillende misleidingsvormen te differentiëren.¹⁷¹

De voornaamste reden waarom deze oplossing mij zo aanspreekt, is dat daarmee wordt erkend dat beleggers mogen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers (of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs). Bij (het nemen van) hun beleggingsbeslissingen mogen zij er met andere woorden op vertrouwen dat zij tijdig, correct en volledig worden geïnformeerd.¹⁷² Dit is mijns inziens volledig in overeenstemming met de doelstelling en strekking van de voor beursvennootschappen geldende publiekrechtelijke informatieverplichtin-

167. Dat dit bij prospectusaansprakelijkheid zo is, volgt uit de afwezigheid van een *reliance*-eis in Section 11 en Section 12 Securities Act. Dat dit bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid zo is, volgt uit de *fraud-on-the-market*-theorie.

168. Zie De Jong 2010, p. 170-171 en p. 219, die al eerder heeft bepleit dat het door de belegger slechts vertrouwen op de zuiverheid van de beurskoers voldoende is voor het aannemen van causaal verband. Voor het Belgische recht verdedigt Vandendriessche een vergelijkbaar standpunt, zie Vandendriessche 2011, nr. 76-77.

169. Om voor schadevergoeding in aanmerking te komen, moet deze belegger uiteraard ook kunnen aantonen dat de door hem betaalde koersinflatie op een zeker moment weer uit de koers is gelopen (en hij toen zijn aandelen nog niet had verkocht).

170. Ik wijs erop dat Franx in zijn dissertatie deze oplossing – met kracht van argumenten – verwerpt voor het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid, zie Franx 2017, p. 237-243.

171. Zie in dit verband ook mijn kritiek op het Amerikaanse recht aan het slot van § 6.2.3.4 over de niet-toepasselijkheid van het *fraud-on-the-market*-vermoeden bij misleiding op de primaire markt.

172. Aldus De Jong 2010, p. 170.

HOOFDSTUK 6

gen.¹⁷³ Is het slechts vertrouwen op de integriteit van de beurskoers niet voldoende voor het aannemen van causaal verband (uitgaande van de situatie waarin dit vertrouwen is beschaamd), dan wordt eigenlijk tegen beleggers gezegd dat zij beurskoersen moeten wantrouwen. Het effect hiervan zal zijn dat (ook de niet-professionele) beleggers een prikkel krijgen om alle publieke mededelingen zelf te bestuderen en op misleiding te controleren.¹⁷⁴ Dit laatste brengt aanzienlijke – en mijns inziens onnodige – maatschappelijke kosten met zich.

Zou de hier verdedigde oplossing worden verworpen, dan moet naar andere oplossingen worden gezocht om civielrechtelijke aansprakelijkheid niet illusoir te laten worden (althans, de aansprakelijkheid jegens de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*). Eén zo'n alternatieve oplossing is het aannemen van een bewijsvermoeden ten aanzien van de stelling dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed (dit is de oplossing waar de Hoge Raad in het World Online-arrest voor heeft gekozen).¹⁷⁵ Wordt voor die oplossing gekozen, dan moet men zich realiseren dat een dergelijk vermoeden niet kan worden gebaseerd op louter algemene ervaringsregels en/of de feiten

173. Deze informatieverplichtingen hebben als doelstelling de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen en hebben in algemene zin de strekking beleggers te beschermen. Zie over de doelstelling en strekking van de informatieverplichtingen afkomstig uit de Prospectusverordening met name de overwegingen 3, 4, 5, 7, 27, 83 en 87 van de considerans van deze verordening. Zie over de doelstelling en strekking van de informatieverplichtingen afkomstig uit de Transparantierichtlijn met name de overwegingen 1, 5, 27, 36 en 41 van de considerans van deze richtlijn. En zie over de doelstelling en strekking van de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap en het informatiemanipulatieverbod, beide afkomstig uit de verordening Marktmissbruik art. 1 van deze verordening en de overwegingen 2, 8, 24, 47, 49, 55 en 57 van de considerans van deze verordening. Dat ook de publicatieverplichting tot voorwetenschap en het informatiemanipulatieverbod als doelstelling hebben de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen, komt in de verordening Marktmissbruik overigens niet helemaal uit de verf. In de literatuur is hier dan ook wel discussie over. Zie onder meer Hoff 2016, p. 507-509; Kristen 2018, p. 38-41; Stevens 2018, p. 227-229.

174. Dit is mijns inziens de onvermijdelijke consequentie van de benadering die Franx in zijn dissertatie verdedigt voor de invulling van het juridisch causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid, maar hij noemt dit bezwaar niet, zie Franx 2017, p. 237-243. Volgens Franx is het daarentegen juist de in de hoofdtekst verdedigde benadering die – vanuit 'belegger-educatieve overwegingen' bezien – aan de belegger de verkeerde prikkel geeft, zie Franx 2017, p. 239-240.

175. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

zoals die zich in werkelijkheid voordoen.¹⁷⁶ Zou het vermoeden namelijk erg feitelijk worden genomen, dan zou de ratio niet goed te verklaren zijn.¹⁷⁷ Een feit van algemene bekendheid is dat de gemiddelde belegger van het prospectus, gereglementeerde informatie¹⁷⁸ of gepubliceerde voorwetschap geen kennis neemt;¹⁷⁹ zijn beleggingsbeslissing wordt er dus ook niet door beïnvloed. Aangezien het vermoeden dus niet al te feitelijk kan worden genomen, kan men zo'n vermoeden eigenlijk alleen maar aannemen als daar voldoende overtuigende normatieve overwegingen aan ten grondslag liggen. Deze normatieve overwegingen moeten op hun beurt een grondslag hebben in het materiële recht. Volgens de Hoge Raad kan bij aansprakelijkheid voor misleiding van het beleggende publiek zo'n materieelrechtelijke grondslag worden gevonden in het EU-recht (hetgeen suggereert dat zo'n grondslag in de nationale rechtsorde niet beschikbaar is).¹⁸⁰ De door de Hoge Raad gekozen Europeesrechtelijke grondslag is naar mijn oordeel echter niet zo overtuigend (ik verwijs naar mijn betoog in § 5.4.5-§ 5.4.6). De constructie van het op Europeesrechtelijke gronden aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing komt mij daarom enigszins gekunsteld over en derhalve heeft deze oplossing niet mijn voorkeur.¹⁸¹

176. Vgl. Klaassen 2012a, p. 13; Klaassen 2013, p. 147.

177. Vgl. Asser 2010, p. 87, alwaar hij in zijn bespreking van de in de effectenlesezaken door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie wijst op het *normatieve* karakter van deze constructie.

178. Zie voor de wettelijke definitie van 'gereglementeerde informatie' art. 1:1 Wft.

179. Aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.3. Zie hierover ook Franx 2017, p. 239-240; Hijink 2010, p. 352-353; Grundmann-Van de Krol 2009, p. 166-172; Scheltema & Scheltema 2009, p. 88-90; Eisma 2007, p. 34; Vandendriessche 2011, nr. 4 en nr. 68; Van Dyck 2009, nr. 70-76 (met uitgebreide verwijzingen).

180. Zie in dit verband ook de kritische opmerking van Du Perron in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201 (VEB e.a./World Online e.a.): '(...) eigenlijk [valt] niet goed in te zien waarom beschermende normen van nationale oorsprong minder effectieve handhaving zouden verdienen' (toevoeging *ACWP*).

181. Ik benadruk dat het hier louter gaat om de beleggers die (stellen dat zij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht (maar dan *tegen een gunstigere prijs*) en niet tevens om de beleggers die (stellen dat zij) bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht (dus *ook niet* tegen de gunstigere prijs). Voor de laatstgenoemde beleggers acht ik het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing namelijk wél wenselijk en verdedigbaar. Dit vermoeden kan wat mij betreft 'gewoon' worden aangenomen op grond van normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard en mijns inziens is hiervoor geen Europeesrechtelijke grondslag vereist. Voor een nadere beschouwing over het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing en de in dat verband door mij voorgestane bewijslastconstructie, verwijs ik naar § 9.3.

HOOFDSTUK 6

6.2.4.3 *De verweren waarmee het fraud-on-the-market-vermoeden kan worden weerlegd*

In deze paragraaf zal ik de in Basic v. Levinson genoemde zes verweren waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd beoordelen naar Nederlands recht. Hierbij zal ik bij elke *rebuttal* steeds het onderscheid maken tussen enerzijds de belegger die (stelt dat hij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs* en anderzijds de belegger die (stelt dat hij) bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Verder zal ik de zes *rebuttals* analyseren voor het – in dit boek tot uitgangspunt genomen – scenario waarin de vennootschap een misleidende *positieve* voorstelling van zaken geeft, waardoor de in het tijdvak van de misleiding *kopende* aandeelhouders (beweerdelijk) schade lijden. Dit is precies het spiegelbeeldige scenario van de situatie die zich voordeed in Basic v. Levinson.

1. *‘De misleidende informatie had geen invloed (meer) op de koers’*

Naar Amerikaans recht kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten eerste worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de misleidende informatie geen invloed (meer) had op de koers (zie § 6.2.3.2 *sub b*, eerste *rebuttal*). Bij dit verweer kan worden gedacht aan twee situaties. In de eerste plaats aan de situatie waarin de markt in het geheel niet door de misleidende informatie op het verkeerde been is gezet, zodat de misleidende informatie nooit een koerseffect heeft gehad. In de tweede plaats aan de situatie waarin de markt aanvankelijk wel door de misleidende informatie op het verkeerde been werd gezet, maar waarin op het moment waarop de eisende belegger het litigieuze aandeel kocht inmiddels voldoende (juiste en volledige) informatie in de markt beschikbaar was die de misleidende informatie tegensprak, waardoor de koersinflatie reeds was verdwenen.¹⁸² Ook naar Nederlands recht is de stelling dat de misleidende informatie geen koerseffect (meer) had, een rechtens relevant verweer. Komen de desbetreffende feiten en omstandigheden in het processuele debat vast te staan, dan zal de vordering tot schadevergoeding van de belegger onverkort worden afgewezen. Hoe het verweer in het processuele debat precies gestalte zal krijgen, is afhankelijk van de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. Legt de belegger aan zijn vordering ten grondslag dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dan zal het verweer in de sleutel staan van het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en

182. Vgl. in dit verband de in § 5.6.2.5 in het kader van het (Nederlandse) eigenschuldverweer beschreven situatie (*‘De belegger is op verouderde informatie afgegaan’*).

de door de belegger gestelde koersschade (of – afhankelijk van het perspectief – in de sleutel van het al dan niet *bestaan van* rechtens relevante koersschade). Legt de belegger daarentegen aan zijn vordering ten grondslag dat hij zonder de misleidende informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan zal het verweer worden gevoerd in het kader van het processuele debat over de (omvang van de) *rechtens toerekenbare* schade. Bij de laatstgenoemde feitelijke grondslag is er bij afwezigheid van enige koersinflatie immers geen sprake van rechtens toerekenbare schade. Ik verwijfs naar mijn analyse in § 5.5.3.2 *sub a*.

2. ‘De belegger vermoedde de misleiding of was hiervan op de hoogte’

Naar Amerikaans recht kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten tweede worden weerlegd, wanneer wordt aangetoond dat de eisende belegger van de misleiding op de hoogte was of hij deze vermoedde toen hij het litigieuze aandeel kocht (zie § 6.2.3.2 *sub b*, tweede *rebuttal*). Ook naar Nederlands recht is de stelling dat de belegger van de misleiding op de hoogte was of hij deze vermoedde mijns inziens een rechtens relevant verweer. Komen de desbetreffende feiten en omstandigheden in het processuele debat vast te staan, dan zal de vordering tot schadevergoeding van de belegger die stelt dat hij op de misleidende informatie heeft vertrouwd en hij zonder de misleidende informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, zonder meer worden afgewezen.¹⁸³ De beleggingsbeslissing van deze belegger kan dan immers niet door de misleidende informatie zijn beïnvloed, dus zijn vordering stuit af op het ontbreken van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.¹⁸⁴

183. Bij toepassing van de hoofdregel van art. 150 Rv rusten de stelplicht en bewijslast voor het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing op de eisende belegger. In Deel V zal ik echter verdedigen om voor deze schakel van het causaal verband een vermoeden te hanteren (zie § 9.3.3). Dat betekent dat het aan de aansprakelijk gestelde partij is om het (vermoeden van) causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing te weerleggen. Voert zij in dit verband het verweer dat de belegger met de misleiding bekend was of hij deze vermoedde, dan is het dus aan haar om de desbetreffende feiten en omstandigheden aannemelijk te maken. Zie verder § 9.3.3.4.

184. Vgl. in dit verband het arrest Hof 's-Hertogenbosch 9 september 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:3526 (Van Valen/Maatschap Goos-van Gool e.a.), r.o. 15.4.6. In de deze zaak stelde een groep tuinders de (middellijk) bestuurders van Rova Breda BV aansprakelijk wegens het onbetaald blijven van geleverde tuinbouwproducten. Zij stelden mede op basis van een aan hen verstrekte misleidende informatie (in concreto ging het om een misleidende ‘kolommenbalans’) te zijn doorgedaan met leveren. Deze zaak had dus geen betrekking op misleiding van *beleggers* door een *beursvennootschap* en dientengevolge door *beleggers* geleden *koersschade*.

HOOFDSTUK 6

Of ook de vordering tot schadevergoeding van de belegger die stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, moet worden afgewezen, hangt af van de eisen die men stelt aan het aannemen van (juridisch) causaal verband.¹⁸⁵ Is voor het aannemen van causaal verband voldoende dat komt vast te staan dat de koers was geïnfleteerd toen de belegger zijn aandeel kocht (en is niet tevens vereist dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed), dan hoeft de vordering van deze belegger niet bij voorbaat te stranden.¹⁸⁶ Wel kan de omstandigheid dat de belegger met de misleiding bekend was of hij deze vermoedde mijns inziens een beroep op eigen schuld rechtvaardigen.¹⁸⁷ Het hangt vervolgens van de overige omstandigheden van het geval af of, en zo ja, in hoeverre, deze belegger moet worden gecompenseerd. Is voor het aannemen van causaal verband daarentegen niet voldoende dat komt vast te staan dat de koers was geïnfleteerd toen de belegger zijn aandeel kocht (en is tevens vereist dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed), dan zal de vordering van de belegger die stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, onverkort worden afgewezen.¹⁸⁸ Als immers komt vast te staan dat deze belegger met de misleiding bekend was of hij deze vermoedde, kan zijn beleggingsbeslissing niet door de misleidende informatie zijn beïnvloed.

3. 'De belegger zou hoe dan ook bereid zijn geweest het litigieuze aandeel tegen een kunstmatig hoge koers te kopen'

Naar Amerikaans recht kan het *fraud-on-the-market*-vermoeden ten derde worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de eisende belegger ook als hij met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend was geweest, bereid zou zijn geweest het litigieuze aandeel (tegen een geïnfleteerde koers) te kopen, omdat hij tot aankoop werd bewogen op grond van overwegingen die met de misleidende informatie geen enkel verband hielden, zoals fiscale, politiek of diversificatie-overwegingen (zie § 6.2.3.2 *sub b*, derde *rebuttal*). Ook naar Nederlands recht is de stelling dat de belegger hoe dan ook bereid zou zijn geweest deel te nemen aan een 'crooked crap game' een rechtens

185. Vgl. De Jong 2010, p. 171-172.

186. Dit is de invulling van de juridische causaliteitseis zoals ik die voorsta, zie § 6.2.4.2.

187. Zie in gelijke zin De Jong 2010, p. 172 en p. 220-221, die al eerder heeft bepleit dat tegenover de belegger die met de misleiding bekend was of deze vermoedde met succes een eigenschuldverweer kan worden gevoerd.

188. Vgl. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1.

relevant verweer. Komen de desbetreffende feiten en omstandigheden in het processuele debat vast te staan, dan zal de vordering van de belegger die zich op het standpunt stelt dat hij op de misleidende informatie heeft vertrouwd en hij zonder de misleidende informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, zonder meer worden afgewezen.¹⁸⁹ De misleidende informatie heeft bij de beleggingsbeslissing van deze belegger dan immers geen enkele rol gespeeld, dus zijn vordering stuit af op het ontbreken van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.

Of ook de vordering tot schadevergoeding van de belegger die stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, moet worden afgewezen, hangt wederom af van de eisen die men stelt aan het aannemen van (juridisch) causaal verband. Is voor het aannemen van causaal verband voldoende dat komt vast te staan dat de koers was geïnfleteerd toen de belegger zijn aandeel kocht (en is niet tevens vereist dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed), dan doet het hier besproken verweer in beginsel niet ter zake.^{190, 191} Voor de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel vertrouwde op de integriteit van de beurskoers en die kiest voor de zojuist genoemde feitelijke grondslag ('ook zonder de misleiding zou ik het aandeel hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*') beroept het verweer zich dan namelijk op een *counterfactual* die niet te rijmen is met de heersende causaliteitsleer naar Nederlands recht (zie § 6.2.3.2 *sub a*, ad(iii)). Is voor het aannemen van causaal verband daarentegen niet voldoende dat komt vast te staan dat de koers was geïnfleteerd toen de belegger zijn aandeel kocht (en is tevens vereist dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed), dan zal de vordering van de belegger die stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, onverkort worden afgewezen.¹⁹² Als immers komt vast te staan dat andere overwegingen bij de aankoopbeslissing van deze belegger de doorslag gaven en de misleidende informatie

189. Vgl. in dit verband het arrest Hof 's-Hertogenbosch 9 september 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:3526 (Van Valen/Maatschap Goos-van Gool e.a.), r.o. 15.4.8.

190. Dit is de invulling van de juridische causaliteitseis zoals ik die voorsta, zie § 6.2.4.2.

191. Als voor de belegger die niet met de misleiding bekend was en die (stelt dat hij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, kan worden vastgesteld dat hij ook in de hypothetische situatie waarin hij *wél* met de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersinflatie) bekend was geweest het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, zou dat eventueel wel een beroep op eigen schuld kunnen rechtvaardigen. Ik werk dat hier niet verder uit.

192. Vgl. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1.

HOOFDSTUK 6

hierbij dus geen enkele rol speelde, kan zijn beleggingsbeslissing niet door de misleidende informatie zijn beïnvloed.¹⁹³

4. ‘De belegger had al besloten de litigieuze transactie aan te gaan’

Verder noemt Justice White in zijn *dissenting opinion* drie verweren waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden naar zijn oordeel kan worden weerlegd. Het vermoeden kan volgens hem ten eerste worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de belegger zijn beleggingsbeslissing al maanden geleden had genomen (zie § 6.2.3.2 *sub b*, vierde *rebuttal*). Zoals ik in de laatstgenoemde paragraaf heb uitgelegd, moet naar Amerikaans recht dit verweer naar mijn oordeel worden verworpen. Wat de status is van het verweer naar Nederlands recht, hangt in de eerste plaats af van de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt.¹⁹⁴ Legt de belegger aan zijn vordering ten grondslag dat hij op de misleidende informatie heeft vertrouwd en hij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dan is het mijns inziens in beginsel een rechtens relevant verweer.¹⁹⁵ Komt in het processuele debat immers vast te staan dat de belegger zijn beleggingsbeslissing al had genomen voordat de misleiding plaatsvond, dan is zijn beleggingsbeslissing in principe niet door de misleidende informatie beïnvloed en stuit zijn vordering af op het

193. Zie in dit verband ook Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.22: ‘Zeer wel denkbaar is dat Ziggo-aandeelhouders die hun aandelen hebben verkocht in de periode waarin Ziggo ten onrechte de gevorderde uitkoopprijs niet openbaar had gemaakt *niet of tegen een andere koers hadden verkocht*, als die informatie wel bekend was geweest. *Niettemin kunnen aan de verkoop van de Ziggo-aandelen in die periode overwegingen ten grondslag hebben gelegen die ook de doorslag zouden hebben gegeven, ongeacht de koers van het aandeel op dat moment.*’ (curs. ACWP)

194. Ik wijs erop dat uit het World Online-arrest volgt dat bij *prospectusaansprakelijkheid* het verweer hoe dan ook – dus ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – moet worden geaccepteerd. Zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2, alwaar de Hoge Raad dit verweer expliciet noemt. Zie over dit verweer ook mijn analyse in § 9.3.3.4.

195. Ik wijs erop dat het verweer tevergeefs werd gevoerd door de gedaagden in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 4.9.

ontbreken van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing.¹⁹⁶

Legt de belegger daarentegen aan zijn vordering ten grondslag dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dan hangt het wederom af van de eisen die men stelt aan het aannemen van (juridisch) causaal verband of het verweer al dan niet moet worden geaccepteerd. Is voor het aannemen van causaal verband voldoende dat komt vast te staan dat de koers was geïnfleteerd toen de belegger zijn aandeel kocht (en is niet tevens vereist dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed), dan moet het verweer worden verworpen.¹⁹⁷ De omstandigheid dat de beleggingsbeslissing reeds was genomen vóórdat de misleiding begon, doet er in dat geval immers niet aan af dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel – ongeacht of hij van enige informatie heeft kennis genomen – *redelijkerwijs mocht* vertrouwen op de integriteit van de beurskoers.¹⁹⁸ Is voor het aannemen van causaal verband daarentegen niet voldoende dat komt vast te staan dat de koers was geïnfleteerd toen de belegger zijn aandeel kocht (en is tevens vereist dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed), dan is het verweer in beginsel wederom rechtens relevant.¹⁹⁹ Komt immers vast te staan dat de belegger zijn beleggingsbeslissing al

196. Dit is alleen anders wanneer de belegger na het tijdstip waarop de misleiding begon – zowel feitelijk als juridisch – nog de mogelijkheid had zijn eerdere beleggingsbeslissing te herzien en op basis van de meest recente informatie een nieuwe beleggingsbeslissing te nemen (het was voor de belegger bijvoorbeeld nog mogelijk zijn reeds gegeven opdracht tot aankoop in te trekken) en wanneer tevens kan worden vastgesteld dat hij dat bij afwezigheid van de misleiding daadwerkelijk zou hebben gedaan (de belegger zou zijn opdracht tot aankoop daadwerkelijk hebben geannuleerd). In dat geval kan men zeggen dat ondanks het feit dat de beleggingsbeslissing al voordat de misleiding begon was genomen, deze toch door de misleiding is beïnvloed. Voor voorbeelden uit de Amerikaanse rechtspraak waarin precies deze kwestie in het processuele debat centraal stond, wijs ik op de uitspraken *Hildes v. Arthur Andersen LLP*, 734 F.3d 854, 850-864 (9th Cir. 2013); *APA Excelsior III L.P. v. Premiere Technologies, Inc.*, 476 F.3d 1261 (11th Cir. 2007). Beide uitspraken betreffen overigens aansprakelijkheid gebaseerd op Section 11 Securities Act.

197. Dit is de invulling van de juridische causaliteitseis zoals ik die voorsta, zie § 6.2.4.2.

198. Vgl. De Jong 2010, p. 221.

199. Vgl. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1.

HOOFDSTUK 6

had genomen voordat de misleiding begon, dan heeft de misleidende informatie hierbij in principe geen enkele rol gespeeld.²⁰⁰

5. 'De belegger handelt in aandelen om redenen die niets met de prijs van doen hebben'

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan volgens Justice White in de tweede plaats worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de eisende belegger zijn aandelen aan- of verkoopt om redenen die niets met de aandelenprijs van doen hebben (zie § 6.2.3.2 *sub b*, vijfde *rebuttal*). In § 6.2.3.2 *sub b* gaf ik in dit verband het (gechargeerde) voorbeeld van de belegger die zijn beleggingsbeslissingen neemt aan de hand van het gooien van pijltjes op een dartbord of de belegger die zijn beslissingen neemt aan de hand van (de bestudering van) de astrologie.²⁰¹ Zoals aldaar uitgelegd, moet naar Amerikaans recht dit verweer mijns inziens worden verworpen. Over de status van dit verweer naar Nederlands recht kan ik heel kort zijn. Voor de belegger die stelt dat hij op de misleidende informatie heeft vertrouwd en hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, is het een rechtens relevant verweer. Voor de belegger die stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, hangt de relevantie van het verweer echter wederom af van de eisen die men stelt aan het aannemen van (juridisch) causaal verband. Hier kan dezelfde redenering worden gevolgd als bij het hierboven *sub 4* behandelde verweer.

200. Dit is alleen anders wanneer de belegger na het tijdstip waarop de misleiding begon – zowel feitelijk als juridisch – nog de mogelijkheid had zijn eerdere beleggingsbeslissing te herzien en op basis van de meest recente informatie een nieuwe beleggingsbeslissing te nemen (het was voor de belegger bijvoorbeeld nog mogelijk zijn reeds gegeven opdracht tot aankoop in te trekken) en wanneer tevens kan worden vastgesteld dat hij in de hypothetische situatie waarin de thans achtergehouden informatie wél zou zijn gepubliceerd, na het bestuderen ervan tot de conclusie zou zijn gekomen aan zijn eerdere beleggingsbeslissing vast te houden. In dat geval kan men zeggen dat ondanks het feit dat de beleggingsbeslissing al voordat de misleiding begon was genomen, deze toch door de misleiding is beïnvloed.

201. Bij wijze van voorbeeld noemde ik in dit verband ook nog de belegger die een beleggingsstrategie volgt die erop neerkomt dat hij – ongeacht de hoogte van de koers en de beschikbare informatie – altijd een vast percentage (zeg 5%) van de totale waarde van zijn beleggingsportefeuille belegt in het litigieuze aandeel en de belegger die zich bezighoudt met (een bepaalde vorm van) *index arbitrage*.

6. 'De belegger had vlak voordat de misleiding begon een short positie ingenomen'

Het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan volgens Justice White ten derde worden weerlegd, wanneer komt vast te staan dat de belegger – vlak voordat de misleiding begon – een *short* positie had ingenomen in het litigieuze aandeel (zie § 6.2.3.2 *sub b*, zesde *rebuttal*). Zoals ik in de laatstgenoemde paragraaf heb uitgelegd, moet naar Amerikaans recht dit verweer naar mijn oordeel worden verworpen. Mocht ik voor het Amerikaanse recht op dit punt van een verkeerde rechtsopvatting uitgaan (hetgeen niet kan worden uitgesloten, aangezien de Supreme Court zich hier nog niet (bij meerderheid) over heeft uitgelaten), dan ben ik niettemin van mening dat naar Nederlands recht het verweer moet worden verworpen. Net zoals ik namelijk voor 'gewone beleggers' heb verdedigd dat zij bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen mogen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers (zie § 6.2.4.2 *sub c*), zou ik menen dat *short sellers* dat ook mogen. Het enkele feit dat *short sellers* bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen wellicht niet geloven in de marktefficiëntie in *fundamentele* zin, doet daar niets aan af.²⁰²

Voor zover het *short seller*-verweer überhaupt enige relevantie heeft, is het overigens alleen van belang voor de beleggers die aanvoeren dat zij bij de aankoop van het litigieuze aandeel op de integriteit van de beurskoers hebben vertrouwd en die als gevolg van de misleiding hiervoor een te hoge prijs hebben betaald. Voor de beleggers die aanvoeren dat zij op de misleidende informatie zijn afgegaan en hun beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed, doet het verweer in het geheel niet ter zake. De laatstgenoemde beleggers beroepen zich met hun vordering immers niet op enig vertrouwen in de marktefficiëntie en/of de integriteit van de beurskoers.

6.2.4.4 Toepassing *fraud-created-the-market*-theorie in het Nederlandse recht?

Het bestaansrecht van de *fraud-created-the-market*-theorie is vooral gelegen in het feit dat de (toepassing van de) *fraud-ON-the-market*-theorie in het Amerikaanse recht is beperkt tot misleiding in de secundaire markt van reeds uitgegeven en genoteerde aandelen. Zou de *fraud-on-the-market*-theorie (onder omstandigheden) ook mogen worden toegepast bij misleiding op de primaire markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen aandelen,²⁰³ dan zou de *fraud-created-the-market*-theorie grotendeels over-

202. In gelijke zin De Jong 2010, p. 221, die al eerder heeft bepleit dat het hier besproken verweer naar Nederlands recht niet zou moeten worden erkend.

203. Als bij een beursgang niet alleen door de vennootschap zelf, maar ook door zittende (groot)aandeelhouders aandelen aan het publiek worden aangeboden, moet voor de passage 'nieuw uit te geven en in de notering op te nemen aandelen' worden gelezen 'reeds uitgegeven, maar voor het eerst in de notering op te nemen aandelen'.

HOOFDSTUK 6

bodig zijn. Gelet op de door mij in § 6.2.4.2 *sub c* verdedigde invulling van de (juridische) causaliteitseis bij prospectusaansprakelijkheid naar Nederlands recht, is de *fraud-created-the-market*-theorie (of een variant daarvan) ook voor het Nederlandse recht in beginsel overbodig. In dat systeem heeft de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de uitgifteprijs – of bij aankoop op de secundaire markt: de integriteit van de beurskoers – heeft vertrouwd en die als gevolg van het misleidend prospectus het aandeel tegen een kunstmatig hoge prijs heeft moeten kopen, namelijk al recht op schadevergoeding en worden aan het juridische causaal verband verder geen nadere eisen gesteld.²⁰⁴ Daarom hoeft ook niet naar alternatieven te worden gezocht waarmee het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing op indirecte wijze kan worden geconstrueerd.

Ondanks de door mij aangehangen soepele causaliteitsleer, kan ik mij in het kader van prospectusaansprakelijkheid niettemin een situatie voorstellen waarin de (kerngedachte van de) *fraud-created-the-market*-theorie toch van pas zou kunnen komen. Dat is de situatie waarin (is vastgesteld dat) in het kader van de *bookbuilding*-methode gebruik is gemaakt van een (voorlopig) prospectus dat op essentiële punten ernstig tekortschoot en waarin aan de hand van een patroon van niet gerechtvaardigde optimistische berichtgeving is geprobeerd de aandelen tegen een veel te hoge (bandbreedte van de uitgifte)prijs aan de man te brengen.²⁰⁵ In zo'n geval zou in het kader van het processuele debat over het causaal verband en/of de schade de vraag kunnen rijzen of het zonder de (ernstige) misleiding wel gelukt zou zijn de aandelen tegen de huidige bandbreedte in de markt te zetten.²⁰⁶ Naar mijn oordeel mag bij het beantwoorden van deze vraag – op grond van een redenering die analoog is aan de *fraud-created-the-market*-theorie – onder omstandigheden een vermoeden ten gunste van de eisende belegger worden aangenomen. De redenering is dat beleggers redelijkerwijs mogen vertrouwen op de integriteit van de bandbreedte waarmee de aandelen (via de *bookbuilding*-methode) in de markt worden gezet. Met integriteit van de bandbreedte bedoel ik dat de gekozen bandbreedte wordt gerechtvaardigd door de werkelijke waarde van de aandelen en die bandbreedte niet wordt mogelijk gemaakt

204. Ik wijs erop dat deze benadering van het juridisch causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid door Franx in zijn dissertatie – met kracht van argumenten – wordt verworpen, zie Franx 2017, p. 237-243.

205. Vgl. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.29.

206. Ik wijs erop dat deze vraag vooral zal spelen bij het processuele debat ten aanzien van de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*.

door (ernstige) misleiding. Beleggers mogen er met andere woorden op vertrouwen dat zodra een vennootschap – ervan uitgaande dat zij zich *niet* bezondigt aan misleiding – van plan is aandelen aan te bieden tegen een veel te hoge bandbreedte, de relevante *gatekeepers* hier een stokje voor zullen steken.²⁰⁷ Vertaald naar de situatie waarin de vennootschap zich *wel* heeft bezondigd aan misleiding, betekent dit dat (in het procesuele debat) in beginsel mag worden aangenomen dat het zonder de misleiding niet zou zijn gelukt de aandelen tegen de huidige bandbreedte in de markt te zetten.^{208, 209}

De omstandigheden waaronder toepassing van dit vermoeden kan worden gerechtvaardigd, zijn (dat de belegger kan aantonen) dat (i) sprake was van een prospectus dat op essentiële punten ernstig tekortschoot in combinatie met een patroon van niet gerechtvaardigde optimistische berichtgeving en (ii) de uitgifteprijs waartegen de aandelen thans zijn aangeboden de werkelijke waarde van de aandelen ver te boven ging. Voor toepassing van het vermoeden is wat mij betreft niet vereist dat – à la *fraud-created-the-market*-theorie – wordt vastgesteld dat de aangeboden aandelen in werkelijkheid *waardeloos* waren. Een zodanige eis acht ik te streng en daarnaast is zo'n eis ook niet te rijmen met de rol die van *gatekeepers* in het kader van een aandelenuitgifte mag worden verwacht. Reeds wanneer aandelen in de markt (dreigen te) worden gezet tegen een

207. Bij de relevante *gatekeepers* bij een aandelenuitgifte kan natuurlijk in de eerste plaats worden gedacht aan de begeleidende banken.

208. Voor de toepassing van een enigszins vergelijkbare constructie in de context van (schending van) de bijzondere zorgplicht van de bank ten opzichte van derden, wijs ik op de overweging over het causaal verband in de uitspraak Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2017-033A d.d. 25 oktober 2017, r.o. 4.3: '(...) Weliswaar valt niet uit te sluiten dat PDT had getracht via een andere wijze de gelden op vergelijkbare wijze te beleggen. Echter, zij had (...) daarbij een andere intermediair nodig gehad met toegang tot de beurs. Ook voor die instelling had de wettelijke verplichting gegolden dat zij niet zonder nader onderzoek (...) haar diensten had mogen verlenen. *Uitgangspunt moet daarbij zijn dat als een dergelijke andere instelling was aangezocht, deze instelling aan die verplichting had voldaan. Een andere uitleg zou een effectieve werking van het vergunningstelsel waarbij de (particuliere) belegger beschermd wordt tegen financiële instellingen die zonder vergunning hun diensten aanbieden, op ontoelaatbare wijze doorkruisen (...).*' (curs. ACWP)

209. In het scenario waarin de vennootschap tevens de begeleidende banken heeft misleid, is de redenering dat wanneer zij dat niet zou hebben gedaan, de banken ervoor zouden hebben gezorgd dat de bandbreedte lager zou zijn vastgesteld. In het scenario waarin ook de begeleidende banken bij de misleiding betrokken waren (of althans, wanneer hun kan worden verweten dat zij de misleiding niet hebben opgemerkt), is de redenering dat een te goeder trouw zijnde bank (of althans, een bank die voor haar taak is berekend en deze nauwgezet vervult) ervoor zou hebben gezorgd dat de bandbreedte neerwaarts zou zijn bijgesteld.

HOOFDSTUK 6

bandbreedte die (veel) hoger ligt dan de werkelijke waarde van de aandelen rechtvaardigt, mag van de begeleidende banken worden verwacht dat zij ingrijpen. Deze verplichting tot ingrijpen beperkt zich mijns inziens niet tot de situatie waarin de werkelijke waarde van de aandelen *nul* is.

Het voordeel dat de benadeelde beleggers in een situatie waarin sprake is van ernstige misleiding aan het hier verdedigde vermoeden kunnen ontnemen, is dat men bij het vaststellen van de inflatie in de uitgifteprijs niet vastzit aan de bandbreedte waartegen de aandelen thans zijn aangeboden. Vanwege het vermoeden kan deze inflatie in beginsel ‘vrijelijk’ buiten de bandbreedte bewegen. De toe te kennen schadevergoeding zal dus in beginsel groter zijn dan het (huidige) verschil tussen uitgifteprijs en ondergrens van de bandbreedte.

6.3 *Loss causation*; het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger gestelde beleggingsschade

6.3.1 *Inleiding*

Naast het vereiste *reliance/transaction causation* moet voor aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5 ook zijn voldaan aan het vereiste van *loss causation*.²¹⁰ In deze paragraaf zal – voornamelijk aan de hand van rechtspraak – de betekenis van dit vereiste worden besproken. Aangezien over *loss causation* in de loop der jaren veel rechtspraak is verschenen, moet onvermijdelijk een strenge selectie worden gemaakt. Deze selectie heb ik gemaakt aan de hand van drie criteria: (i) bekendheid van de uitspraak en frequentie waarmee deze wordt geciteerd; (ii) relevantie van de uitspraak op het moment waarop zij werd gewezen; en (iii) relevantie van de uitspraak op dit moment. Aan de hand van deze selectie ben ik tot vijf lagere uitspraken (gewezen door verschillende Circuit Courts) gekomen, die in § 6.3.2 (beknopt) zullen worden besproken. Vier van de vijf uitspraken betreffen *face-to-face*-zaken, één ervan betreft een *fraud-on-the-market*-zaak. De vijf uitspraken stammen alle vijf uit de periode voordat de Supreme Court in april 2005 uitspraak deed in de bekende *fraud-on-the-market*-zaak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* (hierna: ‘*Dura*’).²¹¹ Deze uitspraak zal in § 6.3.3 worden bespro-

210. Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.11[3]; Coffee, Sale & Whitehead 2021, p. 1152-1165. Zie over het vereiste van *loss causation* in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 100-101; Vandendriessche 2011, nr. 23-38; Olden 2016, p. 175-177; Haazen 2017, p. 85.

211. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

ken. In § 6.3.4 zal ik daarna ingaan op drie voor (het bewijs van) *loss causation* relevante kwesties die in *Dura* onbeantwoord bleven, maar die nadien in de lagere rechtspraak zijn beantwoord. Vervolgens sta ik in § 6.3.5 stil bij de vraag of (bewijs van) *loss causation* een noodzakelijke voorwaarde is voor het kunnen inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden en daarmee voor het kunnen certificeren van de *class*. In zijn eerste uitspraak in de zaak *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.* heeft de Supreme Court deze vraag ontkennend beantwoord.²¹² In § 6.3.6 volgt daarna een rechtsvergelijking met het Nederlandse recht.

Uit de analyse van de rechtspraak in § 6.3.2 en § 6.3.3 zal blijken dat de *loss causation*-eis in beginsel twee betekenissen heeft of anders gezegd: twee functies vervult (die overigens in elkaars verlengde liggen). In de eerste plaats vervult *loss causation* een functie die vergelijkbaar is met die van het toerekeningsverband in het Nederlandse recht. Slechts de schade die *rechtens* in voldoende causaal verband staat met de misleiding, komt voor vergoeding in aanmerking. Zo komt voor de belegger die zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, het beleggingsverlies dat weliswaar in csqn-verband staat met de misleiding, maar dat *niet* direct op de misleidende informatie is terug te voeren en dat moet worden toegeschreven aan (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico's, niet voor vergoeding in aanmerking. Alleen het beleggingsverlies dat *direct* op de misleidende informatie is terug te voeren, is rechtens vergoedbare schade. In de tweede plaats wordt aan de hand van *loss causation* bepaald wanneer beleggingsschade (bestaande uit betaalde koersinflatie en/of ander beleggingsverlies) kan worden aangemerkt als *rechtens relevante* schade. Pas als (achteraf kan worden vastgesteld dat) de factoren waarop de misleiding betrekking had er daadwerkelijk voor hebben gezorgd dat de effecten in waarde zijn gedaald, is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation* en kan men (in zoverre) spreken van *rechtens relevante* schade.

Verder zal uit de bespreking van de *Dura*-uitspraak in § 6.3.3 blijken dat de uitleg die de Supreme Court in deze uitspraak aan de *loss causation*-eis heeft gegeven, maar in beperkte mate duidelijkheid heeft geschapen. Kort gezegd kwam zijn oordeel erop neer dat door misleiding veroorzaakte koersinflatie pas voor vergoeding in aanmerking komt, als en voor zover de misleiding naar buiten is gekomen en de koers dientengevolge is gedaald. De Supreme Court heeft zich echter niet uitgelaten over de vraag aan de hand van welke maatstaven kan worden beoordeeld of een bepaald beleggingsverlies rechtens in voldoende causaal verband staat met de misleiding. Omdat hij maar in beperkte mate duidelijkheid heeft

212. *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804 (2011).

HOOFDSTUK 6

gegeven, zijn verschillende vragen thans nog onbeantwoord (althans, in hoogste instantie). De consequentie hiervan is dat de in § 6.3.2 te bespreken rechtspraak nog niet of nauwelijks aan relevantie heeft ingeboet.²¹³

6.3.2 *Loss causation in lagere rechtspraak in pre-Dura-tijdperk*

6.3.2.1 *Huddleston v. Herman & MacLean*

Een van de eerste uitspraken waarin de *loss causation*-eis werd uitgewerkt, is de bekende (en later veel geciteerde) Huddleston v. Herman & MacLean-uitspraak van de Fifth Circuit uit 1981.²¹⁴ In deze zaak waren de eisende beleggers door een misleidend prospectus bewogen aandelen te kopen in een vennootschap die was opgericht ter exploitatie van een autoracebaan. De District Court kende als schadevergoeding toe het verschil tussen de koopprijs en verkoopprijs van de aandelen. Gerefereerd werd aan een ‘*rescissional basis for computing damages*’.²¹⁵ Aangezien de aandelen inmiddels waardeloos waren geworden, betekende deze *rescissional*-maatstaf dat de (niet-verkopende) beleggers hun volledige inleg kregen vergoed. In hoger beroep houdt dit oordeel geen stand. Volgens de appelrechter heeft de rechter in eerste aanleg het vereiste van (*loss*) *causation* veronachtzaamd.²¹⁶ Hij overweegt als volgt:²¹⁷

‘Causation is related to but distinct from reliance. Reliance is a *causa sine qua non*, a type of “but for” requirement: had the investor known the truth he would not have acted. Causation requires one further step in the analysis: even if the investor would not otherwise have acted, was the misrepresented fact *a proximate cause of the loss*? (...) The plaintiff must prove not only that, had he known the truth, he would not have acted, *but in addition that the untruth was in some reasonably direct, or proximate, way responsible for his loss*. The causation requirement is satisfied in a Rule 10b-5 case only *if the misrepresentation touches upon the reasons for the investment’s decline in value*. If the investment decision is induced by misstatements or omissions that are material and that were relied on by the claimant, *but are not the proximate reason for his pecuniary loss*, recovery under the Rule is not permitted. (...)’

213. Ik formuleer bewust voorzichtig (‘niet of *nauwelijks*’). Hierna zal blijken dat de zogenoemde ‘*touches upon*’-test uit de uitspraak Huddleston v. Herman & MacLean later door de Supreme Court is verworpen. Ook is een onderdeel uit de uitspraak Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank door de Supreme Court verworpen.

214. Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981).

215. Zie Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534, 554 (5th Cir. 1981).

216. De appelrechter spreekt nog niet in termen van *loss causation*, maar refereert simpelweg aan ‘*causation*’.

217. Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534, 549 (5th Cir. 1981).

Absent the requirement of causation, Rule 10b-5 would become an insurance plan for the cost of every security purchased in reliance upon a material misstatement or omission.’ (curs. *ACWP*)

Bovenstaand overwegingen bevatten twee elementen die voor de (uitleg van de) *loss causation*-eis van belang zijn. Ten eerste moet de misleidende informatie een voldoende nabij gelegen oorzaak (een zogenoemde ‘proximate cause’) van het beleggingsverlies zijn, wil voldaan zijn aan de rechtens vereiste *loss causation*. Ten tweede is pas sprake van zo’n *proximate cause* als de misleidende informatie ‘raakt aan de redenen’ (*‘touches upon the reasons’*) van de waardedaling van de litigieuze belegging.²¹⁸ In een voetnoot geeft de appelrechter een voorbeeld waaruit kan worden afgeleid dat niet is voldaan aan deze *touches upon*-test, wanneer de belegging zijn waarde verliest als gevolg van (het zich ten kwade realiseren van) risico’s die met de misleiding geen enkel verband houden en waarmee de belegger dus bekend kon zijn.²¹⁹

6.3.2.2 *Bastian v. Petren Resources Corporation*

Een tweede belangrijke uitspraak waarin de *loss causation*-eis centraal stond, was de uitspraak *Bastian v. Petren Resources Corporation* van de Seventh Circuit uit 1990 (hierna: ‘*Bastian*’).²²⁰ In deze zaak waren de eisende beleggers door een misleidend prospectus (een zogenoemd ‘offering memorandum’) bewogen te investeren in een *limited partnership* die was opgericht ter exploitatie van een olieproject. De misleiding had betrekking op de ‘competence and integrity’ van de initiatiefnemers van het project. Deze was in het prospectus te gunstig voorgesteld. Het project mislukte uiteindelijk, waardoor de beleggers met waardeloze aandelen bleven zitten. De beleggers houden de initiatiefnemers aansprakelijk voor het door hen geleden beleggingsverlies. Zij leggen aan hun vordering ten grondslag dat zij zonder het misleidende prospectus de litigieuze aandelen niet zouden hebben gekocht.²²¹ Volgens hen doet niet ter zake wat precies de reden is van het mislukken van het project. Zij redeneren simpelweg dat als zij niet door het misleidende prospectus zouden zijn bewogen de litigieuze aandelen te kopen, hen het thans

218. Zoals reeds opgemerkt, is de ‘*touches upon*’-test uit de uitspraak *Huddleston v. Herman & MacLean* later door de Supreme Court verworpen.

219. *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 n. 25 (5th Cir. 1981).

220. *Bastian v. Petren Resources Corporation*, 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990).

221. *Bastian v. Petren Resources Corporation*, 892 F.2d 680, 683 (7th Cir. 1990).

HOOFDSTUK 6

geleden beleggingsverlies bespaard zou zijn gebleven. Deze redenering wordt door de appelrechter verworpen.²²² Volgens de appelrechter is wel van belang waarom het project is mislukt.²²³ Kan worden vastgesteld dat het project ook zou zijn mislukt als de initiatiefnemers wel de competentie en integriteit zouden hebben gehad zoals voorgesteld in het prospectus, dan komt het rechtens vereiste causaal verband niet vast te staan, aldus de appelrechter. Vervolgens oordeelt hij dat het project waarschijnlijk is mislukt vanwege de plotseling (sterk) dalende olieprijs en hij wijst de vordering van de beleggers af. Aan het slot van zijn uitspraak legt de appelrechter nog even uit hoe de *loss causation*-eis volgens de Seventh Circuit moet worden begrepen:²²⁴

‘We have tried to explain why [the loss causation requirement] should exist, and now we add a note on its scope which suggests that some of the cases that express disagreement with the doctrine may be reconcilable with it. Suppose a broker gives false assurances to his customer that an investment is risk-free. In fact it is risky, the risk materializes, the investment is lost. Here there can be no presumption that but for the misrepresentation the customer would have made an equally risky investment. On the contrary, the fact that the broker assured the customer that the investment was free of risk suggests that the customer was looking for (...) a safe investment. Liability in such a case (...) is therefore consistent with nonliability in a case such as the present. The plaintiffs in the present case were not told that oil and gas partnerships are risk-free. They knew they were assuming a risk that oil prices might drop unexpectedly. They are unwilling to try to prove that *anything beyond the materializing of that risk caused their loss.*’ (toevoeging en curs. *ACWP*)

Volgens de Seventh Circuit is het voor *loss causation* relevante criterium dus kennelijk ‘materialization of the concealed risk’. Dit houdt in dat wanneer op het moment van aangaan van de litigieuze transactie een bepaald risico niet wordt vermeld (of het risico wordt wel vermeld, maar het wordt te rooskleurig voorgesteld) en later blijkt dat juist dát risico zich (ten kwade) heeft gerealiseerd, dat dan het volledige daaruit voortvloeiende beleggingsverlies in voldoende causaal verband staat met het informatieverzuim.

222. Terzijde merk ik op dat de *opinion* is geschreven door Judge Posner (de bekende rechtseconoom).

223. *Bastian v. Petren Resources Corporation*, 892 F.2d 680, 684 (7th Cir. 1990).

224. *Bastian v. Petren Resources Corporation*, 892 F.2d 680, 685 (7th Cir. 1990).

6.3.2.3 *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*

Ook de Second Circuit²²⁵ is in een reeks van uitspraken uitgebreid ingegaan op de betekenis van het *loss causation*-begrip.²²⁶ Een belangrijke uitspraak waarin hij zijn eerdere rechtspraak omtrent *loss causation* samenvat en waarin hij door het formuleren van rechtsregels (nadere) duidelijkheid lijkt te willen geven voor de toekomst, is de uitspraak *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank* uit 2001 (hierna: ‘*Suez Equity*’).²²⁷ In deze zaak waren de eisende beleggers door misleidende informatie bewogen aandelen te kopen in een handelsonderneming, genaamd ‘SAM Group’. De misleiding bestond eruit dat de beleggers voorafgaand aan hun investering een vervalst rapport hadden ontvangen over het commerciële en financiële verleden van Mallick, de directeur-grotaandeelhouder van de onderneming.²²⁸ Mallick is in het verleden betrokken geweest bij verschillende faillissementen en in het verleden zijn tegen hem verschillende rechtszaken gevoerd. Deze feiten werden in het bewuste rapport verzwegen. De handelsonderneming gaat uiteindelijk failliet en daarmee verliezen de beleggers de door hen geïnvesteerde gelden. Zij houden de Toronto-Dominion Bank, de bank van wie zij de aandelen hebben gekocht, hiervoor aansprakelijk en zij eisen schadevergoeding ter hoogte van het bedrag van hun inleg. De District Court wijst hun vordering af. Volgens de District Court is het faillissement primair te wijten aan liquiditeitsproblemen die reeds bekend waren voordat de beleggers hun investering deden. In hoger beroep draait het processuele debat voornamelijk om de *loss causation*-eis. De appelrechter begint met een algemene uiteenzetting:²²⁹

-
225. Binnen de Second Circuit valt onder meer de Southern District Court of New York. Daarmee is de Second Circuit de belangrijkste appelrechter voor de financiële sector van New York.
226. Zie onder meer *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F.3d 189, 194 (2d Cir.2003); *Castellano v. Young & Rubicam*, 257 F.3d 171, 186 (2d Cir.2001); *AUSA Life Ins. Co. v. Ernst & Young*, 206 F.3d 202, 238 (2d Cir.2000); *First Nationwide Bank v. Gelt Funding Corp.*, 27 F.3d 763, 769 (2d Cir.1994); *Citibank N.A. v. K-H Corp.*, 968 F.2d 1489, 1495 (2d Cir.1992); *Manufacturers Hanover Trust Co. v. Drysdale Sec. Corp.*, 801 F.2d 13, 20-21 (2d Cir.1986); *Marbury Management, Inc. v. Kohn*, 629 F.2d 705, 708-10 (2d Cir.1980); *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374, 380 (2d Cir.1974).
227. *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87 (2d Cir.2001). Op een deel van de uitspraak is de Second Circuit later terug gekomen, zie hierna de uitspraak *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F.3d 189 (2d Cir.2003).
228. *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 93-94 (2d Cir.2001).
229. *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 96 (2d Cir.2001).

HOOFDSTUK 6

‘Transaction causation is based upon the plaintiff’s reliance upon the defendant’s deceptive statements or omissions; that is, but for such conduct by the defendant, the plaintiff would not have acted to his detriment. Loss causation is somewhat different. It has been likened to the tort concept of *proximate cause*, meaning that in order for the plaintiff to recover it must prove the damages it suffered were a *foreseeable consequence of the misrepresentation*.

(...)

Because these concepts are somewhat elusive, they are the subjects of extensive scholarly and judicial comment. The loss causation inquiry typically examines *how directly the subject of the fraudulent statement caused the loss*, and whether the resulting loss was a *foreseeable outcome of the fraudulent statement*. (...) Related factors include whether *intervening causes are present* (...) and *the lapse of time* between the fraudulent statement and the loss. (...) In the end, whether loss causation has been demonstrated *presents a public policy question*, the resolution of which is predicated upon notions of equity because it establishes who, if anyone, along the causal chain should be liable for the plaintiffs’ losses.’ (curs. *ACWP*)

Daarna concretiseert de appelrechter wat van de beleggers in het kader van hun stelplicht mag worden verwacht:²³⁰

‘(...) plaintiffs may allege transaction and loss causation by averring both that they would not have entered the transaction but for the misrepresentations and that the defendants’ misrepresentations *induced a disparity between the transaction price and the true “investment quality” of the securities at the time of transaction*.’ (curs. *ACWP*)

Onder verwijzing naar zijn eerdere uitspraak *Marbury Management*²³¹ komt de appelrechter vervolgens tot de conclusie dat de beleggers in dit geval aan hun stelplicht hebben voldaan.²³²

‘The allegations of loss causation are at least as strong in the present case as they were in *Marbury Management*. (...) In the instant dispute the misrepresentations were similarly relevant to the “investment quality” of SAM Group securities, as the defendants allegedly concealed a lack of skills and expertise on the part of the company’s principal that, if revealed, *would directly affect the plaintiffs’ valuation of their investment in the company*.’ (curs. *ACWP*)

230. *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 97-98 (2d Cir.2001).

231. *Marbury Management, Inc. v. Kohn*, 629 F.2d 705 (2d Cir.1980).

232. *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 98 (2d Cir.2001).

In de aantijgingen van de beleggers is volgens de appelrechter ook nog een alternatieve redenering te ontwaren op basis waarvan kan worden geconcludeerd dat aan de *loss causation*-eis is voldaan. In het licht van latere rechtspraak blijkt dit een cruciaal aspect van deze uitspraak en daarom geef ik de desbetreffende overweging integraal weer:²³³

‘The complaint thus alleges that plaintiffs suffered a loss at the time of purchase since the value of the securities was less than that represented by defendants. Plaintiffs have also adequately alleged a second, related, loss – that *Mallick’s concealed lack of managerial ability induced SAM Group’s failure*. The complaint contends that the Group was involved in highly sophisticated financial transactions in which the expertise of a skilled executive officer was essential. Plaintiffs allege that it was entirely foreseeable at the time of the misrepresentation that the Group would fail if guided by an individual who did not possess the requisite skill to manage complex debt loads. Since defendants reasonably could have foreseen that *Mallick’s concealed lack of skill would cause the company’s eventual liquidity problems, defendants’ misrepresentations may be the causal precursor to the Group’s final failure.*’ (curs. *ACWP*)

Bovenstaande overwegingen bevatten wederom belangrijke elementen voor de uitleg van het *loss causation*-begrip. Het eerste belangrijke element is dat voor *loss causation* is vereist dat het door de beleggers geleden beleggingsverlies een voorzienbaar gevolg (‘foreseeable consequence’) is van de misleiding. Het tweede relevante element is dat ‘intervening events’ en de ‘lapse of time’ ervoor kunnen zorgen dat het (via het ‘but for’-criterium gevestigde) causaal verband wordt doorbroken. Het derde belangrijke element is dat *loss causation* uiteindelijk een kwestie is van ‘public policy’ en dat het antwoord op de vraag of aan het vereiste van *loss causation* is voldaan dus mede wordt bepaald door beleidsmatige overwegingen. Hier dringt zich een parallel op met de Nederlandse leer van de ‘toerekening naar redelijkheid’ (art. 6:98 BW).

Een ander relevant aspect van deze uitspraak is dat de appelrechter voor (het oordeel over) *loss causation* een zogenoemd ‘ex ante-perspectief’ tot uitgangspunt lijkt te nemen. Met een ex ante-perspectief bedoel ik dat (reeds) aan *loss causation* is voldaan, als (kan worden vastgesteld dat) op het moment van aankoop de waarde(ring) van de litigieuze effecten door de misleidende informatie is beïnvloed. In beginsel lijkt voor (het oordeel over) *loss causation* niet te zijn vereist dat een zogenoemd ‘ex post-perspectief’ tot uitgangspunt wordt genomen. Met een ex post-perspectief bedoel ik dat *achteraf* kan worden vastgesteld dat de factoren waarop de

233. *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 98 (2d Cir.2001).

HOOFDSTUK 6

misleiding betrekking had, er *daadwerkelijk* voor hebben gezorgd dat de litigieuze belegging slechter heeft gendeerd dan bij het aangaan van de transactie (ex ante) kon worden voorzien.²³⁴ Dat een ex post-perspectief in beginsel niet lijkt te zijn vereist, kan worden afgeleid uit het feit dat de genoemde alternatieve redenering waarmee het *loss causation* oordeel wordt gemotiveerd, niet dragend is voor de uitkomst van de procedure.

6.3.2.4 *Emergent Capital Investment Management, LLC v. Stonepath Group, Inc.*

Ruim twee jaar na Suez Equity wijst de Second Circuit in 2003 de bekende uitspraak *Emergent Capital Investment Management, LLC v. Stonepath Group, Inc* (hierna: ‘Emergent Capital’).^{235, 236} Dit is een belangrijke uitspraak, omdat de Second Circuit hierin gedeeltelijk lijkt terug te komen op Suez Equity. De eisende belegger in deze zaak, Emergent Capital Investment Management (‘Emergent’), is als gevolg van misleidende informatie bewogen (preferente) aandelen te kopen in vennootschap NETV. De misleiding bestond eruit dat de bestuurders van NETV, gedaagden Andrew Panzo en Lee Hansen, bij de onderhandelingen voorafgaand aan de aankoop hadden verzwegen dat Panzo in het verleden bij verschillende beleggingsprojecten betrokken is geweest die uiteindelijk zijn mislukt. Deze projecten had Panzo ondernomen met een zekere Howard Appel. Voor deze Appel geldt al een aantal jaren een beroepsverbod, wat betekent dat hij niet meer binnen de financiële sector (beroepsmatig) actief mag zijn. Volgens Emergent fungeerde Appel binnen NETV als feitelijk leidinggevende en dat is haar bij de onderhandelingen ten onrechte niet verteld. Emergents belegging in NTV is uiteindelijk in rook op gegaan en zij houdt onder meer Appel en Panzo aansprakelijk voor het door haar geleden beleggingsverlies. Het procesuele debat draait wederom om *loss causation*. Volgens de appelrechter heeft de belegger de *loss causation*-eis verkeerd begrepen:²³⁷

‘Plaintiff’s allegation of a purchase-time value disparity, standing alone, cannot satisfy the *loss causation* pleading requirement. By claiming that it incorrectly appraised the value of NETV securities and purchased them at an

234. Zie over het ex ante- en ex-post perspectief van *loss causation* ook Fox 2005a, p. 511-513.

235. *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F.3d 189 (2d Cir.2003).

236. Ik wijs erop dat deze uitspraak in de (in § 6.3.3 te bespreken) uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* met instemming door de Supreme Court wordt aangehaald.

237. *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F.3d 189, 198 (2d Cir.2003).

inflated price, Emergent simply asserts that, had it known about Panzo's investment history and about NETV's ties to Appel, it would not have agreed to buy NETV's stock at the offering price. Hence, *its "investment quality" allegation amounts to nothing more than a paraphrased allegation of transaction causation*. While it may explain why plaintiff purchased the NETV's stock, *it does not explain why it lost money on the purchase, the very question that the loss causation allegation must answer.*' (curs. ACWP)

Vervolgens oordeelt de appelrechter dat de belegger ook de uitspraak Suez Equity verkeerd heeft begrepen.²³⁸

'In its misplaced reliance on Suez Equity, appellant overlooks a crucial aspect of that decision. There, defendants, in soliciting plaintiffs' investment in a company, gave plaintiffs an edited version of a background report on one of the company's principal executives. (...) Plaintiffs claimed that the concealed events reflected the executive's inability to manage debt and maintain adequate liquidity. (...) Plaintiffs also alleged that their investment ultimately became worthless *because of the company's liquidity crisis and expressly attributed that crisis to the executive's inability to manage the company's finances.*

(...)

Thus, the Suez Equity plaintiffs *did not merely allege a disparity between the price they had paid for the company's securities and the securities' "true" value at the time of the purchase*. Rather, they specifically asserted *a causal connection between the concealed information – i.e., the executive's history – and the ultimate failure of the venture.*' (curs. ACWP)

Daarna legt de appelrechter uit hoe de Suez Equity-uitspraak wel moet worden begrepen.²³⁹

We did not mean to suggest in Suez Equity that *a purchase-time loss allegation alone could satisfy the loss causation pleading requirement*. To the contrary, we emphasized that the plaintiffs had also "adequately alleged a second, related, loss – *that [the executive's] concealed lack of managerial ability induced [the company's] failure*".' (curs. ACWP)

Het belang van deze uitspraak is erin gelegen dat de appelrechter aan de *loss causation*-eis in dit geval een aanzienlijk strengere invulling geeft dan hij deed in de eerdergenoemde uitspraak Suez Equity. Voor het aannemen van *loss causation* is niet (langer) reeds voldoende dat (kan worden vastgesteld dat) de misleidende informatie *op het moment van aankoop* de

238. Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189, 198 (2d Cir.2003).

239. Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189, 198-199 (2d Cir.2003).

HOOFDSTUK 6

prijs van de litigieuze effecten heeft opgedreven. Er is pas sprake van *loss causation* als (achteraf kan worden vastgesteld dat) de factoren waarop de misleiding betrekking had, er daadwerkelijk toe hebben geleid dat de effecten in waarde zijn gedaald. Waar de eerdergenoemde Suez Equity-uitspraak dus nog op twee gedachten leek te hinken – voor (het oordeel over) *loss causation* mocht zowel een ex ante- als een ex post-perspectief worden gehanteerd – kiest de Second Circuit hier duidelijk voor een enkelvoudige benadering. *Loss causation* mag alleen worden aangenomen als de misleiding *ex post* heeft geresulteerd in een beleggingsverlies.

6.3.2.5 *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*

Een volgende standaard-uitspraak van de Second Circuit is de uitspraak *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.* uit 2005 (hierna: ‘Lentell’).²⁴⁰ Om twee redenen is dit een belangrijke uitspraak. In de eerste plaats omdat de Second Circuit hier (nogmaals) zijn eerdere uitspraken over *loss causation* samenvat en deze in perspectief plaatst. In de tweede plaats omdat hij in deze uitspraak het eerdergenoemde criterium *materialization of the concealed risk* van de Seventh Circuit (zoals geformuleerd in de Bastian-uitspraak Bastian) omarmt.²⁴¹ In tegenstelling tot de vier hiervoor besproken uitspraken is *Lentell* geen *face-to-face*-zaak, maar een *fraud-on-the-market*-zaak.²⁴² Voor de betekenis en reikwijdte van de hierna te bespreken overwegingen lijkt dit echter niet uit te maken, omdat deze duidelijk een algemeen karakter hebben. Wel is opvallend dat de appel-rechter in zijn overwegingen steeds terugverwijst naar (overwegingen uit) eerdere *face-to-face*-zaken. Daaruit zou kunnen worden afgeleid dat de *loss causation*-eis in beide typen zaken dezelfde betekenis heeft c.q. dezelfde functie vervult.

In *Lentell* werd een groep zogenoemde ‘sell side’-analisten aansprakelijk gesteld wegens het publiceren van misleidende onderzoeksrapporten. Volgens de eisende beleggers hadden de analisten de door hen onderzochte ondernemingen van een te positieve beoordeling voorzien. Dit was volgens de beleggers te wijten aan belangenconflicten. De vraag die in het processuele debat centraal staat, is of het door de beleggers geleden koersverlies daadwerkelijk door de overoptimistische (analyses in de) onderzoeksrapporten is veroorzaakt.

240. *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005). Zie over deze uitspraak ook Ryan 2005.

241. *Bastian v. Petren Resources Corporation*, 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990).

242. Het bewijs van *transaction causation* wordt dus geleverd via het *fraud-on-the-market*-vermoeden.

Aan het begin van de algemene beschouwing over *loss causation* legt de appelrechter uit waarin dit concept verschilt van het principe van *proximate cause* uit de *common law*.²⁴³

‘(...) A foreseeable injury at common law is one proximately caused by the defendant’s fault, but it cannot ordinarily be said that a drop in the value of a security is “caused” by the misstatements or omissions made about it, as opposed to the underlying circumstance that is concealed or misstated. Put another way, a misstatement or omission is the “proximate cause” of an investment loss *if the risk that caused the loss was within the zone of risk concealed by the misrepresentations and omissions* alleged by a disappointed investor.’ (curs. *ACWP*)

Loss causation kent dus een aanzienlijk strengere invulling. Voor de stelplicht van de belegger betekent dit het volgende.²⁴⁴

‘(...) [T]o establish loss causation, a plaintiff must allege (...) that the subject of the fraudulent statement or omission was the cause of the actual loss suffered, i.e., that the misstatement or omission *concealed something from the market that, when disclosed, negatively affected the value of the security*.’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

Evenals de Seventh Circuit reeds oordeelde in de eerdergenoemde Bastian-uitspraak, is dus ook de appelrechter van de Second Circuit nu van oordeel dat het bij *loss causation* gaat om de *materialization of the concealed risk*. Onder verwijzing naar zijn eerdere uitspraak *Castellano v. Young & Rubicam*²⁴⁵ legt hij dit criterium nader uit.²⁴⁶

‘If the significance of the truth is such as to cause a reasonable investor *to consider seriously a zone of risk that would be perceived as remote or highly unlikely* by one believing the fraud, and *the loss ultimately suffered is within that zone*, then a misrepresentation or omission as to that information may be deemed a foreseeable or proximate cause of the loss.’ (curs. *ACWP*)

De appelrechter benadrukt wel dat *materialization of the concealed risk* niet de enige relevante maatstaf is. Ook het vereiste van *foreseeability* blijft onverkort gelden.²⁴⁷

‘We acknowledge that the pleading principles (...) require *both* that the loss be *foreseeable* and that the loss be caused by the *materialization of the concealed risk* (...).’ (curs. *ACWP*)

243. *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161, 173 (2d Cir. 2005).

244. *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161, 173 (2d Cir. 2005).

245. *Castellano v. Young & Rubicam*, 257 F.3d 171, 188 (2d Cir.2001).

246. *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161, 173 (2d Cir. 2005).

247. *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161, 173 (2d Cir. 2005).

HOOFDSTUK 6

Vervolgens wordt wederom het eerdergenoemde ex post-perspectief van de *loss causation*-eis benadrukt:²⁴⁸

‘It is not enough to allege that a defendant’s misrepresentations and omissions induced a purchase-time value disparity between the price paid for a security and its true investment quality. Such an allegation (...) explains why a particular investment was made, but *does not speak to the relationship between the fraud and the loss of the investment.*’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

Het belang van bovenstaande uitspraak is erin gelegen dat voor het aannemen van *loss causation* de cumulatieve eisen van *foreseeability* en *materialization of the concealed risk* worden gesteld.²⁴⁹ De eerstgenoemde eis houdt in dat het geleden beleggingsverlies een voorzienbaar gevolg moet zijn van de misleidende informatie. De laatstgenoemde eis houdt in dat het risico waarop de misleiding betrekking had, zich uiteindelijk (ten kwade) moet hebben gerealiseerd, als gevolg waarvan het beleggingsverlies is ontstaan. In de laatstgenoemde eis wordt duidelijk het ex post-perspectief herkend dat voor *loss causation* tot uitgangspunt moet worden genomen. Het is waarschijnlijk ook vanwege deze eis dat Lentell de (in § 6.3.3 te bespreken) Dura-uitspraak van de Supreme Court heeft ‘overleefd’. Sterker nog, Lentell is ook in het post-Dura-tijdperk nog steeds een veel geciteerde uitspraak.

6.3.2.6 *Loss causation-perspectief is bepalend voor de schadevaststelling*

Tot besluit van deze paragraaf wil ik nog kort ingaan op het genoemde verschil tussen enerzijds het ex ante- en anderzijds het ex-post perspectief van *loss causation*. Het is van belang te benadrukken dat het hier niet louter om een theoretische kwestie gaat. Beide benaderingen kunnen namelijk tot een verschillende uitkomst leiden wat de (omvang van de) vast te stellen schade betreft. Ik zal dit toelichten aan de hand van een eenvoudig voorbeeld. Het voorbeeld neemt een vergelijkbare situatie tot uitgangspunt als in drie van de hiervoor behandelde uitspraken aan de orde was: de manager die zijn competentie (en/of integriteit) te gunstig voorstelt.

Stel dat bij een economisch gunstig klimaat met een bepaald project (toekomstige) netto-kasstroom²⁵⁰ kunnen worden gegenereerd die een

248. Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc, 396 F.3d 161, 174 (2d Cir. 2005).

249. Aldus ook Ryan 2005, p. 511-512.

250. Met ‘netto-kasstroom’ bedoel ik de inkomsten minus de uitgaven.

contante waarde ('CW') vertegenwoordigen van € 100 miljoen.²⁵¹ Deze kasstromen worden gegenereerd, ongeacht of het project wordt geleid door een goede dan wel een slechte manager. Is het economisch klimaat daarentegen ongunstig, dan is de omvang van de netto-kasstromen wel afhankelijk van de capaciteiten van de manager. Wordt het project in economisch slechte tijden geleid door een slechte manager, dan mislukt het project en levert het niets op. Wordt het project in economisch slechte tijden daarentegen geleid door een goede manager, dan genereert het een netto-kasstroom van € 50 miljoen. De goede manager bewijst dus vooral zijn waarde in economisch slechte tijden. Ik vat een en ander schematisch samen in de onderstaande tabel.

	Slechte manager	Goede manager
Gunstig klimaat	100 mln	100 mln
Ongunstig klimaat	0	50 mln

Verder wordt aangenomen dat (ex ante) zowel de kans op een economisch gunstig klimaat als de kans op een economisch ongunstig klimaat 50% is. Dit betekent dat (ex ante) het project een CW heeft van $(0.50 * 100 \text{ mln} + 0.50 * 50 \text{ mln}) = € 75 \text{ miljoen}$, wanneer het wordt geleid door een goede manager en het project een CW heeft van $(0.50 * 100 \text{ mln} + 0.50 * 0) = € 50 \text{ miljoen}$, wanneer het wordt geleid door een slechte manager. Stel nu dat een bepaalde slechte manager het desbetreffende project wil uitvoeren en daarvoor op zoek is naar externe financiering. Aangezien hij een zo hoog mogelijke financieringssom wenst aan te trekken, besluit hij in het (verplicht te publiceren) prospectus zijn managementcapaciteiten te rooskleurig voor te stellen.²⁵² In het prospectus vermeldt hij dat hij een goede manager is, terwijl hij in werkelijkheid een slechte manager is. Aangenomen wordt dat hij met het misleidende prospectus investeerders weet aan te trekken die samen het genoemde bedrag van € 75 miljoen bij elkaar brengen. Tevens wordt

251. Hoewel deze analyse betrekking heeft op het Amerikaanse recht, ga ik voor het gemak maar even uit van bedragen in euro's.

252. Dit misleidingsvoorbeeld is geïnspireerd op de casus van de in § 6.3.2.3 besproken uitspraak *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87 (2d Cir.2001). Zie in dit verband ook de uitspraak *Kelsey v. Allin*, 2016 WL 825236 (N.D. Ill. Mar. 2, 2016), waarin de misleiding eruit bestond dat de CEO had verzwegen dat hij bij een vorig bedrijf waar hij CEO was, was beschuldigd van fraude en de uitspraak *Greenhouse v. MCG Capital Corporation*, 392 F.3d 650 (4th Cir. 2004), waarin de misleiding eruit bestond dat de CEO in bij de SEC gedeponeerde documenten had medegedeeld dat hij over een academische graad in economie beschikte, terwijl dat in werkelijkheid niet zo was.

HOOFDSTUK 6

aangenomen dat in totaal 1 miljoen aandelen worden uitgegeven, zodat de prijs van één aandeel € 75 bedraagt. Vervolgens gaat het project van start en blijkt het economisch klimaat tegen te vallen. Het project mislukt en de investeerders verliezen hun ingelegde gelden.

De investeerders spreken daarna de manager in rechte aan uit hoofde van misleiding.²⁵³ Aangenomen wordt dat zij aannemelijk weten te maken dat zij zonder het misleidende prospectus niet – of niet onder dezelfde voorwaarden – in het project zouden hebben geïnvesteerd. Vervolgens is de vraag hoeveel de rechtens relevante schade bedraagt. Anders gesteld is de vraag voor welk deel van het beleggingsverlies is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation*. Wordt voor de ex ante-benadering gekozen, dan bedraagt de rechtens relevante schade € 25 per aandeel. Immers, het misleidende prospectus heeft de marktwaarde van het aandeel opgedreven van € 50 naar € 75. Wordt voor de ex post-benadering gekozen, dan bedraagt de rechtens relevante schade € 50 per aandeel. Zou de manager namelijk de capaciteiten hebben gehad zoals voorgesteld in het prospectus, dan zou het project € 50 miljoen aan netto-kasstromen hebben gegenereerd en dan zouden de beleggers – in plaats van hun volledige inleg – slechts een derde van hun investering hebben verloren.²⁵⁴

Het schadebedrag van € 50 per aandeel bij de ex post-benadering kan ook nog op een andere manier worden beredeneerd. Indachtig de maatstaf *materialization of the concealed risk* zou men kunnen zeggen dat dit aandeel het *specifieke* risico in zich draagt dat het in economisch slechte tijden *extra* slecht rendert. Het project wordt (in werkelijkheid) immers geleid door een slechte manager en bij een slecht economisch klimaat bedraagt het verlies dan € 75 (in plaats van € 25) per aandeel. Maar omdat de managementcapaciteiten in het prospectus te rooskleurig worden voorgesteld, zijn de beleggers zich niet van dit risico bewust. Blijkt het economisch klimaat vervolgens inderdaad ongunstig uit te pakken en het specifieke risico zich daardoor te realiseren, dan is voor het volledige *daaruit* voortvloeiende beleggingsverlies van € 50 voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation*. Men zou het ook nog aldus kunnen zien, dat vanwege het zich tijdens (de voortgang van) het project ontwikkelende ongunstige economisch klimaat, de door de misleiding

253. Ik abstraheer gemakshalve even van de bestuurdersaansprakelijkheidsproblematiek en neem aan dat de manager een rechtens relevant verwijt kan worden gemaakt.

254. Dit wil nog niet zeggen dat de vastgestelde schade van € 50 per aandeel daadwerkelijk volledig wordt vergoed. Zeker wanneer het hier om een *fraud-on-the-market*-zaak zou gaan, acht ik goed denkbaar dat slechts het bedrag van € 25 per aandeel wordt vergoed. In de hoofdtekst spreek ik daarom ook bewust van *schadevaststelling* en niet van *schadevergoeding*.

veroorzaakte prijsinflatie toeneemt van € 25 aan het begin van het project tot € 50 aan het eind van het project (ervan uitgaande dat de misleiding niet voortijdig bekend wordt).^{255, 256} Een ex post-benadering van *loss causation* stelt de schade vervolgens vast op het bedrag van de prijsinflatie aan het eind van het tijdvak van de misleiding, hetgeen resulteert in een schadebedrag van € 50 per aandeel.²⁵⁷ Volledigheidshalve geef ik de schadevaststelling schematisch weer in de onderstaande tabel.

	Begin project	Inflatie	Eind project	Inflatie
Marktprijs	75	25	50	50
Intrinsieke waarde	50		0	

Bovenstaand voorbeeld laat zien dat het vastgestelde schadebedrag afhankelijk is van het perspectief dat voor (het oordeel over) *loss causation* tot uitgangspunt wordt genomen.

6.3.3 *Uitleg loss causation door Supreme Court in Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*

Het duurde tot 2005 voordat de Supreme Court zich voor het eerst (richtinggevend) uitliet over *loss causation*. Dat deed hij in de zaak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*.²⁵⁸ In het hiernavolgende wordt eerst kort het procesverloop beschreven, vervolgens worden de belangrijkste overwegingen van de Supreme Court weergegeven en daarna worden deze overwegingen besproken en geanalyseerd.²⁵⁹

255. Bewust spreek ik hier van ‘prijsinflatie’ in plaats van ‘koersinflatie’, omdat het beschreven feitencomplex niet direct doet denken aan een *fraud-on-the-market*-zaak. Worden de desbetreffende effecten niet op de publieke effectenmarkt verhandeld, dan is geen beurskoers voor handen.

256. Voor een enigszins vergelijkbaar geval van een als gevolg van de *materialization of the concealed risk* toenemende koersinflatie over het tijdvak van de misleiding wijs ik op de uitspraak *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674, 689-692 (5th Cir. 2015). Dit betrof overigens een *fraud-on-the-market*-zaak.

257. Zou het hier om een *fraud-on-the-market*-zaak gaan, dan wil dat zoals ik al opmerkte nog niet zeggen dat het volledige schadebedrag van € 50 per aandeel daadwerkelijk wordt vergoed. Goed verdedigbaar is dat slechts het bedrag van € 25 per aandeel wordt vergoed.

258. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

259. Zie over de *Dura*-uitspraak in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 194-200.

HOOFDSTUK 6

a. Procesverloop

In deze zaak waren de eisende beleggers (beweerdelijk) misleid bij de aankoop van hun aandelen (in beursfonds) Dura Pharmaceuticals Inc. (hierna: 'Dura'). Dura had voorafgaand aan hun aankoop misleidende mededelingen gedaan over de verwachte goedkeuring van een nieuw astmamedicijn. Volgens de beleggers hadden deze mededelingen de beurskoers (kunstmatig) opgedreven. Hierdoor meenden zij een te hoge prijs voor hun aandeel te hebben betaald en aldus hadden zij schade geleden. Zij stellen Dura hiervoor aansprakelijk. De District Court wijst de vordering af, omdat de beleggers onvoldoende hebben gesteld ten aanzien van de vereisten *scienter* en *loss causation*.²⁶⁰ In hoger beroep hebben de beleggers meer succes. Volgens de appelrechter van de Ninth Circuit hebben zij (wat het vereiste van *loss causation* betreft) voldoende aan hun stelplicht voldaan en had de District Court hun vordering niet op die grond mogen afwijzen.²⁶¹

'In a fraud-on-the-market case, plaintiffs establish loss causation if they have shown that *the price on the date of purchase was inflated* because of the misrepresentation. (...) Accordingly (...) *it is not necessary that a disclosure and subsequent drop in the market price of the stock have actually occurred, because the injury occurs at the time of the transaction.* (...) Thus, loss causation *does not require pleading a stock price drop following a corrective disclosure* (...). It merely requires pleading that *the price at the time of purchase was overstated* (...).' (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

Dura dient tegen dit oordeel een *certiorari*-verzoek²⁶² in en dat wordt toegewezen.

b. Uitspraak Supreme Court

Volgens de Supreme Court getuigt het oordeel van de appelrechter van een onjuiste rechtsopvatting. Ik loop de relevante overwegingen stapsgewijs langs.

(i) Naar het oordeel van de Supreme Court geldt in *fraud-on-the-market*-zaken dat '*an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant loss*'. Hij motiveert dit als volgt:²⁶³

'For one thing, as a matter of pure logic, at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss; the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that *at that instant* possesses equivalent value.'

260. Zie *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 340 (2005).

261. *Broudo v. Dura Pharmaceuticals Inc.*, 339 F.3d 933, 938 (9th Cir. 2003).

262. De *certiorari*-procedure is de procedure van de Supreme Court waarin hij beslist of een bepaalde zaak al dan niet in behandeling wordt genomen. Ik wijs erop dat slechts een klein percentage van de jaarlijks vele duizenden verzoeken wordt toegewezen.

263. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

Moreover, the logical link between the inflated share purchase price and any later economic loss is not invariably strong. Shares are normally purchased with an eye toward a later sale. But if, say, the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss. If the purchaser sells later after the truth makes its way into the marketplace, an initially inflated purchase price *might* mean a later loss. But that is far from inevitably so. When the purchaser subsequently resells such shares, even at a lower price, that lower price may reflect, not the earlier misrepresentation, but changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions, or other events, which taken separately or together account for some or all of that lower price.’

Hij voegt hieraan toe dat een kunstmatig hoge koopprijs weliswaar een *noodzakelijke* voorwaarde is voor het intreden van rechtens relevante schade, maar dat het – juridisch gezien – geen *voldoende* voorwaarde is.²⁶⁴

‘(...) the higher purchase price will sometimes play a role in bringing about a future loss. It may prove to be a *necessary condition of any such loss*, and in that sense one might say that the inflated purchase price suggests that the misrepresentation (...) “touches upon” a later economic loss. (...) But, even if that is so, it is *insufficient*. To “touch upon” a loss is not to cause a loss, and it is the latter that the law requires.’ (curs. *ACWP*)

(ii) De Supreme Court voert nog andere argumenten aan waarom (het aantonen van) een kunstmatig hoge koopprijs op zichzelf onvoldoende is voor het aannemen van *loss causation*. Ten eerste vindt de benadering van de appelrechter onvoldoende steun in de precedënten en daarnaast is zij strijdig met basisprincipes van de *common law*:²⁶⁵

‘(...) the Ninth Circuit’s holding lacks support in precedent. Judicially implied private securities fraud actions resemble in many (...) respects common-law deceit and misrepresentation actions. (...) the common law has long insisted that a plaintiff in [a misrepresentation case] show (...) not only that had he known the truth he would not have acted *but also that he suffered actual economic loss*. (...) Indeed, the Restatement of Torts, in setting forth the judicial consensus, says that a person who “misrepresents the financial condition of a corporation in order to sell its stock” becomes liable to a relying purchaser “for the loss” the purchaser sustains “when the facts ... become generally known” and “as a result” share value “depreciate[s].” (toevoeging en curs. *ACWP*)

264. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

265. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 343-345 (2005).

HOOFDSTUK 6

(iii) Ook is de benadering van de appelrechter in strijd met doel en strekking van het Amerikaanse effectenrecht:²⁶⁶

‘(...) the Ninth Circuit’s approach overlooks an important securities law objective. The securities statutes seek to maintain public confidence in the marketplace. (...) They do so by deterring fraud, in part, through the availability of private securities fraud actions. (...) But the statutes make these latter actions available, *not to provide investors with broad insurance against market losses, but to protect them against those economic losses that misrepresentations actually cause.*’ (curs. *ACWP*)

(iv) Verder veronachtzaamt de appelrechter met zijn benadering de traditionele aansprakelijkheidsvereisten *transaction causation* en *loss causation*:²⁶⁷

‘(...) the Ninth Circuit’s approach would allow recovery where a misrepresentation leads to an inflated purchase price *but nonetheless does not proximately cause any economic loss*. That is to say, it would permit recovery where these two traditional elements [transaction causation and loss causation] in fact are missing.’ (toevoeging en curs. *ACWP*)

(v) De Supreme Court vat het voorgaande als volgt samen:²⁶⁸

‘In sum, we find the Ninth Circuit’s approach inconsistent with the law’s requirement that a plaintiff prove that the defendant’s misrepresentation (...) proximately caused the plaintiff’s economic loss. *We need not, and do not, consider other proximate cause or loss-related questions.*’ (curs. *ACWP*)

(vi) De Supreme Court geeft vervolgens enige indicatie over hoe de belegger wel adequaat aan zijn stelplicht kan voldoen:²⁶⁹

‘(...) the complaint nowhere (...) provides the defendants with notice of *what the relevant economic loss might be or of what the causal connection might be* between that loss and the misrepresentation concerning Dura’s “spray device.” We concede that ordinary pleading rules are not meant to impose a great burden upon a plaintiff. But it should not prove burdensome for a plaintiff who has suffered an economic loss to provide a defendant with *some indication of the loss and the causal connection that the plaintiff has in mind.*’ (curs. *ACWP*)

266. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 345 (2005).

267. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 346 (2005).

268. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 346 (2005).

269. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 347 (2005).

(vii) In zijn slotoverweging ‘verraadt’ de Supreme Court dat zijn oordeel mede is ingegeven door rechtspolitieke overwegingen:²⁷⁰

‘(...) allowing a plaintiff to forgo giving any indication of the economic loss and proximate cause that the plaintiff has in mind would bring about harm of the very sort the statutes seek to avoid. (...) It would permit a plaintiff with a largely groundless claim to simply take up the time of a number of other people, with the right to do so representing an in terrorem increment of the settlement value, rather than a reasonably founded hope that the [discovery] process will reveal relevant evidence. *Such a rule would tend to transform a private securities action into a partial downside insurance policy.*’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

c. Analyse en commentaar

Ad (i) Naar het oordeel van de Supreme Court hoeft het betalen van een kunstmatig hoge koopprijs op zichzelf niet te betekenen dat als gevolg van de misleiding *rechtens relevante* schade wordt geleden. Vanaf het moment dat de belegger het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, kan namelijk nog van alles gebeuren alvorens de koersinflatie zich (aan de buitenwereld) manifesteert in de vorm van een koersdaling. De belegger kan bijvoorbeeld zijn aandeel tussentijds verkopen en de potentiële koersschade daarmee afwenden. Ook is denkbaar dat externe factoren zodanig op de koersinflatie inwerken, dat deze al is verdampt alvorens die zich kan materialiseren in de vorm van rechtens relevante schade (de Supreme Court noemt dit scenario overigens niet expliciet). Volgens de Supreme Court is pas sprake van *rechtens relevante* schade als en voor zover de misleiding naar buiten komt en de koers *dientengevolge* daalt. De belegger dus die (kan aantonen dat hij) zijn aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, dit daarna met verlies heeft verkocht en de rekening van dit verlies vervolgens aan de vennootschap (en/of andere bij de misleiding betrokken partijen) presenteert, hoeft op zichzelf nog niet voor schadevergoeding in aanmerking te komen. Goed mogelijk is immers dat de koersinflatie op het moment van verkoop nog in de koers zat en dat zijn koersverlies is veroorzaakt door ‘*changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions, or other events*’, of dat de koersinflatie op het moment van verkoop reeds uit de koers was verdwenen doordat (één van) voormelde factoren daarop in negatieve zin inwerkte(n). Deze belegger heeft daarom pas recht op schadevergoeding, als hij aannemelijk kan maken dat zijn koersverlies geheel of gedeeltelijk is terug te voeren op zich aan de buitenwereld manifesterende koersinflatie.

270. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 347 (2005).

HOOFDSTUK 6

De regel dat pas sprake is van rechtens relevante schade als en voor zover de misleiding bekend is geworden (en de koers *dientengevolge* is gedaald), heeft de volgende twee (materieelrechtelijke) implicaties. In de eerste plaats impliceert zij dat de beleggers die hun aandeel tegen een geïnfleerde koers hebben gekocht en dit vervolgens, voordat de misleiding bekend is geworden (en de koersinflatie uit de koers is gelopen) weer hebben verkocht, geen recht hebben op schadevergoeding. De Supreme Court overweegt dit expliciet: ‘(...) *if (...) the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss*’. Dat de tussentijdse verkopers geen recht hebben op schadevergoeding, geldt mijns inziens ook in het scenario waarin (onder invloed van externe factoren) de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen en het door de tussentijdse verkopers geleden koersverlies geheel of gedeeltelijk op deze afname is terug te voeren.²⁷¹ Dit koersverlies bestaat (ten minste) uit het verschil tussen de koersinflatie op het moment van aankoop en de koersinflatie op het moment van verkoop en staat onmiskenbaar in csqn-verband met de misleiding.²⁷² In de tweede plaats geldt in het scenario waarin als gevolg van een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen, dat voor de beleggers die hun aandeel tot na bekendwording van de misleiding hebben aangehouden, slechts het (kleinere) bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt.²⁷³ Dit laatste overweegt de Supreme Court weliswaar niet expliciet, maar dit is mijns inziens af te leiden uit de volgende passage: ‘(...) *one might say that the inflated purchase price suggests that the misrepresentation (...) “touches upon” a later economic loss. (...) But, even if that is so, it is insufficient. To “touch upon” a loss is not to cause a loss, and it is the latter that the law*

-
271. Aldus ook Tabak 2007b, p. 10-12; Dunbar & Mayer 2006, p. 14-18; Ferrell & Saha 2007, p. 170-172. Anders Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 105-106. Volgens Fox heeft de Supreme Court zich over dit scenario niet uitgelaten, zie Fox 2005b, p. 1575. Dat tussentijdse verkopers in het genoemde scenario geen recht hebben op schadevergoeding, blijkt ook uit de lagere rechtspraak die na Dura is verschenen, zie onder meer Glaser v. Enzo Bichem, Inc., 464 F.3d 474 (4th Cir. 2006); In re Flag Telecom Holdings, Ltd. Securities Litigation, 574 F.3d 29 (2d Cir. 2009).
272. Behoudens het koersverlies bestaande uit het genoemde verschil, kunnen de tussentijdse verkopers uiteraard ook nog koersverlies hebben geleden als gevolg van externe factoren die met de misleiding geen enkel verband hielden.
273. Zie Tabak 2007b, p. 10-12; Dunbar & Mayer 2006, p. 14-18; Ferrell & Saha 2007, p. 170-172; Ferrell & Saha 2012, p. 374-375. Anders Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 105-106. Zie ook de uitspraak In re Daou Systems, Inc., Securities Litigation, 411 F.3d 1006, 1026-1027 (9th Cir. 2005). En zie ook reeds de twee maanden vóór Dura gewezen uitspraak In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 2005 WL 375314, at *6-7 (S.D.N.Y. Feb. 17, 2005).

requires.' Hier staat dat '*touching upon an economic loss*' niet voldoende is voor het aannemen van juridisch causaal verband. Nu is het zo dat als de koersinflatie afneemt omdat externe factoren daarop inwerken, dit ook voor de beleggers die hun aandeel tot na de bekendwording van de misleiding aanhouden, zonder meer tot koersverlies leidt. Dit koersverlies staat onmiskenbaar in csqn-verband met de misleiding en kan door deze beleggers niet meer worden terugverdiend. Toch komt het – althans zo lees ik voormelde overweging – niet voor vergoeding in aanmerking, omdat niet is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation*. De redenering van de Supreme Court is dat dit koersverlies weliswaar 'raakt' aan de misleiding, maar dat het – juridisch gezien – niet wordt geacht door de misleiding te zijn veroorzaakt. Dit koersverlies is immers *primair* veroorzaakt door (een interferentie van de koersinflatie met) *changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry-specific or firm-specific facts, conditions, or other events*.²⁷⁴

Uitgaande van de regel dat koersverlies pas kan worden geacht door de misleiding te zijn veroorzaakt, voor zover de misleiding bekend is geworden en de koers *dientengevolge* is gedaald, wijs ik erop dat de overweging '*If the purchaser sells later after the truth makes its way into the marketplace, an initially inflated purchase price might mean a later loss*' ongelukkig is geformuleerd.²⁷⁵ Als namelijk eenmaal is vastgesteld dat de eisende belegger zijn aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht en hij dit pas heeft verkocht nadat de misleiding al bekend was geworden, staat daarmee in beginsel vast dat hij als gevolg van de misleiding *rechtens relevante* schade heeft geleden.²⁷⁶ Op een efficiënte markt mag men er immers van uitgaan dat met het bekend worden van de misleiding de inflatie volledig uit de koers is gelopen.²⁷⁷ Er had dus moeten staan: '*an initially inflated purchase price WILL mean a later loss*'.²⁷⁸ Iets anders is – en dit verklaart misschien de verwarring van de Supreme Court – dat de zojuist genoemde belegger wellicht niet aannemelijk kan maken *hoe en wanneer* de inflatie precies uit de koers is gelopen. Als dit bijvoorbeeld is

274. In termen van *proximate causation* zou men kunnen zeggen dat de meest nabije oorzaak van dit koersverlies is gelegen in (een interferentie van de koersinflatie met) de in de hoofdtekst genoemde factoren.

275. Zie hierover ook Fox 2005b, p. 1569.

276. De enige uitzondering hierop is het scenario waarin externe factoren zodanig (negatief) op de koersinflatie hebben ingewerkt, dat deze op het moment van de bekendwording van de misleiding al volledig was verdamp. Dit is een onwaarschijnlijk – doch niet onmogelijk – scenario.

277. Aangezien *transaction causation* in deze zaak werd aangenomen op grond van het *fraud-on-the-market*-vermoeden, mag ervan worden uitgegaan dat sprake was van een efficiënte markt.

278. Vgl. Fox 2005a, p. 1569.

HOOFDSTUK 6

gebeurd via een lek waardoor handel met voorkennis is ontstaan, heeft dit waarschijnlijk niet geleid tot een expliciete koersreactie en dan is dat inderdaad lastig aan te tonen. Voor het antwoord op de vraag of deze belegger als gevolg van de misleiding *frechtens relevante* schade heeft geleden, zou dit echter niet moeten uitmaken. Uitgangspunt bij de redenering was immers dát hij zijn aandeel tegen een geïnflateerde koers had gekocht. Als hij het vervolgens tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, weet men zeker dat (een deel van) zijn koersverlies door de misleiding is veroorzaakt. Weer iets anders is, dat wanneer (in het processuele debat) onduidelijk is hoe de misleiding precies bekend is geworden en de inflatie uit de koers is gelopen, wellicht twijfel rijst over de vraag of de misleiding überhaupt wel een koerseffect heeft gehad.²⁷⁹ Dit is denk ik de kern waar het bij de causaliteitsvraag in *fraud-on-the-market*-zaken om draait en vermoedelijk is dit het probleem waar de Supreme Court op doelde (zie ook hierna ad(vii)). Dit doet echter nog steeds niets af aan de onjuistheid van de zojuist geciteerde overweging, omdat de aanname nu juist was dát de koers kunstmatig was geïnflateerd.

De door de Supreme Court geformuleerde causaliteitsregel heeft – behoudens de eerdergenoemde materieelrechtelijke implicaties – ook nog een belangrijke bewijsrechtelijke implicatie. Zij zegt namelijk iets over het *type bewijs* dat wordt toegelaten om aan te tonen dat de misleidende informatie de koers kunstmatig heeft beïnvloed.²⁸⁰ Zo kan uit deze regel worden afgeleid dat voor het aantonen van (het bestaan van) koersinflatie het leveren van een *indirect* bewijs niet volstaat. Met het leveren van indirect bewijs bedoel ik dat uit de enkele vaststelling dat de litigieuze mededeling of omissie *material* was, wordt afgeleid dat zij de koers heeft beïnvloed.²⁸¹ Voor het aantonen van koersinflatie is – naast het bewijs van *materiality* – in beginsel tevens vereist dat wordt bewezen dat de *gestelde* koersinflatie op een zeker moment weer uit de koers is gelopen en de koers daardoor is gedaald.²⁸² Niet zelden zal dit in de praktijk neerkomen op een zware bewijslast. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan de situatie waarin de misleiding in werkelijkheid wel tot

279. Zie over dit probleem uitgebreid Coffee 2005, p. 536-541.

280. Aldus Fox 2005a, p. 522-525. Zie in dit verband ook Fox 2005b, p. 1568-1569.

281. De benadering van de appelrechter lijkt erop neer te komen dat deze wijze van indirecte bewijslevering wel is toegestaan.

282. Bewust zeg ik ‘in beginsel’. In de situatie waarin de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling en waarin de daarin vervatte informatie voor de markt als een (positieve) verrassing kwam, kan (het bestaan van) koersinflatie namelijk ook worden bewezen door aan te tonen dat de misleidende mededeling (op het moment van publicatie) een residuele koersstijging tot gevolg had.

koersinflatie heeft geleid, maar waarin dat (zonder grondig onderzoek) voor de buitenwereld verborgen blijft, omdat zowel toen de misleiding begon als toen zij naar buiten kwam, geen (significante) koersreactie was te ontwaren.²⁸³

Ad (ii) Dat de Supreme Court zich ter motivering van zijn oordeel beroept op precedents uit de *common law* en op de *Restatement (Second) of Torts*,²⁸⁴ is weinig overtuigend. Het moge zo zijn dat de benadering van de appelrechter met deze bronnen in strijd is, maar op zichzelf zegt dat weinig over de voorliggende causaliteitsvraag.²⁸⁵ Het belangrijkste verschil tussen de Dura-zaak en de aangehaalde *common law*-precedents is dat Dura een *fraud-on-the-market*-zaak is, terwijl de *common law*-precedents alle *face-to-face*-transacties betreffen.²⁸⁶ Hetzelfde geldt voor de geciteerde passage uit de *Restatement of (Second) Torts*. Ook die passage heeft primair betrekking op misleiding in het kader van een *face-to-face*-transactie en/of een aandelenuitgifte en niet zozeer op misleiding bij een (secundaire markt)transactie op de publieke effectenmarkt. Dat men in geval van misleiding bij een *face-to-face*-transactie of primaire markttransactie de eis aanlegt dat (kan worden vastgesteld dat) de misleidende informatie daadwerkelijk heeft geresulteerd in een *ex post*-beleggingsverlies, is op zichzelf niet onbegrijpelijk. Bij zulke transacties is namelijk geen sprake van een efficiënte secundaire markt waarbij *ex ante* het prijseffect van de misleiding gemakkelijk kan worden vastgesteld.²⁸⁷ De voor de hand liggende manier om in zo'n geval de door de misleiding veroorzaakte schade vast te stellen is daarom het *ex post* bepalen van het deel van het (totale) beleggingsverlies dat (direct) is terug te voeren op de misleidende informatie. Dit resultaat kan worden bereikt door in het kader van (het oordeel over) *transaction causation* het uitgangspunt te hanteren dat de belegger zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, om vervolgens in het kader van (het oordeel over) *loss causation* het door externe factoren veroorzaakte beleggingsverlies op het totale verlies in mindering

283. Een voor de hand liggende verklaring voor het feit dat geen koersreactie werd geobserveerd toen de misleiding begon, kan bijvoorbeeld zijn dat de misleiding bestond uit het *niet* publiceren van voorwetenschap of uit het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen.

284. Restatement (Second) of Torts, § 548A ('Legal Causation of Pecuniary Loss').

285. Vgl. Fox 2005b, p. 1570.

286. Met name Fox is een vurig pleitbezorger van de gedachte dat *loss causation* in beide type zaken een geheel andere betekenis heeft, zie uitgebreid Fox 2005a, p. 507-519 en Fox 2005b, p. 1547-1551.

287. Zie over deze problematiek in het kader van een zogenoemde 'Initial Public Offering' (ook wel aangeduid als 'IPO') § 5.3.8.

HOOFDSTUK 6

te brengen. Bij deze systematiek komt aan de *loss causation*-eis dus echt zelfstandige betekenis toe. Deze zelfstandige betekenis heeft zij in veel mindere mate in *fraud-on-the-market*-zaken. Daar is veelal het uitgangspunt dat de belegger ook zonder de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. In het kader van de schadevaststelling moet dan vervolgens worden bepaald welk bedrag de belegger te veel voor zijn aandeel heeft betaald (het zogenoemde ‘out-of-pocket’-bedrag). Het hanteren van een ex ante-perspectief ligt nu meer voor de hand dan bij een *face-to-face*-transactie en/of primaire markttransactie, omdat in *fraud-on-the-market*-zaken (per definitie) wel sprake is van een efficiënte (secundaire) markt.^{288, 289} Bij het aldus (ex ante) vaststellen van de door de misleiding veroorzaakte koersschade is *loss causation* als afzonderlijke causaliteitshorde in beginsel overbodig, aangezien de gehanteerde *out-of-pocket*-maatstaf reeds waarborgt dat beleggingsverlies dat niet direct op de misleidende informatie is terug te voeren, niet voor vergoeding in aanmerking komt.²⁹⁰

Ad (iii) Volgens de Supreme Court is de benadering van de appelrechter tevens in strijd met doel en strekking van het Amerikaanse effectenrecht. Het doel (van de *implied remedies*) van het effectenrecht is niet om als een verzekeringspolis te fungeren tegen algemene beleggingsverliezen, maar slechts om de belegger te beschermen tegen beleggingsverliezen die daadwerkelijk door de misleiding zijn veroorzaakt. Mijns inziens overdrijft de Supreme Court hier een beetje en wordt hier ten onrechte gesuggereerd dat de benadering van de appelrechter erop neer zou komen dat (koersverliezen voortkomend uit) algemene beleggingsrisico’s worden vergoed. In algemene zin acht ik deze suggestie onjuist. Ook in de benadering van de appelrechter hebben de door de misleiding benadeelde beleggers in beginsel slechts recht op vergoeding van de koersverliezen die daadwerkelijk door de misleiding zijn veroorzaakt. De route waarlangs

288. Er is ‘per definitie’ sprake van een efficiënte markt, omdat bij afwezigheid daarvan de eisende beleggers niet van het *fraud-on-the-market*-vermoeden zouden kunnen profiteren. En zonder de beschikbaarheid van het *fraud-on-the-market*-vermoeden zou *transaction causation* waarschijnlijk niet kunnen worden aangenomen en zou de aansprakelijkheid van de vennootschap reeds daarop afstuiten.

289. Zie voor een uitgebreide(re) motivering van het standpunt dat *loss causation* als afzonderlijke causaliteitseis in *fraud-on-the-market*-zaken in beginsel weinig toegevoegde waarde heeft Fox 2005a, p. 513-519 en Fox 2005b, p. 1547-1551.

290. Bewust zeg ik dat *loss causation* ‘in beginsel’ overbodig is als afzonderlijke causaliteitshorde. De *loss causation*-eis kan in deze benadering namelijk nog wel steeds dienst doen als onderscheidingscriterium bij het antwoord op de vraag wanneer door beleggers geleden beleggingsverlies kan worden aangemerkt als *rehtens relevante* schade en als toerekeningscriterium bij het antwoord op de vraag in welke mate dit beleggingsverlies aan de aansprakelijke kan worden toegerekend.

dit resultaat wordt bereikt, is echter een andere dan die van de Supreme Court. Waar de Supreme Court het *loss causation*-vereiste gebruikt om de schadevergoeding van de belegger in te perken, doet de appelrechter dat via de schadebegrotingsmaatstaf. Zo wordt in de Ninth Circuit in *fraud-on-the-market*-zaken de schade al sinds en jaar dag begroot via de *out-of-pocket*-maatstaf.²⁹¹ In de Dura-uitspraak kwam dat echter niet goed uit de verf, omdat de zaak zich nog bevond in de zogenoemde ‘pleading stage’. De *pleading stage* is de beginfase van een aansprakelijkheids-procedure en in deze fase is (toekenning van) schadevergoeding nog niet aan de orde.

Bij schadevaststelling via de *out-of-pocket*-maatstaf wordt in het gebruikelijke scenario van een over het tijdvak van de misleiding constante koersinflatie, in de benadering van de appelrechter exact dezelfde uitkomst bereikt als de Supreme Court voor ogen staat.²⁹² De belegger die zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, heeft in dat geval namelijk slechts recht op vergoeding van het bedrag dat hij op het moment van aankoop te veel voor zijn aandeel heeft betaald. Eventueel extra koersverlies dat hij heeft geleden voortkomend uit algemene beleggingsrisico’s, wordt niet vergoed. De belegger die zijn aandeel tussentijds heeft verkocht, heeft in het scenario van een constante koersinflatie in de benadering van de appelrechter *in het geheel geen* recht op schadevergoeding. De door hem met zijn tussentijdse verkoop terugverdiende koersinflatie wordt immers op de betaalde koersinflatie in mindering gebracht en dat leidt – uitgaande van een constante koersinflatie – tot een schadebedrag van nul.

Alleen in het scenario waarin de koersinflatie vanwege een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen, zou men kunnen zeggen dat in de benadering van de appelrechter algemene beleggingsrisico’s *gedeeltelijk* worden gecompenseerd. In dat geval heeft de belegger die zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, namelijk recht

291. Zie in dit verband de bekende en nadien veel geciteerde *concurring opinion* van Judge Sneed bij de uitspraak *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1344-1346 (9th Cir. 1976).

292. Om bij beide benaderingen dezelfde uitkomst te bereiken, is strikt genomen niet eens vereist dat de koersinflatie over het gehele tijdvak van de misleiding constant is. Ook in het scenario waarin de misleiding geleidelijk bekend wordt en de koersinflatie daardoor geleidelijk uit de koers loopt, komt men bij beide benaderingen – althans in theorie – op dezelfde uitkomst uit. Alleen in het scenario waarin de koersinflatie vanwege een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding afneemt, leiden beide benaderingen tot een verschillende uitkomst. Zie over dit scenario hierna.

HOOFDSTUK 6

op vergoeding van het totale bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop.²⁹³ Volgens de Supreme Court zou deze belegger echter slechts recht moeten hebben op vergoeding van het kleinere bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding (zie hiervoor ad (i)). En de belegger die zijn aandeel tussentijds heeft verkocht, heeft bij een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie in de benadering van de appelrechter recht op schadevergoeding ten bedrage van het verschil tussen de koersinflatie op het moment van aankoop en de koersinflatie op het moment van verkoop. Volgens de Supreme Court zou deze belegger echter *in het geheel* geen recht moeten hebben op schadevergoeding (zie hiervoor ad (i)).

Ad (iv) Naar het oordeel van de Supreme Court heeft de benadering van de appelrechter tot gevolg dat de belegger wordt gecompenseerd voor koersverliezen die niet in voldoende causaal verband staan met de misleiding. Dit is volgens de Supreme Court zelfs het geval als vaststaat dat de misleiding de koers heeft beïnvloed (*‘[the] misrepresentation leads to an inflated purchase price but nonetheless does not proximately cause any economic loss’*). Om dezelfde reden als beschreven hiervoor ad (iii) acht ik dit oordeel in algemene zin onjuist. Als namelijk eenmaal is vastgesteld dat de misleiding de koers heeft beïnvloed, heeft in het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding constant was, de belegger die zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, volgens de appelrechter slechts recht op schadevergoeding ter hoogte van het bedrag van de koersinflatie.²⁹⁴ Toen de misleiding bekend werd, manifesteerde deze koersinflatie zich in de vorm van een koersdaling en deze koersdaling is – ook in de benadering van de Supreme Court – *‘proximately caused’* door de misleiding. Iets anders is dat de eisende belegger wellicht niet kan aantonen hoe en wanneer de koersinflatie precies uit de koers is gelopen. Voor het antwoord op de vraag of hij als gevolg van de misleiding koersverlies heeft geleden dat – ook in de benadering van de Supreme Court – in voldoende causaal verband staat met de misleiding, zou dit echter niet moeten uitmaken. Het uitgangspunt was immers dát de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed (*‘[the] misrepresentation leads to an inflated purchase price’*). Voor de belegger die zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, weet men dan zeker dat hij *rechtens relevante* schade heeft geleden.

293. Dat is het bedrag dat via de *out-of-pocket*-maatstaf wordt verkregen.

294. Ik acht het oordeel van de Supreme Court ook in algemene zin onjuist voor de belegger die zijn aandeel tussentijds heeft verkocht. Gemakshalve beperk ik mij hier echter tot de belegger die zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden.

Alleen in het scenario waarin de koersinflatie vanwege een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen, zou men kunnen zeggen dat de benadering van de appelrechter tot gevolg heeft dat de belegger *gedeeltelijk* wordt gecompenseerd voor koersverliezen die niet in voldoende causaal verband staan met de misleiding. In dat geval heeft de belegger die zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, volgens de appelrechter namelijk recht op vergoeding van het totale bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop en niet slechts op het (kleinere) bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding.²⁹⁵ Ook voor zover de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding onder invloed van externe factoren is afgenomen, komt het daardoor veroorzaakte koersverlies volgens de appelrechter dus voor vergoeding in aanmerking. Naar het oordeel van de Supreme Court staat dit stukje koersverlies echter niet in voldoende causaal verband staat met de misleiding, omdat het – althans in zijn benadering – *primair* is veroorzaakt door de externe factoren die (negatief) op de koersinflatie inwerkten.

Ad (v) De Supreme Court benadrukt dat hij zich in deze uitspraak alleen maar uitlaat over de vraag *wanneer* koersverlies – in juridische zin – kan worden geacht in voldoende causaal verband te staan met de misleiding (of anders gezegd: *wanneer* koersverlies kan worden aangemerkt als *rechtens relevante* schade). Hij refereert in dit verband aan het vereiste van ‘*proximate cause*’, maar laat verder uitdrukkelijk in het midden aan de hand van welke (andere) maatstaven kan worden bepaald of, en zo ja, in welk mate, als gevolg van misleiding geleden koersverlies voor vergoeding in aanmerking komt.

Ad (vi) Ondanks de (relatief) strenge interpretatie van de *loss causation*-eis, lijkt de Supreme Court de stelplicht van de belegger niet al te zwaar te willen aanzetten. Als de belegger enige indicatie kan geven van het door hem geleden koersverlies en enige indicatie van hoe dit koersverlies is gerelateerd aan de misleidende informatie, heeft hij daarmee aan zijn stelplicht voldaan.²⁹⁶

295. De benadering van de appelrechter heeft ook voor de tussentijdse verkoper tot gevolg dat hij *gedeeltelijk* wordt gecompenseerd voor koersverliezen die niet in voldoende causaal verband staan met de misleiding. Gemakshalve beperk ik mij hier echter wederom tot de belegger die zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden.

296. Heeft de belegger aan zijn stelplicht voldaan, dan betekent dit dat een door de gedaagde ingediende ‘*motion to dismiss*’ zal worden afgewezen.

HOOFDSTUK 6

Ad (vii) In de slotoverweging lezen we wat – naar ik aanneem – de werkelijke beweegredenen zijn van de Supreme Court voor zijn benadering van het *loss causation*-vraagstuk. De Supreme Court wijst hier op het zogenoemde ‘in terrorem’ effect op schikkingsonderhandelingen waartoe een soepele(re) invulling van de *loss causation*-eis kan leiden. Waarschijnlijk doelt hij hier op een bezwaar dat aan de benadering van de (appelrechter van de) Ninth Circuit is verbonden en waarop in de literatuur (door onder meer Coffee) is gewezen.²⁹⁷ Dit bezwaar is dat zij (te zeer) als een uitnodiging werkt voor speculanten (lees: *class action* advocaten) om op lichte gronden een schadevergoedingsvordering in te stellen. Wat deze speculanten doen, is de markt afstruinen en kijken welke beursfondsen onlangs negatief nieuws hebben gepubliceerd (negatief nieuws dat heeft geresulteerd in een koersdaling). Dit negatieve nieuws wordt vervolgens in verband gebracht met een eerdere vermeende normschending (een misleidende mededeling of omissie), waarna een claim wordt ingediend uit hoofde van misleiding.²⁹⁸ Het gaat hier om een zogenoemde ‘frivolous claim’: een *claim* waarbij (op lichte gronden) wordt beweerd dat een bepaalde litigieuze mededeling of omissie tot koersinflatie heeft geleid en aldus schade heeft veroorzaakt, terwijl in werkelijkheid de desbetreffende mededeling of omissie de koers in het geheel niet heeft beïnvloed. Bij een uitleg van de *loss causation*-eis zoals voorgestaan door de appelrechter, kan de hier bedoelde processtrategie om twee redenen succesvol zijn.

In eerste plaats omdat de benadering van de appelrechter tot gevolg heeft dat veel *frivolous claims* de *pleading stage* (ten onrechte) zullen overleven. Het enige wat de beleggers immers gemotiveerd hoeven te stellen, is dat zij hun aandelen tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht en aan een dergelijke stelplicht is vrij gemakkelijk voldaan. Ook al kan de aangesproken vennootschap aannemelijk maken dat de koersdaling die plaatsvond toen de misleiding naar buiten kwam werd veroorzaakt door externe factoren, bij de uitleg van de *loss causation*-eis zoals voorgestaan door de appelrechter doet zo’n gemotiveerd verweer van de vennootschap in beginsel niet ter zake (althans niet in de *pleading stage*). De benadering van de *loss causation*-eis van de Supreme Court zorgt er daarentegen voor dat als de vennootschap het gelijk aan haar zijde heeft en de zojuist genoemde koersdaling in werkelijkheid dus inderdaad door externe factoren werd veroorzaakt (en dus niet door het bekend worden van de misleiding), de *frivolous claim* terecht reeds in de *pleading stage* wordt afgewezen. Een en ander maakt duidelijk dat bij de benadering van de appelrechter de *pleading stage* dus niet of onvoldoende fungeert als selectiemechanisme tussen enerzijds kansloze en anderzijds kansrijke

297. Coffee 2005, p. 533-541.

298. Zie hierover Coffee 2005, p. 537.

vorderingen (de *pleading stage* is hier oorspronkelijk wel voor bedoeld). Dit is problematisch, want in de praktijk zal dit ertoe leiden dat veel *frivolous claims* vroegtijdig worden geschikt. Dit komt door de bijzondere dynamiek van de Amerikaanse *class action*-procedure. Deze werkt in de hand dat wanneer een claim de poort van de *pleading stage* eenmaal is gepasseerd, de vennootschap – ongeacht de merites van de claim – een prikkel krijgt deze vroegtijdig te schikken. Hiermee kan zij namelijk een langdurige en kostbare *discovery* en (verdere) reputatieschade voorkomen.

De tweede reden waarom de (pre-Dura-)benadering van de appelrechter tot gevolg heeft dat *frivolous claims* nogal kansrijk zijn, is dat zij er in de praktijk waarschijnlijk op neer zal komen dat de beleggers in de *trial stage* een nogal lichte bewijslast hebben. Deze benadering sluit namelijk geenszins uit dat uit het enkele feit dat de mededeling of omissie *material* was, wordt afgeleid dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed en de beleggers aldus koersschade hebben geleden. Met name in het scenario waarin geen duidelijke koersreactie is waar te nemen op het moment waarop de misleiding naar buiten komt, is dit een nogal beleggersvriendelijke benadering. Als gevolg van deze lichte bewijslast in de *trial stage* bestaat daarom de reële kans dat *frivolous claims* ten onrechte worden gehonoreerd. Dit vooruitzicht kan voor de vennootschap natuurlijk op zichzelf weer een reden zijn om de zaak vroegtijdig te schikken.

Voor het in de literatuur genoemde – en door de Supreme Court onderkende – bezwaar dat de benadering van de appelrechter een grote aanzuigende werking heeft op *frivolous claims*, is mijns inziens veel te zeggen.²⁹⁹ Alle retoriek van de Supreme Court ten spijt, is dit volgens mij het enige steekhoudende argument waarmee zijn benadering van het *loss causation*-vraagstuk kan worden gerechtvaardigd.³⁰⁰ Maar anders dan de Supreme Court doet voorkomen, is deze benadering dus niet zozeer ingegeven door de *common law roots* van de *implied remedy* van SEC-regel 10b-5, maar veeleer door *policy considerations*. Deze zelfde *policy considerations* wijzen ons overigens meteen op de keerzijde van deze benadering. Waar de Supreme Court door middel van een strenge uitleg van de *loss causation*-eis wil voorkomen dat *frivolous claims* uitmonden in schadevergoeding, heeft deze benadering als onvermijdelijk neveneffect

299. Uit verschillende empirische studies blijkt dat het aantal *frivolous suits* in de jaren na Dura inderdaad is afgenomen, zie onder meer Duncan 2008. Vanuit dit perspectief bezien heeft de Dura-uitspraak dus zijn beoogde effect gehad.

300. Vgl. Vandendriessche 2011, nr. 36-37.

HOOFDSTUK 6

dat valide claims soms ten onrechte worden afgewezen.³⁰¹ Zo zal het in het scenario waarin de misleiding – zowel op het moment waarop zij begint, als op het moment waarop zij naar buiten komt – *geen* zichtbaar koerseffect heeft, voor de belegger erg lastig zij om in de *pleading stage* adequaat aan zijn stelplicht te voldoen. Hierbij speelt mee dat de belegger in deze fase van de procedure nog niet de vruchten kan plukken van een eventuele *discovery*. Deze *discovery* kan hij echter wel nodig hebben om bijvoorbeeld aan te tonen dat de misleiding door middel van een lek (resultierend in handel met voorkennis) geleidelijk bekend is geworden en de koersinflatie aldus geleidelijk uit de koers is gelopen.

d. Is de Dura-uitspraak relevant voor misleiding bij 'face-to-face'-transacties?

Tot slot rijst nog de vraag wat precies de reikwijdte is van de uitleg die de Supreme Court in *Dura* heeft gegeven aan de *loss causation*-eis. Beperkt deze uitleg zich tot de *fraud-on-the-market*-context of is zij tevens van belang voor misleiding bij *face-to-face*-transacties? Hoewel de Supreme Court aan het begin van zijn uitspraak (één keer) refereert aan het feit dat het hier om een *fraud-on-the-market*-zaak gaat,³⁰² denk ik dat de uitspraak de laatstgenoemde brede(re) reikwijdte heeft.³⁰³ Ik heb hiervoor drie argumenten. In de eerste plaats beroept de Supreme Court zich ter motivering van zijn oordeel op precedënten uit de *common law* en op de *Restatement of Torts*.³⁰⁴ Zoals ik al opmerkte, hebben beide bronnen betrekking op misleiding bij *face-to-face*-transacties (zie hiervoor *sub c*, ad (ii)). In de tweede plaats beroept hij zich mede op de (in § 6.3.2 besproken) uitspraken *Bastian* en *Emergent Capital*.³⁰⁵ Zoals reeds opgemerkt, betreffen dit beide *face-to-face*-zaken. In de derde plaats wordt in de lagere rechtspraak in uitspraken die betrekking hebben op (misluiding bij) *face-to-face*-transacties steevast verwezen naar de uitleg van de *loss causation*-eis

301. Zie over het gesignaleerde spanningsveld tussen enerzijds een soepele invulling van de *loss causation*-eis en anderzijds een strenge invulling Fox 2005a, p. 529-530 en Fox 2005b, p. 1549-1550 en p. 1575-1576.

302. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005): 'Normally in cases such as this one (i.e., *fraud-on-the-market*-cases), an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss' (curs. *ACWP*).

303. In de uitspraak *Livid Holdings Ltd. v. Salomon Smith Barney, Inc.*, 416 F.3d 940 n. 2 (9th Cir. 2005) lijkt de appelrechter echter te oordelen dat de uitleg van *loss causation* zoals gegeven in *Dura* is beperkt tot de *fraud-on-the-market*-context. Zie in dit verband ook de uitspraak *WPP Luxembourg Gamma Three Sarl v. Spot Runner, Inc.*, 655 F.3d 1039, 1053 (9th Cir. 2011).

304. *Restatement (Second) of Torts*, § 548A ('Legal Causation of Pecuniary Loss').

305. *Bastian v. Petren Resources Corporation*, 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990); *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F.3d 189, 194 (2d Cir.2003).

zoals gegeven door de Supreme Court.³⁰⁶ Kennelijk mag deze uitleg dus ook worden toegepast bij *face-to-face*-transacties.³⁰⁷

De in *Dura* geformuleerde causaliteitsregel lijkt daarmee dus een bredere reikwijdte te hebben dan alleen de *fraud-on-the-market*-context. Ik kom in dit verband nog even terug op de analyse van de pre-*Dura*-rechtspraak in § 6.3.2 waaruit bleek dat voor *loss causation* een zogenoemd ‘ex post’-perspectief tot uitgangspunt moet worden genomen. De vraag is hoe dit ex post-perspectief zich verhoudt tot de causaliteitsregel uit *Dura*. Ik denk dat men dit aldus kan zien dat het genoemde ex post-perspectief de *face-to-face*-equivalent is van deze regel.

6.3.4 Openstaande vragen na *Dura*; beantwoording in lagere rechtspraak

Hoewel de Supreme Court in *Dura* klip en klaar oordeelt dat pas sprake is van rechtens relevante schade als en voor zover de misleiding bekend is geworden (en de koersinflatie dientengevolge uit de koers is gelopen), biedt hij verder geen duidelijkheid over hoe deze regel in de praktijk moet worden toegepast. Zo blijft onder meer onduidelijk wat nu precies onder ‘bekend worden van de misleiding’ moet worden verstaan. Is daarvoor vereist dat sprake is van een expliciete corrigerende mededeling die (direct of met enige vertraging) een significante koersdaling tot gevolg heeft of mag de misleiding ook minder expliciet bekend worden en de koersinflatie meer geleidelijk uit de koers lopen? De uitspraak is in dit opzicht voor meer dan één uitleg vatbaar. Enerzijds lijkt de Supreme Court *niet* te eisen dat sprake is van een uitdrukkelijke corrigerende mededeling resulterend in een significante koersreactie, wanneer hij refereert aan ‘*the relevant truth begins to leak out*’ en ‘*the truth makes its way into the marketplace*’.³⁰⁸ Anderzijds lijkt hij zo’n corrigerende mededeling wel te eisen, wanneer hij oordeelt dat de eisende beleggers niet aan hun stelplicht hebben voldaan: ‘*The complaint’s failure to claim that Dura’s share price fell significantly after the truth became known suggests that the plaintiffs considered the allegation of purchase price inflation alone suffi-*

306. Zie onder meer de uitspraken *Financial Guaranty Insurance Co. v. The Putnam Advisory Co.*, 783 F.3d 395, 402-404 (2d Cir. 2015); *Loreley Fin. (Jersey) No. 3 Ltd. v. Wells Fargo Sec., LLC*, 797 F.3d 160, 181-189 (2d Cir. 2015); *Sherwin v. Citigroup Global Markets*, 482 F.3d 991, 994-996 (7th Cir. 2007); *Schaaf v. Residential Funding Corporation*, 517 F.3d 544, 549-553 (8th Cir. 2008).

307. Zie in dit verband ook de uitspraak *McCabe v. Ernst & Young, LLP*, 494 F.3d 418, 433 (3d Cir. 2007): ‘The District Court rightly noted that *Dura* dealt with a typical fraud-on-the-market § 10(b) claim and is thus not directly controlling here, because the (...) Plaintiffs could not simply turn around and re-sell the unregistered (...) shares they had received. (...) Nevertheless, we believe the logic of *Dura* is persuasive.’ (curs ACWP)

308. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

HOOFDSTUK 6

cient.³⁰⁹ Gegeven deze dubbelzinnigheid was het aan de rechtspraak om de door de Supreme Court geformuleerde causaliteitsregel verder uit te werken en om (meer) duidelijkheid te scheppen over het begrip ‘bekend worden van de misleiding’.

In de rechtspraak die in de jaren na *Dura* is verschenen, is inderdaad een aantal zaken opgehelderd. Zo is de vraag of voor het aannemen van *loss causation* is vereist dat de misleiding door middel van een expliciete corrigerende mededeling resulterend in een significante koersdaling bekend is geworden, in de rechtspraak ontkennend beantwoord. De (appelrechters van de) Fourth, Fifth, Seventh, Tenth en Eleventh Circuit oordeelden in dit verband dat ook is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation*, wanneer kan worden vastgesteld dat de misleiding vóór het tijdstip van de officiële corrigerende mededeling geleidelijk (en op een meer impliciete manier) bekend is geworden.³¹⁰ Deze appelrechters motiveerden dit oordeel door een zogenoemde ‘leakage theory’ te aanvaarden.³¹¹ Hoewel het begrip ‘leakage’ in de rechtspraak niet steeds eenduidig wordt uitgelegd, kan onder *leakage* onder meer worden verstaan het scenario waarin de misleiding als gevolg van een lek geleidelijk aan het licht komt.^{312, 313} Een select groepje beleggers zal

309. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342 (2005).

310. *Katyle v. Penn National Gaming, Inc.* 637 F.3d 462, 472 (4th Cir. 2011); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 261 & 264 (5th Cir. 2009); *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 422-423 (7th Cir. 2015); *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130, 1138 (10th Cir. 2009); *Meyer v. Greene*, 710 F.3d 1189, 1197 (11th Cir. 2013).

311. In de uitspraken *In re Williams Securities Litigation* en *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.* wordt de *leakage* theorie expliciet aanvaard, in de uitspraken *Katyle v. Penn National Gaming, Inc.*, *Lormand v. US Unwired, Inc.* en *Meyer v. Greene* gebeurt dit minder expliciet.

312. Zie voor deze uitleg van het begrip *leakage* onder meer *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 264 & n. 32 (5th Cir. 2009). In deze uitspraak lijkt onder *leakage* echter mede te worden verstaan het (door verschillende opeenvolgende *disclosures*) geleidelijk of gefaseerd bekend worden van de misleiding op grond van de zogenoemde ‘true financial condition theory’, zie *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 261 (5th Cir. 2009). Zie over de laatstgenoemde theorie het derde scenario in hoofdstuk 4. Verder lijkt in de uitspraak *In re Williams Securities Litigation* ook het zogenoemde mechanisme van ‘walking down the stock price’ onder het *leakage* begrip te worden geschaard, zie *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130, 1138 (10th Cir. 2009). Zie over dit mechanisme eveneens het derde scenario in hoofdstuk 4.

313. Ook Dunbar en Mayer bekritisieren het begrip *leakage*. Volgens hen wordt dit begrip zowel in de rechtspraak als literatuur onzorgvuldig gebruikt en wordt er vaak een betekenis aan toegekend die niet in overeenstemming is met de moderne *finance theory*. Zie *Dunbar & Mayer* 2006, p. 4.

hierdoor voortijdig achter de waarheid komen (meestal zal het hier gaan om arbitrageurs of andere professionele beleggers en niet om particuliere beleggers) en zal daar vervolgens op gaan handelen.³¹⁴ Dit zal op zijn beurt tot gevolg hebben dat de koersinflatie voortijdig uit de loopt, zodat op het moment van de officiële corrigerende mededeling geen (significante) koersreactie meer zal worden geobserveerd. Een variant op deze *leakage theory* werd aanvaard door de (appelrechter van de) Seventh Circuit in de uitspraak *Schleicher v. Wendt*.³¹⁵ Hierin werd geoordeeld dat de misleiding ook geleidelijk bekend kan worden – niet doordat deze geleidelijk uitlekt, maar – doordat dankzij het werk van analisten, arbitrageurs of andere professionele beleggers de markt *op eigen kracht* tot een correcte voorstelling van zaken komt.³¹⁶ De transacties van diezelfde arbitrageurs of andere professionele beleggers zullen er dan voor zorgen dat de koersinflatie voortijdig uit de koers loopt, zodat het wederom zo zal zijn dat op het moment van de officiële corrigerende mededeling geen (significante) koersreactie meer wordt geobserveerd. De appelrechter plaatst dit oordeel in de sleutel van de (eerder besproken) *truth-on-the-market*-theorie.³¹⁷

Een andere verklaring voor het uitblijven van een (significante) koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling kan zijn, dat de markt niet meteen de relevantie van de corrigerende mededeling op waarde kan schatten en zij even de tijd nodig heeft om de nieuwe informatie op correcte (en volledige) wijze in de koers te verwerken. De koers zal in dat geval met enige vertraging op de corrigerende mededeling reageren.³¹⁸ Dit scenario is als het ware het spiegelbeeld van de zojuist

314. Zie in dit verband het vierde scenario in hoofdstuk 4.

315. *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 686-687 (7th Cir. 2010).

316. Zie over het door de markt *op eigen kracht* tot een correcte voorstelling van zaken komen eveneens het vierde scenario in hoofdstuk 4. Zie in dit verband ook de uitspraken *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 422-423 (7th Cir. 2015); *Norfolk County Retirement System v. Community Health Systems, Inc.*, 877 F.3d 687, 694-697 (6th Cir. 2017); *Silversman v. Motorola, Inc.*, 259 F.R.D. 163, 171 (N.D. Ill. 2009).

317. Zie over theorie § 6.2.3.2 *sub b* onder het eerste kopje ‘De misleidende informatie had geen invloed (meer) op de koers’. De overwegingen van de appelrechter over de *truth-on-the-market*-theorie lijken overigens niet dragend te zijn voor de uitkomst van de zaak. De appelrechter stipt dit aspect aan in het kader van zijn kritiek op de uitspraak van de Fifth Circuit in de zaak *Oscar Private Equity Investments*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).

318. Wat men in de praktijk nog wel eens ziet, is dat de koers pas reageert als een analistenrapport wordt gepubliceerd waarin de (informatie opgenomen in de) corrigerende mededeling wordt geanalyseerd en in perspectief wordt geplaatst. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Public Employees’ Retirement System of*

HOOFDSTUK 6

beschreven scenario's *leakage* en *truth-on-the-market*, omdat de koersinflatie hier – in plaats van voortijdig – met enige vertraging uit de koers loopt. Over de vraag of ook bij het vertraagd uit de koers lopen van de koersinflatie *loss causation* kan worden aangenomen, is de rechtspraak verdeeld (er is sprake van een zogenoemde 'circuit split'). Zo hebben de (appelrechters van de) Fifth en Ninth Circuit geoordeeld dat het uitblijven van een (significante) koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling, niet aan het aannemen van *loss causation* in de weg hoeft te staan.³¹⁹ De (appelrechters van de) First, Second, Third en Eleventh Circuit hebben echter in precies tegengestelde zin geoordeeld.³²⁰ Volgens deze *circuits* betekent het uitblijven van een (significante) koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling – per definitie – dat de vordering tot schadevergoeding moet worden afgewezen.³²¹ Bij de Third Circuit is dit oordeel overigens niet geplaatst in de sleutel van *loss causation*,

Mississippi v. Amedisys, Inc. (Amedisys II), 769 F.3d 313, 323-325 (5th Cir. 2014); In re Banc of California Securities Litigation, 2017 WL 3972456, at *9 (C.D. Cal. Sept. 6, 2017); In re Winstar Communications, 2006 WL 473885, at *14-15 (S.D.N.Y. Feb. 27, 2006).

319. Zie onder meer de uitspraken *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 267 n. 33 (5th Cir. 2009); *Public Employees' Retirement System of Mississippi v. Amedisys, Inc. (Amedisys II)*, 769 F.3d 313, 323-325 (5th Cir. 2014); In re *Gilead Sciences Securities Litigation*, 536 F.3d 1049, 1057-1058 (9th Cir. 2008); In re *Apollo Group, Inc. Securities Litigation*, 2010 WL 5927988, at *1 (9th Cir. June 23, 2010).
320. Zie onder meer de uitspraken *Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 89 & 95 (1st Cir. 2014); In re *Omnicom Group, Inc. Securities Litigation*, 597 F.3d 501, 512-513 (2d Cir. 2010); In re *Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1425 (3d Cir. 1997); *Oran v. Stafford*, 226 F.3d 275, 282 (3d Cir. 2000); In re *NAHC, Inc. Securities Litigation*, 306 F.3d 1314, 1330 (3d Cir. 2002); In re *Merck & Co., Inc. Securities Litigation*, 432 F.3d 261, 269-270; 274-275 (3d Cir. 2005); In re *DVI, Inc. Securities Litigation*, 639 F.3d 623, 638 (3d Cir. 2011); *Thompson v. Relation Serve Media Inc.*, 610 F.3d 628, 689-691 (11th Cir. 2010); *Meyer v. Greene*, 710 F.3d 1189, 1197-1200 (11th Cir. 2013); *Sapssov v. Health Management Associates, Inc.*, 608 Fed. Appx. 855, 863-864 (11th Cir. 2015). Zie echter ook de *concurring opinion* van Judge Martin bij de laatstgenoemde uitspraak waarin hij de uitspraak *Meyer v. Greene* bekritiseert. Zie in verband met de in de hoofdtekst bedoelde kwestie ook nog de uitspraak *Teachers' Retirement System of Louisiana v. Hunter*, 477 F.3d 162, 187-188 (4th Cir. 2007).
321. Ook in de uitspraak *Teamsters Local 445 Freight Division Pension Fund v. Bombardier Inc.*, 546 F.3d 196, 210 (2d Cir. 2008) werd de vordering tot schadevergoeding afgewezen vanwege het uitblijven van een koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling. Het uitblijven van een koersreactie toonde volgens de appelrechter aan dat de markt waarop de litigieuze effecten werden verhandeld, niet voldoende efficiënt was. Daardoor kon het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet worden toegepast en stuitte de aansprakelijkheid reeds hierop af.

maar in de sleutel van *materiality*.³²² Deze (afwijkende) benadering van de Third Circuit kwam reeds aan bod in § 3.5.3.1.

Illustratief voor de benadering van de eerstgenoemde *circuits* is de uitspraak van de Ninth Circuit in de zaak *In re Gilead Sciences Securities Litigation*.³²³ Hierin overwoog hij als volgt:

‘We [reject] a bright-line rule requiring an immediate market reaction because [t]he market is subject to distortions that prevent the ideal of a free and open public market from occurring.

(...)

[Therefore] a limited temporal gap between the time a misrepresentation is publicly revealed and the subsequent decline in stock value *does not render a plaintiff’s theory of loss causation per se implausible*.’ (aanhalingstekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*)

In zijn anderhalf jaar later gewezen uitspraak *In re Apollo Group, Inc. Securities Litigation* oordeelde de Ninth Circuit in vergelijkbare zin.³²⁴ Naar aanleiding van deze uitspraak diende Apollo Group, de aansprakelijke vennootschap, bij de Supreme Court een *certiorari*-verzoek in, maar dit verzoek werd afgewezen.³²⁵ De bestaande *circuit split* blijft dus voorlopig voortbestaan.

Verder is in de lagere rechtspraak geoordeeld dat voor het aannemen van *loss causation* niet is vereist dat de misleiding door *één enkele* corrigerende mededeling (waarin de waarheid in één keer volledig wordt geopenbaard) naar buiten is gekomen. De (appelrechters van de) Fourth, Fifth, Sixth, Ninth en Eleventh Circuit oordeelden in dit verband dat ook

322. In de uitspraak *In re DVI, Inc. Securities Litigation*, 639 F.3d 623, 638 (3d Cir. 2011) oordeelde de Third Circuit in het kader van een verzoek tot *class certification* dat uit het uitblijven van een koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling mag worden afgeleid dat de litigieuze informatie *immaterial* was. Deze *immateriality* leidt vervolgens tot het oordeel dat het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden geacht te zijn weerlegd en dat de *class* derhalve niet kan worden gecertificeerd. In deze benadering wordt kennelijk verondersteld dat reeds in de fase van *class certification* moet worden beoordeeld of de litigieuze informatie *material* was, teneinde het *fraud-on-the-market*-vermoeden te kunnen toepassen. Inmiddels heeft de Supreme Court deze benadering verworpen in zijn uitspraak in de zaak *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455 (2013).

323. *In re Gilead Sciences Securities Litigation*, 536 F.3d 1049, 1057-1058 (9th Cir. 2008).

324. *In re Apollo Group, Inc. Securities Litigation*, 2010 WL 5927988, at *1 (9th Cir. June 23, 2010).

325. Zie voor de afwijzing *Apollo Group, Inc. v. Policeman’s Annuity & Benefit Fund*, 131 S. Ct. 1602 (2011).

HOOFDSTUK 6

is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation*, wanneer kan worden vastgesteld dat de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* (en eventueel op een meer impliciete manier) bekend is geworden en de koersinflatie aldus *gefaseerd* uit de koers is gelopen.³²⁶ Illustratief voor deze lijn in de rechtspraak is het oordeel van de Eleventh Circuit in de zaak *Katyle v. Penn National Gaming, Inc.*:³²⁷

‘Because the Supreme Court acknowledged the relevant truth may leak out, subsequent decisions have recognized that neither a single complete disclosure nor a fact-for-fact disclosure of the relevant truth to the market is a necessary prerequisite to establishing loss causation (although either may be sufficient. (...) Rather, *loss causation may be pleaded on the theory that the truth gradually emerged through a series of partial disclosures and that an entire series of partial disclosures prompted the stock price deflation.*’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

Dat voor het aantonen van *loss causation* kan worden volstaan met het aannemelijk maken van een of meer partiële *disclosures*, betekent overigens dat de eisende belegger niet al zijn aandelen tot na de laatste (partiële) *disclosure* moet hebben aangehouden om voor schadevergoeding in aanmerking te komen. Ook wanneer de belegger zijn aandelen vóór het einde van de *class period* – maar in ieder geval wel na de eerste (partiële) *disclosure* – weer geheel of gedeeltelijk heeft verkocht, moet hij in principe het bewijs van *loss causation* kunnen leveren en heeft hij in beginsel recht op schadevergoeding.³²⁸

326. Zie onder meer de uitspraken *Singer v. Reali*, 883 F.3d 425, 446 (4th Cir. 2018); *Katyle v. Penn National Gaming, Inc.* 637 F.3d 462, 472 (4th Cir. 2011); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 261 (5th Cir. 2009); *Alaska Electrical Pension Fund v. Flowserve Corporation*, 572 F.3d. 221, 230 (5th Cir. 2009); *Public Employees’ Retirement System of Mississippi v. Amedisys, Inc. (Amedisys II)*, 769 F.3d 313, 322 & 324-325 (5th Cir. 2014); *Norfolk County Retirement System v. Community Health Systems, Inc.*, 877 F.3d 687, 695 (6th Cir. 2017); *Metzler Inv. GMBH v. Corinthian Colls., Inc.*, 540 F.3d 1049, 1063 n. 6 (9th Cir.2008); *Sapssov v. Health Management Associates, Inc.*, 608 Fed. Appx. 855, 862 (11th Cir. 2015); *Meyer v. Greene*, 710 F.3d 1189, 1197 (11th Cir. 2013). En zie in dit verband ook de uitspraken *Richman v. Goldman Sach Group, Inc.*, 868 F. Supp. 2d 261, 282 (S.D.N.Y. 2012); *In re Bristol Myers Squibb Co. Securities Litigation*, 586 F. Supp. 2d 148, 164-165 (S.D.N.Y. 2008); *In re Motorola Securities Litigation*, 505 F. Supp. 2d 501, 533 (N.D.Ill.2007); *In re Bradley Pharms. Securities Litigation*, 421 F. Supp. 2d 822, 828-29 (D.N.J.2006); *Ong ex rel. Ong v. Sears, Roebuck & Co.*, 459 F. Supp. 2d 729, 746 (N.D.Ill.2006); *Freeland v. Iridium World Communications, Ltd.*, 233 F.R.D. 40, 47 & n. 9 (D.D.C.2006).

327. *Katyle v. Penn National Gaming, Inc.* 637 F.3d 462, 472 (4th Cir. 2011).

328. Zie in dit verband ook *In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation*, 295 F.R.D. 240, 254 (N.D. Cal. 2013).

6.3.5 De zaak *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.* uit 2011; is (bewijs van) *loss causation* een vereiste voor *class certification*?

Een ander punt waarover in de lagere rechtspraak onzekerheid was ontstaan, is in welke fase van de procedure *loss causation* moet worden bewezen. Is dat reeds in de fase van *class certification*, of is dat pas in de fase van *summary judgement*, of – nog later – pas tijdens de *trial stage*? In de destijds controversiële uitspraak *Oscar Private Equity Investments* ('Oscar Private')³²⁹ oordeelde de (appelrechter van de) Fifth Circuit in eerstbedoelde zin (deze benadering werd overigens niet gevolgd door de andere *circuits*).³³⁰ Zijn oordeel kwam er kort gezegd op neer dat bij het uitblijven van een (significante) koersreactie naar aanleiding van het bekend worden van de misleidende informatie, onzekerheid bestaat over de vraag of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld wel (informatieel) efficiënt is voor het type informatie waarop de litigieuze informatie betrekking heeft.³³¹ Kan zodanige marktefficiëntie niet (met voldoende zekerheid) worden vastgesteld, dan is niet voldaan aan één van de toepassingsvoorwaarden van de *fraud-on-the-market*-theorie, waardoor het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet kan worden ingeroepen.³³² En wanneer het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet beschikbaar is, is niet voldaan aan de *class certification*-voorwaarde dat '*questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members*', aldus – geparafraseerd – de redenering van de appelrechter.³³³ Via deze redenering werd (bewijs van) *loss causation* in de Fifth Circuit dus een noodzakelijke voorwaarde voor het certificeren van de *class*.³³⁴ In de zaak

329. *Oscar Private Equity Investments*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).

330. Zie voor uitspraken van andere *circuits* waarin de benadering van de Fifth Circuit wordt verworpen onder meer *In re Salomon Analyst Metromedia Litigation*, 544 F.3d 474, 484-486 (2d Cir. 2008); *In re DVI, Inc. Securities Litigation*, 639 F.3d 623, 636-638 (3d Cir. 2011); *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679, 686-687 (7th Cir. 2010).

331. *Oscar Private Equity Investments*, 487 F.3d 261, 268-270 (5th Cir. 2007). Ik wijs erop dat het bewijs dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, niet noodzakelijkerwijs altijd geleverd hoeft te worden door aan te tonen dat de corrigerende mededeling een (significante) koersdaling tot gevolg had (dit laatste betreft zoals reeds opgemerkt het bewijs van *loss causation*). Eerstbedoeld bewijs kan soms ook worden geleverd door aan te tonen dat de misleidende mededeling resulteerde in een (significante) koersstijging toen deze voor de eerste keer werd gedaan. Dit laatste lijkt de appelrechter echter over het hoofd te zien.

332. Zie voor deze toepassingsvoorwaarden § 6.2.3.2 *sub a*.

333. Deze voorwaarde voor *class certification* is opgenomen in Rule 23(b)(3) van de Federal Rules of Civil Procedure.

334. Zie in vergelijkbare zin ook de na *Oscar Private* gewezen uitspraken *Luskin v. Intervice-Brite Inc.*, 261 Fed. Appx. 697 (5th Cir. 2008); *Alaska Electrical Pension Fund v. Flowserve Corp.*, 572 F.3d 221 (5th Cir. 2009); *Fener v. Belo Corp.*, 579 F.3d 401 (5th Cir. 2009).

HOOFDSTUK 6

Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co. (hierna: ‘Halliburton I’) oordeelde de (appelrechter van de) Fifth Circuit in vergelijkbare zin.³³⁵ In tegenstelling tot de eisende beleggers in de zaak Oscar Private, dienden de eisende beleggers in de Halliburton I-zaak wel een *certiorari*-verzoek in bij de Supreme Court. Dat verzoek werd toegewezen, waarmee de Supreme Court de gelegenheid te baat nam om zich over deze controversiële kwestie uit te spreken.³³⁶

Naar het oordeel van de Supreme Court vindt de benadering van de Fifth Circuit geen steun in de uitspraak *Basic v. Levinson* (de *landmark*-uitspraak waarin de *fraud-on-the-market*-theorie door de Supreme Court werd aanvaard) en moet deze benadering derhalve worden verworpen. Met zijn oordeel dat *loss causation* een noodzakelijke voorwaarde is voor het invoeren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden, miskent de appelrechter volgens de Supreme Court in de eerste plaats dat het bij *reliance* en *loss causation* om twee verschillende vereisten gaat.³³⁷

‘The Court of Appeals’ requirement is not justified by *Basic* or its logic. To begin, we have never before mentioned loss causation as a precondition for invoking *Basic*’s rebuttable presumption of reliance. The term “loss causation” does not even appear in our *Basic* opinion. And for good reason: *Loss causation addresses a matter different from whether an investor relied on a misrepresentation, presumptively or otherwise, when buying or selling a stock.*’ (curs. *ACWP*)

De Supreme Court wijst er in dit verband op dat bij (het bewijs van) *reliance* wordt gekeken naar feiten die zich afspeelden op het moment van het aangaan van de transactie, terwijl bij (het bewijs van) *loss causation* wordt gekeken naar feiten die zich nadien hebben afgespeeld.³³⁸

‘We have referred to the element of reliance (...) as transaction causation, not loss causation. (...) Consistent with that description, when considering whether a plaintiff has relied on a misrepresentation, we have typically focused on facts surrounding the investor’s decision to engage in the transaction. Under *Basic*’s fraud-on-the-market doctrine, an investor presumptively relies on a defendant’s misrepresentation if that information is reflected in the market price of the stock at the time of the relevant transaction. (...) Loss causation, by contrast, requires a plaintiff to show that a misrepresentation (...) caused a subsequent economic loss.’ (aanhalingstekens weggelaten en curs. *ACWP*)

335. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 597 F.3d 330 (5th Cir. 2010).

336. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804 (2011).

337. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 812 (2011).

338. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 812 (2011).

Daarnaast is de door de appelrechter ontwikkelde regel naar het oordeel van de Supreme Court in strijd met de basisgedachte van de *fraud-on-the-market*-theorie die erop neerkomt dat zodra vaststaat dat de koers door de litigieuze informatie was beïnvloed toen de belegger zijn transactie aanging, hij (bij wijze van veronderstelling) op de litigieuze informatie kan worden geacht te hebben vertrouwd.³³⁹

[The rule of the Court of Appeals] contravenes Basic's fundamental premise – that an investor presumptively relies on a misrepresentation so long as it was reflected in the market price at the time of his transaction. The fact that a subsequent loss may have been caused by factors other than the revelation of a misrepresentation has nothing to do with whether an investor relied on the misrepresentation in the first place (...) *Loss causation has no logical connection to the facts necessary to establish the efficient market predicate to the fraud-on-the-market theory.*' (toevoeging en curs. *ACWP*)

Het oordeel van de appelrechter dat (bewijs van) *loss causation* een noodzakelijke voorwaarde is voor het certificeren van de *class*, getuigt daarom van een onjuiste rechtsopvatting, aldus de Supreme Court.³⁴⁰

Afgezien van het argument dat de appelrechter met zijn benadering van de *fraud-on-the-market*-theorie de (te onderscheiden) aansprakelijkheidsvereisten *reliance/transaction causation* en *loss causation* op oneigenlijke wijze met elkaar vermengt, kan ook nog een belangrijk beleidsmatig argument worden genoemd op basis waarvan kan worden beredeneerd dat deze benadering onwenselijk is. De Supreme Court noemt dit argument niet, maar het komt wel uitgebreid aan de orde in de *Amicus Curiae Brief* van de SEC en in de *Amicus Curiae Brief* van een gezelschap hoogleraren die naar aanleiding van (de toekenning van) het *certiorari*-verzoek zijn ingediend.³⁴¹ Dit argument houdt verband met de wijze waarop de Amerikaanse *class action*-procedure is ingericht. Het argument komt er kort gezegd op neer dat aan de benadering van de appelrechter het bezwaar is verbonden dat de eisende beleggers *loss causation* moeten bewijzen in een fase van de procedure waarin zij nog

339. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 813 (2011).

340. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804, 813 (2011): 'The Court of Appeals erred by requiring [the plaintiffs] to show loss causation as a condition of obtaining class certification' (toevoeging *ACWP*). Ik wijs erop dat het oordeel van de Supreme Court in de zaak *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455 (2013), dat er kort gezegd op neerkomt dat (bewijs van) *materiality* geen noodzakelijke voorwaarde is voor *class certification*, hiermee in lijn ligt.

341. Zie *Brief for the United States as Amicus Curiae Supporting Petitioner*, p. 26-30 en *Brief for Law Professors as Amicus Curiae Supporting of Petitioners*, p. 27-30.

HOOFDSTUK 6

niet de vruchten hebben kunnen plukken van (de resultaten van) een eventuele *discovery*. De procesregels van de *class action*-procedure schrijven namelijk voor dat reeds in een vroegtijdig stadium van de procedure wordt bepaald of de *class* al dan niet kan worden gecertificeerd en doorgaans is er op dat (vroegtijdige) moment nog geen of nauwelijks gelegenheid geweest tot *discovery*.³⁴² Dat de beleggers zonder (de resultaten van) *discovery loss causation* moeten aantonen is bezwaarlijk, omdat het niet zelden zo zal zijn dat dit bewijs niet gemakkelijk is te leveren aan de hand van louter *publiek beschikbare gegevens*.³⁴³ Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de misleiding door middel van een lek vroegtijdig bekend is geworden, waardoor op het moment van de corrigerende mededeling geen koersreactie meer plaatsvond. In zo'n geval zou de bewijspositie van de belegger aanzienlijk kunnen worden verlicht, wanneer hij door middel van *discovery* zicht kan krijgen op feiten en omstandigheden die zich ten tijde van (het bekend worden) de misleiding binnen de vennootschap hebben afgespeeld.

Dat de beleggers zonder *discovery loss causation* moeten bewijzen, is des te bezwaarlijker wanneer bedacht wordt dat het in de praktijk nogal eens voorkomt dat de vennootschap de lastige bewijspositie van de beleggers mede in de hand heeft gewerkt.³⁴⁴ Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap zich heeft bezondigd aan het zogenoemde mechanisme van 'walking down the stock price'.³⁴⁵ Zoals beschreven in hoofdstuk 4, houdt dit mechanisme in dat de vennootschap stapje voor stapje informatie publiceert waaruit het beleggende publiek (althans, het professionele deel daarvan) kan afleiden dat de huidige beurskoers te hoog is.³⁴⁶ Arbitrageurs en andere professionele beleggers zullen op de nieuw verkregen informatie gaan handelen, met als gevolg dat de koersinflatie geleidelijk zal afnemen. Als na verloop van tijd de koersinflatie uit de koers is gelopen, zal de vennootschap een publieke mededeling doen waarmee de eerdere misleiding wordt gecorrigeerd. Deze corrigerende mededeling zal dan niet meer resulteren in een (significante) koersdaling, waardoor het erg lastig wordt om *loss causation* aan te tonen. Ook kan men denken aan de situatie waarin de vennootschap de publicatie van de corrigerende mededeling welbewust heeft gecombineerd met de publicatie van andere – niet aan de misleiding gerelateerde – bedrijfsspecifieke

342. Zie Rule 23(c)(1)(A) van de Federal Rules of Civil Procedure.

343. Zie in dit verband ook Cox 2013a, p. 1749; Greenberg & Wolfe 2014, p. 33-34.

344. Zie in dit verband ook Gross 2015, p. 497-498; Murdock 2015, p. 568-569.

345. Zie voor empirisch bewijs dat Amerikaanse vennootschappen zich niet zelden van een dergelijke strategie bedienen Furchtgott & Partnoy 2015.

346. Zie het derde scenario in hoofdstuk 4.

informatie.³⁴⁷ Het kan hierbij zowel om positieve als negatieve informatie gaan. In het eerste geval zal het negatieve koerseffect dat uitging van de corrigerende mededeling zijn gemitigeerd, in het tweede geval zal dit koerseffect zijn versterkt. In beide gevallen doet zich dan de complicatie voor dat het koerseffect van de corrigerende mededelingen moet worden geïsoleerd van het koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie en ook dat bemoeilijkt het bewijs van *loss causation*. Zouden de beleggers in de hier genoemde gevallen dus reeds in de fase van *class certification* *loss causation* moeten bewijzen, dan zou dat als consequentie hebben dat de vennootschap – weliswaar op indirecte wijze – de (op zichzelf al lastige) bewijspositie van de beleggers kan beïnvloeden. Dit laatste is zeer onwenselijk en staat op gespannen voet met het beginsel van gelijkheid van procespartijen.³⁴⁸

Met het oordeel van de Supreme Court dat (bewijs van) *loss causation* geen noodzakelijke voorwaarde is voor het invoeren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden (en daarmee ook niet voor *class certification*), wordt dus in ieder geval voorkomen dat de bewijspositie van de eisende belegger onnodig wordt verzwakt. Dit heeft tot gevolg dat de kans dat (in werkelijkheid) valide claims ten onrechte worden afgewezen, afneemt (deze kans neemt althans niet toe). Dit laatste vormt op zichzelf een (beleidsmatig) argument om het processuele debat over *loss causation* niet reeds in de fase van *class certification* te voeren, maar om dat pas te voeren nadat de beleggers voldoende gelegenheid hebben gekregen om met behulp van *discovery* hun bewijspositie te versterken.³⁴⁹ Hoewel dit argument – zoals ik al opmerkte – door de Supreme Court niet wordt genoemd, was dit vermoedelijk één van de redenen – zo niet de voornaamste reden – om zo strak de hand te houden aan het onderscheid tussen de aansprakelijkheidsvereisten *reliance/transaction causation* en *loss causation*.

347. Zie wederom voor empirisch bewijs dat Amerikaanse vennootschappen bij het publiceren van een corrigerende mededeling zich niet zelden van een dergelijke ‘information bundling’-strategie bedienen Furchtgott & Partnoy 2015. Zie in dit verband ook de studie Bliss, Partnoy & Furchtgott 2018 en Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 617.

348. Het beginsel van gelijkheid van procespartijen zou men kunnen zien als een uitvloeisel van het (grond)recht op een eerlijk proces.

349. Wel teken ik hierbij aan dat sinds de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Halliburton II* dit argument in een ander daglicht is komen te staan. In deze uitspraak oordeelde de Supreme Court namelijk dat het debat over de koersinvloed van de misleidende informatie reeds in de fase van *class certification* mag worden gevoerd (zie *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 279-284 (2014)), terwijl daar eigenlijk dezelfde bezwaren tegen bestaan als tegen het voeren van het debat over *loss causation* in deze fase.

HOOFDSTUK 6

6.3.6 *Rechtsvergelijking loss causation*

Ik sluit af met twee observaties van rechtsvergelijkende aard met betrekking tot het causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde beleggingsschade (bestaande uit betaalde koersinflatie en/of ander beleggingsverlies).

In de eerste plaats geldt naar Amerikaans recht dat koersverlies dat weliswaar in csqn-verband staat met de misleiding, maar dat *niet* direct op de misleidende informatie is terug te voeren en dat – in plaats daarvan – moet worden toegeschreven aan (het zich ten kwade realiseren van) algemene beleggingsrisico's, niet voor vergoeding in aanmerking komt. Dit geldt zowel voor de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, als voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Voor de eerstgenoemde belegger volgt dit uit (een onderlinge afweging van) de voor *loss causation* geldende toerekeningscriteria 'proximity', 'foreseeability' en 'realization of the concealed risk'.³⁵⁰ De in de lagere rechtspraak ontwikkelde (en door de Supreme Court in zijn Dura-uitspraak impliciet onderschreven) regel dat alleen is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation*, als en voor zover (achteraf kan worden vastgesteld dat) de factoren waarop de misleiding betrekking had er daadwerkelijk voor hebben gezorgd dat de effecten in waarde zijn gedaald, zou men in dit verband kunnen zien als een uitwerking van deze toerekeningscriteria.³⁵¹ Dat (koersverliezen voortkomend uit) algemene beleggingsrisico's niet voor vergoeding in aanmerking komen, volgt voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, uit het hanteren van de *out-of-pocket*-standaard als schadebegrotingsmaatstaf, in samenhang gezien met de (in de rechtspraak geformuleerde) regel dat bij de schadevaststelling moet worden aangeknoopt bij de koersreactie die plaatsvindt op het moment waarop de misleiding naar buiten komt.³⁵² Zoals uiteengezet in hoofdstuk 5 geldt mijns inziens ook naar Nederlands recht dat slechts het koersverlies dat direct is terug te voeren op de misleidende informatie aan de aansprakelijke kan worden toegerekend en dat slechts dat deel van het koersverlies derhalve

350. Zie voor deze toerekeningscriteria de in § 6.3.2 besproken uitspraken.

351. Zie voor deze regel de in § 6.3.2.4 en § 6.3.2.5 besproken uitspraken.

352. Wanneer het gaat om misleiding binnen een *face-to-face*-relatie, is het strikt genomen niet helemaal juist om te spreken van een 'koersreactie'. Bij een *face-to-face*-transactie is doorgaans immers geen sprake van een efficiënte markt, zodat geen evidente koersreactie is waar te nemen op het moment waarop de misleiding naar buiten komt. Voor *face-to-face*-transacties zou men de in de hoofdstuk 5 geformuleerde regel daarom aldus moeten formuleren dat voor de schadevaststelling een *ex post*-perspectief tot uitgangspunt moet worden genomen.

voor vergoeding in aanmerking komt.³⁵³ Voor de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, volgt dit uit (een onderlinge afweging van) de toerekeningsfactoren strekking van de geschonden norm (deze factor in relatie gezien tot de factor aard van de schade), verwijderdheid van de schade en voorzienbaarheid van de schade.³⁵⁴ Voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, volgt dit uit schadevaststelling via de *out-of-pocket*-maatstaf.³⁵⁵

Verder geldt naar Amerikaans recht (op basis van de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*) dat pas sprake is van rechtens relevante schade, als en voor zover de misleiding naar buiten is gekomen en de koers dientengevolge is gedaald.³⁵⁶ Zoals uiteengezet in § 6.3.3 *sub c*, kunnen uit deze rechtsregel twee subregels worden afgeleid. Ten eerste volgt uit deze rechtsregel dat de beleggers die het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht en dit vervolgens, voordat de misleiding bekend werd (en de koersinflatie uit de koers liep) weer hebben verkocht, geen recht hebben op schadevergoeding. In het verlengde hiervan volgt uit deze rechtsregel dat in het scenario waarin de koersinflatie vanwege een interferentie met externe factoren over het tijdvak van de misleiding is afgenomen, voor de beleggers die hun aandeel tot na bekendwording van de misleiding hebben aangehouden (en het dus *niet* tussentijds hebben verkocht), slechts het (kleinere) bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt. In hoofdstuk 5 heb ik verdedigd dat deze rechtsregels ook zouden moeten worden aangenomen voor het Nederlandse recht.³⁵⁷

6.4 *Damages*

6.4.1 *Inleiding*

In deze paragraaf staan *damages* centraal. In § 6.4.2 noem ik eerst kort de relevante schadebegrotingsmaatstaven van het Amerikaanse federale effectenrecht. Vervolgens analyseer ik in § 6.4.3 Section 21D(e) Securities Exchange Act, de bepaling die de schadevergoeding voor *claims* ressorterend

353. Zie § 5.5.2.2 en § 5.5.3.2.

354. Zie § 5.5.3.2.

355. Zie § 5.5.2.2 *sub b*.

356. Zie het commentaar bij de uitspraak *Dura Pharmaceuticals* in § 6.3.3 *sub c*.

357. Zie § 5.5.2.3.

HOOFDSTUK 6

onder de Securities Exchange Act tot een maximum beperkt (de zogenoemde ‘PSLRA’s damages cap’).³⁵⁸ In § 6.4.4 volgt daarna een rechtsvergelijking.

6.4.2 De relevante schadebegrotingsmaatstaven

Zoals besproken in hoofdstuk 3, is in het Amerikaanse recht de wijze van schadevaststelling afhankelijk van de grondslag van aansprakelijkheid.³⁵⁹ Is de aansprakelijkheid gebaseerd op Section 11 of Section 12 Securities Act, dan gelden de desbetreffende (wettelijke) schadebegrotingsmaatstaven van de Securities Act. Is de aansprakelijkheid gebaseerd op SEC-regel 10b-5, dan geldt in beginsel de in de rechtspraak ontwikkelde *out-of-pocket*-maatstaf.³⁶⁰

a. De schadebegrotingsmaatstaf van Section 11(e) Securities Act

Bij aansprakelijkheid op grond van Section 11 Securities Act³⁶¹ is de hoogte van de rechtens vergoedbare schade mede afhankelijk van het antwoord op de vraag of de eisende belegger de litigieuze effecten al dan niet heeft verkocht en, zo ja, op welk moment:^{362, 363}

1. *De effecten zijn op de datum uitspraak nog niet verkocht.* De rechtens vergoedbare schade is gelijk aan het verschil tussen de koopprijs (met als plafond de uitgifteprijs) en de waarde van het effect toen de vordering werd ingesteld (de ‘date of suit’).³⁶⁴

2. *De effecten zijn verkocht voordat de vordering werd ingesteld.* De rechtens vergoedbare schade is gelijk aan het verschil tussen de koopprijs (met als plafond de uitgifteprijs)³⁶⁵ en de verkoopprijs.

358. Zie over deze bepaling reeds § 3.5.8.2.

359. Zie in dit verband § 3.4.2, § 3.4.3.5, § 3.4.4.5 en § 3.5.6.

360. In geval van misleiding bij publiek verhandelde effecten (*fraud-on-the-market*) is dit de maatstaf die standaard wordt toegepast.

361. Bij aansprakelijkheid op grond van Section 11 Securities Act gaat het reeds opgemerkt om de aansprakelijkheid wegens het aanbieden van effecten onder een misleidend *registration statement*.

362. Zie § 3.4.3.5.

363. Ik benadruk dat het hier steeds gaat om de rechtens vergoedbare schade *per gekocht effect*.

364. Volledigheidshalve merk ik op dat het feit dat bij schadevaststelling op grond van Section 11(e) Securities Act de uitgifteprijs als plafond heeft te gelden, onder meer betekent dat wanneer de eisende belegger de litigieuze effecten na de uitgifte in de secundaire markt heeft gekocht tegen een koers die hoger lag dan de uitgifteprijs (in de *after market* was dus sprake van een koersstijging), de rechtens vergoedbare schade gelijk is aan het verschil tussen de *uitgifteprijs* en de waarde van het effect ten tijde van de *date of suit*.

365. Ik verwijs naar mijn opmerking in de vorige voetnoot over de werking van de uitgifteprijs als plafond.

3. De effecten zijn verkocht in de periode gelegen tussen het tijdstip van het instellen van de vordering en de datum uitspraak. De rechtens vergoedbare schade is gelijk aan het verschil tussen de koopprijs (met als plafond de uitgifteprijs)³⁶⁶ en de verkoopprijs, met dien verstande dat de schade wordt geacht niet hoger te zijn dan deze geweest zou zijn wanneer de belegger de effecten op de datum uitspraak nog niet zou hebben verkocht (zie het zojuist genoemde onderscheidingsgeval 1). Deze laatste regel impliceert dat koersdalingen ten opzichte van het koersniveau ten tijde van de *date of suit* niet voor vergoeding in aanmerking komen, terwijl koersstijgingen ten opzichte van het koersniveau ten tijde van de *date of suit* wél op de schadevergoeding in mindering worden gebracht.

b. De schadebegrotingsmaatstaf van Section 12(a) Securities Act

Bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1) Securities Act³⁶⁷ heeft de belegger recht op *ontbinding* ('rescission') van de litigieuze transactie wanneer hij op de datum uitspraak zijn effecten nog niet heeft verkocht.³⁶⁸ Heeft de belegger zijn effecten inmiddels wel verkocht, dan heeft hij recht op *schadevergoeding* ten bedrage van de koopprijs verminderd met de verkoopprijs (en eventueel ontvangen uitkeringen). De remedie van Section 12(a)(1) kent uitdrukkelijk geen causaliteitseis.

De remedie bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2) Securities Act³⁶⁹ is in beginsel dezelfde als de remedie van Section 12(a)(1) Securities Act, met dien verstande dat sinds de invoering van de Private Securities Litigation Reform Act ('PSLRA')³⁷⁰ in 1995 de gedaagde de mogelijkheid heeft een causaliteitsverweer te voeren (de zogenoemde 'loss causation defense').³⁷¹ Dit verweer is wettelijk vastgelegd in Section 12(b) Securities Act.

366. Idem.

367. Bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1) Securities Act gaat het zoals reeds opgemerkt om de aansprakelijkheid wegens het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act.

368. Zie § 3.4.2.

369. Bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(2) Securities Act gaat het zoals reeds opgemerkt om de aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus.

370. Zie over de PSLRA § 3.4.5.

371. Zie § 3.4.4.5.

HOOFDSTUK 6

c. De 'out-of-pocket'-maatstaf bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5

Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 wordt in *fraud-on-the-market*-zaken standaard de *out-of-pocket*-maatstaf toegepast. Volgens deze maatstaf wordt de schade vastgesteld op het verschil tussen de prijs die de belegger voor de litigieuze effecten heeft betaald en de werkelijke waarde ('fair value') van deze effecten toen hij de litigieuze transactie aanging.³⁷²

6.4.3 De PSLRA's damages cap

De regeling van Section 21D(e) Securities Exchange Act houdt in dat wanneer de belegger op grond van deze wet een vordering tot schadevergoeding instelt, de schadevergoeding waarop hij maximaal recht heeft, gelijk is aan het verschil tussen enerzijds de koopprijs van het litigieuze effect (of bij van een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken: de verkoopprijs) en anderzijds de gemiddelde koers van het effect gedurende een periode van negentig dagen nadat de misleiding bekend is geworden.^{373, 374} Heeft de belegger zijn effecten binnen deze periode van negentig dagen echter weer verkocht (of bij een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken: weer teruggekocht), dan geldt een andere bovengrens. In dat geval wordt de schadevergoeding gemaximeerd op het verschil tussen enerzijds de koopprijs van het effect (of bij een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken: de verkoopprijs) en anderzijds de gemiddelde koers gemeten over de periode die loopt van het tijdstip waarop de misleiding bekend werd en het tijdstip waarop de belegger zijn effecten heeft verkocht (of bij een misleidende *negatieve* voorstelling van zaken: het tijdstip waarop de belegger de eerder verkochte effecten heeft teruggekocht). Het hier bedoelde maximum zal ik hierna aanduiden met de term 'damages cap' en de genoemde negentig-dagen-periode (of de kortere periode bij tussentijdse verkoop of terugkoop) met de term 'look back period'.

Uit de toelichting op de PSLRA is af te leiden dat de wetgever met deze bepaling onder meer beoogde om de (hoogte van de) door de belegger te ontvangen schadevergoeding meer in overeenstemming te brengen met de daadwerkelijk door de misleiding veroorzaakte koersschade.³⁷⁵ Dit hangt samen met het feit dat het in de praktijk nogal eens voorkomt

372. Zie § 3.5.6.

373. Zie § 3.5.8.2.

374. Ik benadruk dat het hier gaat om de schadevergoeding *per gekocht effect*.

375. Zie over deze doelstelling van de wetgever onder meer Thompson 1996, p. 1193; Scudder 1997, p. 456-459; Booth 2004, p. 1047-1048.

dat het bekend worden van de misleiding een zogenoemde ‘crash’ tot gevolg heeft. Hierdoor hoeft de residuele koersdaling³⁷⁶ die intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief te zijn voor de fundamentele waarde van (de informatie opgenomen in) deze mededeling, zodat de door de misleiding (direct) veroorzaakte koersschade mogelijk wordt overschat.³⁷⁷ Door bij het vaststellen van de (rechten vergoedbare) koersschade aan te knopen bij de gemiddelde koers gemeten over de *look back period* (in plaats van aan te knopen bij de koers die tot stand komt vlak na het bekend worden van de misleiding), wordt de geobserveerde koersdaling voor het *crash*-effect gecorrigeerd, aldus is de gedachte, waardoor de door de belegger te ontvangen schadevergoeding meer in lijn ligt met de daadwerkelijk door de misleiding veroorzaakte koersschade.

De regeling van Section 21D(e) Securities Exchange Act is in de literatuur door verschillende auteurs bekritiseerd.³⁷⁸ Het voornaamste punt van kritiek is dat de regeling zodanig grofmazig is opgezet, dat de doelstelling van het beperken van de schadevergoeding tot de daadwerkelijk geleden koersschade in de praktijk vaak niet wordt gerealiseerd. Dit laatste zal ik hieronder toelichten door drie punten te noemen waarop – uitgaande van deze doelstelling – de regeling tekortschiet.³⁷⁹

Een eerste punt waarop de regeling tekortschiet, is dat de (hoogte van de) *damages cap* ten onrechte afhankelijk wordt gesteld van aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorspecifieke en/of (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke factoren) die over het tijdvak van de misleiding de koers mede beïnvloeden.³⁸⁰ Dat komt omdat bij het bepalen van de (hoogte van de) *damages cap* het moment van aankoop als (eerste) peildatum wordt gehanteerd (in plaats van het

376. Met ‘residuele koersdaling’ wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

377. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de uitspraak *Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34, 39 (2d Cir. 2012): ‘The PSLRA’s legislative history indicates that Congress imposed this limitation because it believed that “[c]alculating damages based on the date corrective information is disclosed *may substantially overestimate plaintiff’s actual damages.*” (...) It intended the “bounce back” provision to have the effect of “*limiting damages to those losses caused by the fraud and not by other market conditions.*” (...) Aside from imposing the “bounce back” cap on recoverable damages, Congress did not otherwise disturb the traditional out-of-pocket method for calculating damages in the PSLRA.’ (curs. *ACWP*)

378. Zie onder meer Thompson 1996; Dickey & Mayer 1996; Scudder 1997; Booth 2004.

379. Zie voor andere punten van kritiek Scudder 1997, p. 460-467.

380. Zie over dit probleem onder meer Dickey & Mayer 1996, p. 1213; Scudder 1997, p. 463; Booth 2004, p. 1047-1048.

HOOFDSTUK 6

moment van de bekendwording van de misleiding).³⁸¹ In het scenario waarin deze externe factoren ervoor zorgen dat de koers tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo *daalt*,³⁸² heeft deze peildatumkeuze tot gevolg dat de *damages cap* ten onrechte *te hoog* wordt vastgesteld. De regeling veronderstelt in dat geval immers impliciet dat deze koersdaling volledig is terug te voeren op (het bekend worden van) de misleidende informatie.³⁸³ En in het scenario waarin deze externe factoren ervoor zorgen dat de koers tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo *stijgt*,³⁸⁴ heeft de genoemde peildatumkeuze tot gevolg dat de *damages cap* ten onrechte *te laag* wordt vastgesteld. In dat geval veronderstelt de regeling immers impliciet dat deze koersstijging ervoor zorgt dat de benadeelde beleggers voor hun koersschade geheel of gedeeltelijk worden gecompenseerd. Men zou ook kunnen zeggen dat de schadevergoeding van de beleggers door de koersstijging dan als het ware geheel of gedeeltelijk wordt ‘opgegeten’. Alleen in het scenario waarin de koers tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo op hetzelfde niveau blijft,³⁸⁵ wordt de *damages cap* – in dit opzicht – op de juiste wijze vastgesteld (de andere twee tekortkomingen kunnen uiteraard nog roet in het eten gooien).

Een tweede punt waarop de regeling tekortschiet, is dat bij het bepalen van de *damages cap* ten onrechte geen rekening wordt gehouden met het

-
381. Het gaat hier om de eerste peildatum, want in zekere zin kan ook het moment waarop de misleiding bekend wordt als een peildatum worden opgevat. Dat is namelijk het moment waarop de bedoelde negentig-dagen-periode ingaat.
 382. Met ‘tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo dalen’ bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), lager is dan de koers op het moment van aankoop. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog stijgt, maar zij stijgt over de genoemde periode in dat geval alleen minder dan dat zij daalt.
 383. Volledigheidshalve wijs ik erop dat het feit dat in het scenario waarin de koers – onder invloed van externe factoren – over het tijdvak van de misleiding per saldo daalt de *damages cap* te hoog wordt vastgesteld, geen gevolgen hoeft te hebben voor de hoogte van de door de beleggers te ontvangen schadevergoeding. Het koersverlies dat is terug te voeren op externe factoren kan immers nog op de schadevergoeding in mindering worden gebracht aan de hand van het vereiste van *loss causation*.
 384. Met ‘tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo stijgen’ bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), hoger is dan de koers op het moment van aankoop. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog daalt, maar zij daalt over de genoemde periode in dat geval alleen minder dan dat zij stijgt.
 385. Met ‘tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo op hetzelfde niveau blijven’ bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), gelijk is aan de koers op het moment van aankoop. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog stijgt of daalt, maar de koersstijgingen en –dalingen heffen elkaar in dat geval precies op.

feit dat tijdens de *look back period* ook factoren die met de misleiding geen enkel verband houden de koers kunnen beïnvloeden.³⁸⁶ Bij het corrigeren van de geobserveerde koersdaling voor het *crash*-effect wordt er met andere woorden geen rekening mee gehouden dat de koersbeweging die over deze periode wordt geobserveerd niet slechts hoeft te bestaan uit het herstellen van de koers naar aanleiding van de *crash*, maar dat deze mede kan bestaan uit een koersstijging of –daling veroorzaakt door (aan de misleiding) externe factoren. In het scenario waarin deze externe factoren ervoor zorgen dat de koers over de *look back period* – ceteris paribus – daalt,³⁸⁷ betekent dit dat de *damages cap* ten onrechte te hoog wordt vastgesteld.³⁸⁸ En in het scenario waarin deze externe factoren ervoor zorgen dat de koers over de *look back period* – ceteris paribus – stijgt,³⁸⁹ betekent dit dat de *damages cap* ten onrechte te laag wordt vastgesteld (en de schadevergoeding van de beleggers geheel of gedeeltelijk wordt ‘opgegeten’). Alleen in het scenario waarin de koers over de *look back period* – ceteris paribus – constant blijft,³⁹⁰ wordt de *damages cap* – in dit opzicht – op de juiste wijze vastgesteld.

Een derde punt waarop de regeling tekortschiet (dat overigens in het verlengde ligt van het vorige punt), is dat zij niet alleen van toepassing is in de situatie waarin (is vastgesteld dat) daadwerkelijk een *crash* heeft plaatsgevonden, maar dat zij ook onverminderd van toepassing is in de situatie waarin zich in het geheel geen *crash* heeft voorgedaan. Dat ook dit onbedoelde neveneffecten heeft, blijkt onder meer wanneer in de laatstgenoemde situatie (aan de misleiding) externe factoren ervoor

386. Zie over dit probleem onder meer Thompson 1996, p. 1194-1199; Dickey & Mayer 1996, p. 1211; Scudder 1997, p. 462; Booth 2004, 1048-1049.

387. Met het ‘ceteris paribus dalen van de koers’ bedoel ik dat de koers per saldo daalt, wanneer wordt geabstraheerd van het koerseffect van de *crash* en van het koersherstel dat nadien intreedt.

388. Volledigheidshalve wijs ik erop dat het feit dat in het scenario waarin de koers – onder invloed van externe factoren – over de *look back period* per saldo daalt de *damages cap* te hoog wordt vastgesteld, geen gevolgen hoeft te hebben voor de hoogte van de door de beleggers te ontvangen schadevergoeding. Het koersverlies dat is terug te voeren op externe factoren kan immers nog op de schadevergoeding in mindering worden gebracht aan de hand van het vereiste van *loss causation*.

389. Met het ‘ceteris paribus stijgen van de koers’ bedoel ik dat de koers per saldo stijgt, wanneer wordt geabstraheerd van het koerseffect van de *crash* en van het koersherstel dat nadien intreedt.

390. Met het ‘ceteris paribus constant blijven van de koers’ bedoel ik dat de koers per saldo constant blijft, wanneer wordt geabstraheerd van het koerseffect van de *crash* en van het koersherstel dat nadien intreedt.

HOOFDSTUK 6

zorgen dat de koers over de *look back period* per saldo stijgt.³⁹¹ In dat geval wordt immers ten onrechte verondersteld dat deze koersstijging volledig is terug te voeren op het herstellen van de koers naar aanleiding van een vermeende *crash*, terwijl er in werkelijkheid helemaal geen *crash* heeft plaatsgevonden. De consequentie hiervan is wederom dat de schadevergoeding van de beleggers door de koersstijging geheel of gedeeltelijk wordt ‘opgegeten’.

Het grillige karakter van de *damages cap*, blijkt overigens mede uit het feit dat de hierboven beschreven neveneffecten zich in sterkere mate voordoen naarmate het (systematische) risico dat aan het litigieuze aandeel is verbonden, groter is (dus naarmate het aandeel een zogenaemde grotere ‘Beta’ heeft).³⁹² Hoe groter namelijk het (systematische) risico van het desbetreffende aandeel, hoe sterker het zal reageren op macro-economische en/of sectorspecifieke ontwikkelingen. Hierdoor zal bij risicovolle(re) aandelen – in vergelijking met minder risicovolle aandelen – de *damages cap* in sterkere mate onjuist worden vastgesteld.³⁹³ Voor dit verschil in behandeling tussen risicovolle(re) en minder risicovolle aandelen bestaat geen enkele objectieve rechtvaardiging en dat toont mede aan hoe ondoordacht de regeling is opgezet.

Gelet op bovenstaande tekortkomingen kan worden geconcludeerd dat de doelstelling van het beperken van de schadevergoeding tot de daadwerkelijk (als gevolg van de misleiding) geleden koersschade meestal niet wordt gerealiseerd. De regeling is te eenvoudig van opzet en daardoor is haar uitwerking nogal ongenueanceerd. Zij verdient wat mij betreft dan ook geen navolging in het Nederlandse recht.³⁹⁴

391. Met ‘over de *look back period* per saldo stijgen’ bedoel ik dat de koers aan het einde van de *look back period* op een hoger niveau staat dan aan het begin van deze periode. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog daalt, maar zij daalt over de genoemde periode in dat geval alleen minder dan dat zij stijgt.

392. De Beta van een aandeel is een bekend begrip in de financieel-economische wetenschap. Het betreft de parameter die de relatie uitdrukt tussen enerzijds het rendement (en risico) van het desbetreffende aandeel en anderzijds het rendement (en risico) van de relevante *benchmark*-portefeuille. De Beta is afkomstig uit het bekende Capital Asset Pricing Model (‘CAPM’). Zie voor een introductie over het CAPM Brealey, Myers & Allen 2014, p. 190-217; Hillier, Grinblatt & Titman 2012, p. 121-200; Gilson & Black 1993, p. 85-135..

393. Zie hierover Booth 2004, p. 1049-1051.

394. In gelijke zin De Jong 2010, p. 205-206.

6.4.4 *Rechtsvergelijking damages*

6.4.4.1 *Inleiding*

In deze paragraaf zal ik het Amerikaanse recht met het Nederlandse recht vergelijken op het punt van de schadevaststelling en de (hoogte van de) schadevergoeding bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie. In § 6.4.4.2 zal ik dat doen voor aansprakelijkheid wegens het aanbieden van effecten onder een misleidend *registration statement* (Section 11 Securities Act), in § 6.4.4.3 voor aansprakelijkheid wegens het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act (Section 12(a)(1) Securities Act) en in § 6.4.4.4 voor aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus (Section 12(a)(2) Securities Act).³⁹⁵ In § 6.4.4.5 ga ik daarna in op het vaststellen van de schade aan de hand van de *out-of-pocket*-maatstaf bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5. Tot slot sta ik in § 6.4.4.6 kort stil bij de (al dan niet) vergoeding van gederfd rendement op (hypothetische) alternatieve beleggingen.

6.4.4.2 *Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het aanbieden van effecten onder een misleidend registration statement (Section 11 Securities Act)*

a. Vier observaties bij de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) Securities Act

Bekijken we de gedetailleerde schadevergoedingsregeling van Section 11(e) Securities Act vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief, dan springen vier zaken in het oog.

Het eerste dat opvalt, is de uitzonderingsbepaling die van toepassing is wanneer de belegger zijn effecten verkoopt tussen het tijdstip van het instellen van de vordering en de datum uitspraak. Zoals uiteengezet in hoofdstuk 3, heeft deze bepaling tot gevolg dat de belegger ten tijde van de *date of suit* met een strategische beleggingsbeslissing wordt geconfronteerd.³⁹⁶

Het tweede dat opvalt, is dat bij het vaststellen van de schade de *date of suit* als peildatum wordt gekozen (althans, voor de beleggers die hun

395. Volledigheidshalve wijs ik erop dat Section 12(a)(2) strikt genomen niet alleen aansprakelijkheid vestigt wanneer bij het aanbieden en/of verkopen van effecten gebruik wordt gemaakt van een misleidend *prospectus*, maar ook wanneer anderzortige (mondelijke of schriftelijke) mededelingen worden gedaan die misleidende informatie bevatten.

396. Zie § 3.4.3.5.

HOOFDSTUK 6

aandelen tot na de datum uitspraak aanhouden) en niet het tijdstip waarop de misleiding bekend wordt. Deze peildatumkeuze heeft tot gevolg dat de hoogte van de rechtens vergoedbare schade afhankelijk wordt gesteld van aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) die tussen het tijdstip waarop de misleiding bekend wordt en de *date of suit* de koers mede beïnvloeden. In het scenario waarin deze externe factoren ervoor zorgen dat de koers tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo *daalt*,³⁹⁷ betekent dit dat de rechtens vergoedbare schade op een *hogere* bedrag wordt vastgesteld dan de misleiding daadwerkelijk heeft veroorzaakt. En in het scenario waarin deze externe factoren ervoor zorgen dat de koers tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo *stijgt*,³⁹⁸ betekent dit dat de rechtens vergoedbare schade op een *lager* bedrag wordt vastgesteld dan de misleiding daadwerkelijk heeft veroorzaakt.³⁹⁹ Beide uitkomsten acht ik op gespannen voet staan met het beginsel dat (niet meer en niet minder dan) de *werkelijk geleden* schade moet worden vergoed en derhalve onwenselijk. Wel moet ik er meteen op wijzen dat het effect van deze peildatumkeuze op de hoogte van de uiteindelijke schadevergoeding in de praktijk meestal niet al te groot zal zijn. In de eerste plaats zal het in de praktijk vaak zo zijn dat de *date of suit* relatief dicht bij het tijdstip van de bekendwording van de misleiding ligt. Daarnaast kan in de situatie waarin externe factoren ervoor zorgen dat de koers tussen de twee genoemde tijdstippen daalt, het te hoog vastgestelde schadebedrag alsnog worden gecorrigeerd aan de hand van de in Section 11(e) opgenomen *loss causation*-eis.⁴⁰⁰

Het derde punt dat opvalt aan de schadevergoedingsregeling van Section 11(e), is dat de regeling geen onderscheid maakt al naar gelang de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. Zowel voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben

397. Met 'tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo dalen' bedoel ik dat de koers ten tijde van de *date of suit* lager is dan de koers vlak na het bekend worden van de misleiding. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog stijgt, maar zij stijgt over de genoemde periode in dat geval alleen minder dan dat zij daalt.

398. Met 'tussen de twee genoemde tijdstippen per saldo stijgen' bedoel ik dat de koers ten tijde van de *date of suit* hoger is dan de koers vlak na het bekend worden van de misleiding. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog daalt, maar zij daalt over de genoemde periode in dat geval alleen minder dan dat zij stijgt.

399. Vgl. in dit verband de uitspraken *Amorosa v. AOL Time Warner Inc.*, 409 F. App'x 412, 416-417 (2d Cir. 2011); *In re Washington Mutual, Inc. Securities, Derivative & Erisa Litigation*, 2010 WL 4272567, at *13 (W.D. Wash. Oct. 12, 2010).

400. Zie over het *loss causation*-verweer van Section 11(e) § 3.4.3.5 *sub b*.

gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, als voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, geldt dezelfde wijze van schadevaststelling. Vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief vind ik dit een te grofmazige benadering.⁴⁰¹ Een zodanige benadering zou eventueel kunnen worden gerechtvaardigd met een beroep op de proceseconomie, omdat het slechts hoeven te oordelen over een bepaalde *claim* op één enkele feitelijke grondslag de (collectieve) afwikkeling van massaschade kan vergemakkelijken. Van een dergelijke rechtvaardiging blijkt echter niets uit de Amerikaanse wetsgeschiedenis.

Het vierde punt dat opvalt aan de schadevergoedingsregeling van Section 11(e), is dat niet aan de misleiding gerelateerde koersstijgingen die (na de aandelenuitgifte) plaatsvinden in de *after market*, ten koste kunnen gaan van de rechtens vergoedbare schade.⁴⁰² Dit wordt veroorzaakt door het feit dat bij het vaststellen van de schade de uitgifteprijs van de aandelen als plafond wordt gehanteerd. Twee scenario's kunnen in dit verband worden onderscheiden. Ten eerste is dat het scenario waarin de koers in de *after market* per saldo zodanig stijgt,⁴⁰³ dat de koers ten tijde van de *date of suit* (deze is dan inmiddels gecorrigeerd voor de misleidende informatie) hoger is dan de uitgifteprijs (zie hieronder figuur 1 voor een grafische illustratie). In dat geval wordt de gehele (rechtens vergoedbare) schade door de koersstijging als het ware 'opgegeten' en heeft geen enkele belegger recht op schadevergoeding. Dit geldt zowel voor de belegger die zijn aandelen in de primaire markt heeft gekocht, als voor de belegger die zijn aandelen in de *after market* heeft gekocht. Ten tweede is dat het scenario waarin de koers in de *after market* weliswaar per saldo stijgt,⁴⁰⁴ maar waarin zij (als gevolg van de bekendwording van de misleiding) ten tijde van de *date of suit* toch lager is dan de uitgifteprijs (zie hieronder

401. Voor het (geldende) Nederlandse recht past hierbij overigens wel de kanttekening dat uit het World Online-arrest van de Hoge Raad volgt dat voor de beleggers die hun aandelen in de *primaire* markt hebben gekocht, de eerstgenoemde feitelijke grondslag *niet* is toegelaten, zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1. Voor deze beleggers is dus ook naar (geldend) Nederlands recht de *facto sprake* van slechts één toegelaten wijze van schadevaststelling. Deze benadering heb ik in § 5.3.8 bekritiseerd.

402. Preciezer gezegd gaat het om koersstijgingen die plaatsvinden ten opzichte van de uitgifteprijs.

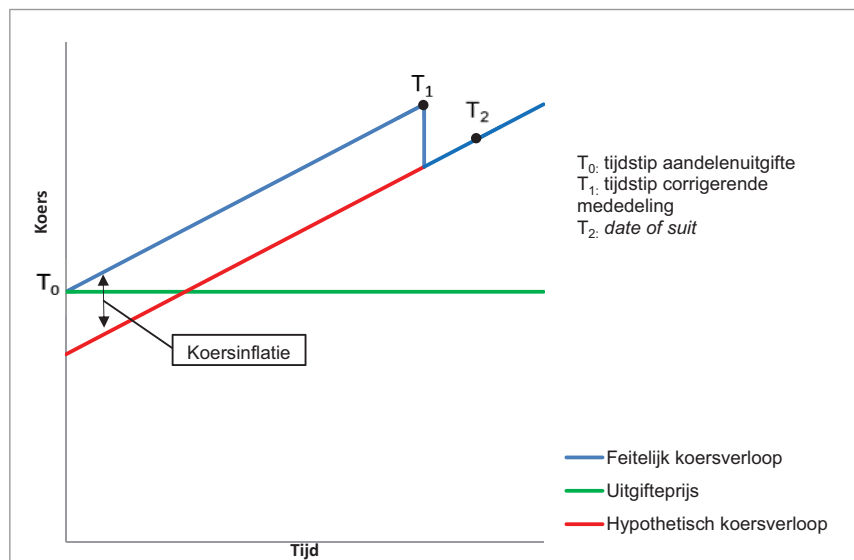
403. Met 'in de *after market* per saldo stijgen' bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), hoger is dan de introductiekoers. Ik sluit dus niet uit dat de koers in de *after market* ook nog daalt, maar zij daalt in dat geval alleen minder dan dat zij stijgt.

404. Idem.

HOOFDSTUK 6

figuur 2 voor een grafische illustratie). In dat geval wordt de (rechtens vergoedbare) schade door de koersstijging *gedeeltelijk* ‘opgegeten’ en krijgt de benadeelde belegger zijn schade slechts *gedeeltelijk* vergoed. Wederom geldt dit zowel voor de belegger die zijn aandelen in de primaire markt heeft gekocht, als voor de belegger die zijn aandelen in de *after market* heeft gekocht. Alleen in het scenario waarin de koers in de *after market* per saldo daalt,⁴⁰⁵ gaan eventuele koersstijgingen in de *after market* niet koste van de rechtens vergoedbare schade en wordt de benadeelde belegger derhalve volledig gecompenseerd.⁴⁰⁶

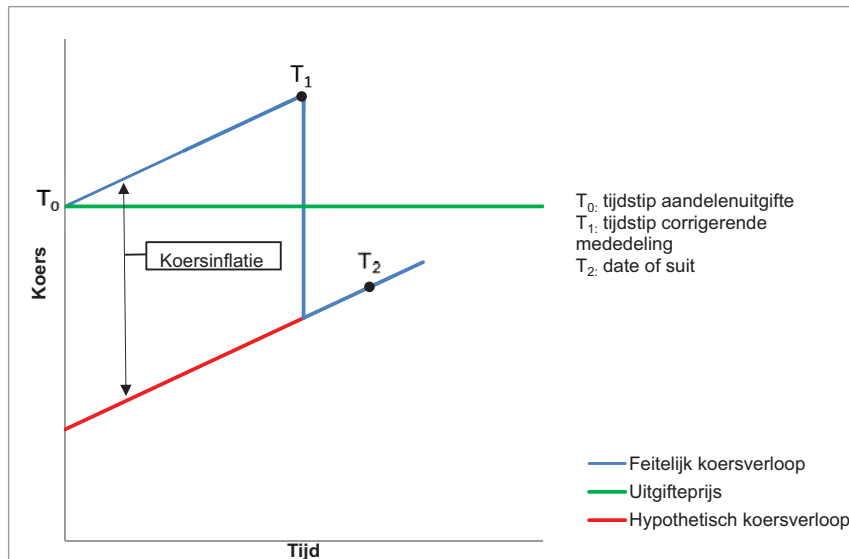
Figuur 1



405. Met 'in de *after market* per saldo dalen' bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), lager is dan de introductiekoers. Ik sluit dus niet uit dat de koers in de *after market* ook nog stijgt, maar zij stijgt in dat geval alleen minder dan dat zij daalt.

406. Weliswaar wordt in het scenario waarin de koers in de *after market* per saldo daalt de benadeelde belegger volledig voor de door de misleiding (direct) veroorzaakte koersschade gecompenseerd, maar dat betekent uiteraard niet dat hij ook wordt gecompenseerd voor het koersverlies dat primair is terug te voeren op (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico's. Vergoeding van dit koersverlies stuit immers af op het vereiste van *loss causation*.

Figuur 2



Aan het principe om een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging in de *after market* ten koste te laten gaan van de rechte vergoedbare schade, zijn mijns inziens verschillende bezwaren verbonden. In de eerste plaats staat dit principe op gespannen voet met het grondbeginsel van schadevergoedingsrecht dat de benadeelde zoveel mogelijk in de toestand dient te worden gebracht waarin hij zou hebben verkeerd als de schadeveroorzakende gebeurtenis achterwege was gebleven. Bij afwezigheid van de misleiding zou de benadeelde belegger namelijk ten volle van deze koersstijging hebben kunnen profiteren, zodat het verrekenen van een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging met de door de belegger te ontvangen schadevergoeding betekent dat hij niet volledig voor de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie wordt gecompenseerd.⁴⁰⁷ Uitgaande van het beginsel dat de *werkelijk geleden* schade volledig dient te worden vergoed, bestaat er met andere woorden geen enkele rechtvaardiging voor om de belegger het voordeel van een dergelijke koers-

407. Vgl. in dit verband in het kader van de schadevaststelling bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 de uitspraken *Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34, 41 (2d Cir. 2012); *Goldberg v. Household Bank*, 890 F.2d 965, 966-967 (7th Cir. 1989); *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824, 831-832 (8th Cir. 2003); *In re Sanofi-Aventis Securities Litigation*, 293 F.R.D. 449, 455 (S.D.N.Y. 2013). Zie in dit verband ook de bekende *concurring opinion* van Judge Sneed in de zaak *Green v. Occidental Petroleum Corporation*, 541 F.2d 1335, 1346 (9th Cir. 1976).

HOOFDSTUK 6

stijging te onthouden door deze op zijn schadevergoeding in mindering te brengen. In de tweede plaats heeft deze benadering ongewenste neven-effecten. Zo werkt zij onder meer in de hand dat arbitrageurs en andere professionele beleggers worden ontmoedigd in hun activiteiten bestaande uit het opsporen van marktinefficiënties.⁴⁰⁸ Zij worden hierin ontmoedigd, omdat zodra zij bepaalde positieve informatie hebben opgespoord die nog niet in de koers is verwerkt, altijd het risico bestaat dat zij niet (volledig) voor hun zoekactie worden beloond, aangezien de koersstijging die (op een later moment) plaatsvindt als de desbetreffende informatie publiekelijk bekend wordt voor hen ten koste kan gaan van een eventueel te ontvangen schadevergoeding. Gegeven het feit dat de activiteiten van deze ‘slimme’ beleggers onmisbaar zijn voor het in stand houden van een efficiënte effectenmarkt, heeft de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) een negatieve uitwerking op de marktefficiëntie. Meer in het algemeen zou men kunnen zeggen dat beleggen geen ‘fair game’ meer is, wanneer je als belegger niet (volledig) van een koersstijging kunt profiteren omdat deze wordt verrekend met een eventueel te ontvangen schadevergoeding, terwijl je van een (niet aan de misleiding gerelateerde) koersdaling wel altijd het volledige verlies zult dragen aangezien deze in een eventuele schadevergoeding niet wordt meegenomen. Dit heeft op zijn beurt tot gevolg dat het vertrouwen van het beleggende publiek in de (integriteit van de) effectenmarkt afneemt, hetgeen eveneens een negatieve uitwerking heeft op de marktefficiëntie.

Gegeven de bezwaren die verbonden zijn aan het principe om een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging in de *after market* ten koste te laten gaan van de rechtens vergoedbare schade, verdient deze benadering in het Nederlandse recht mijns inziens geen navolging als de benadeelde belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*.⁴⁰⁹ Dit ligt anders voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel* niet zou hebben gekocht. Voor deze belegger kan een koersstijging in de *after market* naar Nederlands recht eventueel wel geheel of gedeeltelijk ten koste gaan van zijn schadevergoeding. Of dit laatste daadwerkelijk het geval is, hangt echter niet alleen af van de koersontwikkeling van het litigieuze aandeel in de feitelijke situatie met misleiding, maar ook van de

408. Zie over dit neveneffect in het kader van de schadevaststelling bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 Fox 2005a, p. 522 en Fox 2005b, p. 1571.

409. Zie in dit verband ook mijn betoog in § 6.4.4.5 over de schadevaststelling bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 in het scenario van een stijgend koersverloop over het tijdvak van de misleiding.

ontwikkeling van de vermogenspositie van de desbetreffende belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding.⁴¹⁰

b. Twee observaties van rechtsvergelijkende aard bij de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) Securities Act

Vergelijken we de schadebegrotingsmaatstaf van Section 11(e) Securities Act vervolgens met de (in hoofdstuk 5 verdedigde) relevante maatstaven naar Nederlands recht voor het scenario waarin de koers in de *after market* per saldo daalt⁴¹¹ en de belegger zijn aandelen tot na de datum uitspraak aanhoudt,⁴¹² dan passen daarbij twee observaties.⁴¹³

In de eerste plaats merk ik op dat voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, de hoogte van de rechtens toerekenbare schade naar Nederlands recht gelijk is (in theorie althans) aan de schade die op grond van Section 11(e) voor vergoeding in aanmerking komt, mits de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding constant blijft of afneemt (maar in ieder geval niet toeneemt).^{414, 415} Naar Nederlands recht is de rechtens toerekenbare schade in dat geval namelijk gelijk aan de op het moment van de bekendwording van de misleiding resterende koersinflatie

410. Vgl. in dit verband Rb. Amsterdam 11 juni 2008, *JOR* 2009/133 (Stichting Claim Lengai/Feederlines BV e.a.), r.o. 4.3.2. In deze zaak werd (onder meer) Fortis Bank aansprakelijk gesteld vanwege haar betrokkenheid bij een uitgifte van participaties door een commanditaire vennootschap waarbij gebruik was gemaakt van een misleidend prospectus.

411. Zie voor de uitleg van de term 'in de *after market* per saldo dalen' hierboven *sub a*.

412. Wanneer wordt uitgegaan van de situatie waarin de belegger zijn aandelen tot na de datum uitspraak aanhoudt, is de genoemde uitzonderingsbepaling van Section 11(e) dus niet van toepassing.

413. Zie voor de relevante maatstaven naar Nederlands recht § 5.5.2 en § 5.5.3.

414. Zoals reeds opgemerkt, volgt uit het World Online-arrest dat de feitelijke grondslag waarbij de belegger zich op het standpunt stelt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, naar (geldend) Nederlands recht alleen is toegelaten voor de beleggers die hun aandelen op de *secundaire* markt hebben gekocht (en dus *niet* voor de beleggers die hun aandelen op de *primaire* markt hebben gekocht). Deze benadering heb ik in § 5.3.8 bekritiseerd. Zoals ik aldaar heb verdedigd, dient deze feitelijke grondslag ook te worden toegelaten voor de beleggers die hun aandelen op de *primaire* markt hebben gekocht.

415. In de in de vorige voetnoot verdedigde opvatting dient het begrip 'koersinflatie' overigens wel enigszins te worden genuanceerd. Er kan namelijk pas worden gesproken van een 'koers' vanaf het moment dat de aandelen in de notering zijn opgenomen en op de beurs worden verhandeld. Het is derhalve niet geheel juist om te spreken van 'koersinflatie in de uitgifteprijs'.

HOOFDSTUK 6

en bij aansprakelijkheid op grond van Section 11(e) is dat mijns inziens niet anders.⁴¹⁶ Bij de laatstgenoemde aansprakelijkheid komt vanwege de in Section 11(e) opgenomen *loss causation*-correctie het koersverlies dat primair is terug te voeren op (aan de misleiding) externe factoren immers niet voor vergoeding in aanmerking en dat geldt ook voor het koersverlies dat voortkomt uit een afname van de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee een afname van de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding.⁴¹⁷ Alleen in het scenario waarin de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding toeneemt, is voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, de rechtens toerekenbare schade naar Nederlands recht niet gelijk aan de schade die op grond van Section 11(e) voor vergoeding in aanmerking komt. Naar Nederlands recht is voor deze belegger de rechtens toerekenbare schade dan namelijk beperkt tot de koersinflatie op het moment van aankoop, terwijl volgens de maatstaf van Section 11(e) dan vermoedelijk het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt.^{418, 419}

In de tweede plaats wijs ik erop dat voor de belegger die bij afwezigheid van de misleidende informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, de hoogte van de rechtens toerekenbare schade naar Nederlands recht gelijk is (in theorie althans) aan de schade die op grond van Section 11(e) voor vergoeding in aanmerking komt, mits (ook) voor het Nederlands recht de aanname wordt gehanteerd dat in de hypothetische situatie zonder misleiding de vermogenspositie van de belegger gelijk zou zijn gebleven (dit is de aanname die impliciet aan de schadebegrotingsmaatstaf van Section 11(e) ten grondslag ligt). Voor beide stelsels geldt immers dat koersverliezen die niet (direct) aan de misleiding

416. Zie over de rechtens toerekenbare schade naar Nederlands recht § 5.5.2.3 *sub a*.

417. Zie over de *loss causation*-correctie van Section 11(e) § 3.4.3.5 *sub b*.

418. Zie over de rechtens toerekenbare schade van de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, naar Nederlands recht § 5.5.2.3 *sub a*.

419. Dat in het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toeneemt volgens de maatstaf van Section 11(e) het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt, volgt mijns inziens uit het zogenoemde ‘ex post-perspectief’ dat deze maatstaf (impliciet) tot uitgangspunt neemt. Dit ex-post perspectief houdt in dat bij het vaststellen van de (rechtens vergoedbare) schade wordt aangeknoopt bij de (residuele) koersdaling die intreedt op het moment waarop de misleiding bekend wordt. Zie over dit ex post-perspectief Fox 2005a, p. 511-513.

zijn gerelateerd niet voor vergoeding in aanmerking komen en de rechtens toerekenbare schade is beperkt tot het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie.⁴²⁰ Bij aansprakelijkheid op grond van Section 11(e) wordt deze uitkomst bereikt via de in deze bepaling opgenomen *loss causation*-correctie en naar Nederlands recht via het toerekeningsverband van art. 6:98 BW. Overigens is voor de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht – onder de genoemde aanname – de hoogte van de rechtens toerekenbare schade onder beide stelsels gelijk, ongeacht of de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding toe- of afneemt dan wel constant blijft. Voor deze belegger geldt namelijk onder beide stelsels dat de rechtens toerekenbare schade steeds gelijk is aan de op het moment van de bekendwording van de misleiding resterende koersinflatie.⁴²¹

c. Conclusie op basis van rechtsvergelijking

Op grond van bovenstaande analyse kom ik tot de conclusie dat het wat mij betreft geen aanbeveling verdient de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) voor het Nederlandse recht over te nemen.⁴²² In de eerste plaats vind ik het ongenueanceerd dat in de regeling geen onderscheid wordt gemaakt al naar gelang de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. Daarnaast staat de regeling mijns inziens op gespannen voet met het onder het Nederlandse recht geldende uitgangspunt dat (niet meer en niet minder dan) de *werkelijk geleden* schade moet worden vergoed. Voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, is dit zo, omdat een koersstijging in de *after market* voor deze belegger ten koste gaat van de rechtens

420. Zie over de schadevergoeding van de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht naar Nederlands recht § 5.5.3.2 *sub a*.

421. Dat in het scenario van een over het tijdvak van de misleiding fluctuerende koersinflatie volgens de maatstaf van Section 11(e) de rechtens toerekenbare schade gelijk is aan de op het moment van de bekendwording van de misleiding resterende koersinflatie, volgt mijns inziens wederom uit het eerdergenoemde ex post-perspectief dat deze maatstaf (impliciet) tot uitgangspunt neemt. Zie over de rechtens toerekenbare schade van de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht naar Nederlands recht § 5.5.3.2 *sub a*.

422. Vgl. De Jong 2010, p. 104.

HOOFDSTUK 6

vergoedbare schade.⁴²³ Voor de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht is dit zo, omdat Section 11(e) de impliciete veronderstelling hanteert dat in de hypothetische situatie zonder misleiding de vermogenspositie van de belegger gelijk zou zijn gebleven.⁴²⁴ Het zojuist genoemde uitgangspunt vereist echter dat het rendement dat de belegger thans (in de feitelijke situatie met misleiding) op het litigieuze aandeel heeft behaald wordt vergeleken met het rendement dat de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding *op een alternatieve belegging* zou hebben behaald.

6.4.4.3 *Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act (Section 12(a)(1) Securities Act)*

De schadevergoedingsmaatstaf bij aansprakelijkheid op grond van Section 12(a)(1) Securities Act ('*rescission*' of '*rescissory damages*') is vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief nogal ruimhartig. Vanwege het ontbreken van een *loss causation*-verweer krijgt de eisende belegger namelijk zijn volledige beleggingsverlies gecompenseerd, ook voor zover dat primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren.⁴²⁵ In de regel leidt dat tot een onbillijk resultaat. Zo'n onbillijk resultaat zou enigszins kunnen worden gecorrigeerd, wanneer als peildatum voor de schadevaststelling (of de ontbinding) een tijdstip zou kunnen worden gekozen dat zo dicht mogelijk is gelegen bij het tijdstip van de bekendwording van misleiding. Een zodanige peildatumkeuze is bij aansprakelijkheid op grond van Section 12 echter niet toegelaten. De enige peildatum die in het kader van Section 12 wordt gehanteerd, is – al naar gelang de eisende belegger zijn aandelen al dan niet tussentijds heeft verkocht – (i) het tijdstip van verkoop, of (ii) het tijdstip waarop de litigieuze transactie wordt ontbonden (de '*date of judgement*').⁴²⁶ Alleen de strenge verja-

423. De regel dat een (niet aan de misleiding gerelateerde) koersstijging in de *after market* ten koste gaat van de rechtens vergoedbare schade, kan overigens ook voor de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht op gespannen voet staan met het uitgangspunt dat de *werkelijk geleden* schade volledig moet worden vergoed. Of dit laatste daadwerkelijk het geval is, hangt echter niet alleen af van de koersontwikkeling van het litigieuze aandeel in de feitelijke situatie met misleiding, maar ook van de ontwikkeling van de vermogenspositie van de desbetreffende belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding.

424. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 104.

425. Vanwege het beschermende karakter van de bepaling was dit een welbewuste keuze van de Amerikaanse wetgever. Zie hierover Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[1][E].

426. Ik wijs erop dat deze peildatum niet expliciet in de wet wordt genoemd. Door de wijze van schadevaststelling van Section 12 ligt zij er echter wel – impliciet – in besloten.

ringsregeling die van toepassing is op vorderingen uit hoofde van Section 12(a)(1), zorgt ervoor dat de scherpe kantjes er een beetje van af worden geslepen.⁴²⁷

Wat mij betreft verdient de schadevergoedingsmaatstaf van Section 12(a)(1) geen navolging in het Nederlandse recht. Ook koersverlies dat primair is terug te voeren op (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico's komt volgens deze regeling immers voor vergoeding in aanmerking en daarmee pakt zij mijns inziens te streng uit voor de aansprakelijke persoon of rechtspersoon.

6.4.4.4 Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus (Section 12(a)(2) Securities Act)

De schadevergoedingsmaatstaf van Section 12(a)(2) Securities Act is minder ruimhartig dan die van Section 12(a)(1) Securities Act. Bij de eerstgenoemde aansprakelijkheidsgrond heeft de gedaagde op grond van Section 12(b) namelijk de mogelijkheid een *loss causation*-verweer te voeren en dat betekent dat koersverliezen die primair zijn terug te voeren op (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico's in beginsel niet voor vergoeding in aanmerking komen. Het aan de schadevergoedingsmaatstaf van Section 12(a)(1) verbonden bezwaar dat zij voor de aansprakelijke persoon of rechtspersoon te streng kan uitpakken, doet zich bij de maatstaf van Section 12(a)(2) dus niet voor. Toch verdient ook de schadevergoedingsregeling van Section 12(a)(2) mijns inziens geen navolging in het Nederlandse recht. De reden hiervoor is dat ik moeite heb met de peildatum die in het kader van (schadevaststelling op grond van) Section 12(a) wordt gehanteerd. Deze peildatum is zoals ik al opmerkte gelijk aan – afhankelijk van het feit of de eisende belegger zijn aandelen al dan niet tussentijds heeft verkocht – (i) het tijdstip van verkoop, of (ii) het tijdstip waarop de litigieuze transactie wordt ontbonden. Een zodanige peildatumkeuze acht ik bezwaarlijk, omdat zij als nadelig effect heeft dat niet aan de misleiding gerelateerde koersstijgingen die plaatsvinden tussen de datum van aankoop van de litigieuze aandelen en de peildatum, ten koste kunnen gaan van de rechtens vergoedbare schade. De schadevergoeding waarop de benadeelde belegger recht heeft, is in dat geval dus lager dan de koersschade die daadwerkelijk door de misleiding is veroorzaakt. Dat staat mijns inziens op gespannen voet met het beginsel van *volledige* schadevergoeding. Voor een nadere toelichting

427. Zie over deze verjaringsregeling Hazen, 2 Law Securities Regulation § 7.2[1][C] en § 7.10.

HOOFDSTUK 6

verwijs ik naar mijn kritiek op de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) aan het slot van § 6.4.4.2 *sub a*.

De in het kader van Section 12 te hanteren peildatum levert overigens geen problemen op in het scenario waarin aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorspecifieke en/of (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke factoren) tussen de datum van aankoop en de peildatum in *negatieve* zin op de koers inwerken. Een eventueel daardoor te hoog vastgesteld schadebedrag kan in dat geval immers alsnog worden gecorrigeerd aan de hand van de in Section 12(b) opgenomen *loss causation*-eis.

6.4.4.5 *Schadevaststelling en –vergoeding bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen op grond van SEC-regel 10b-5*

Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 wordt in *fraud-on-the-market*-zaken zoals reeds opgemerkt standaard de *out-of-pocket*-maatstaf als schadebegrotingsmaatstaf toegepast. Deze maatstaf wordt toegepast ongeacht de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. In *fraud-on-the-market*-zaken wordt dus min of meer als vanzelfsprekend verondersteld dat de belegger de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie als schadevergoeding vordert. Dit is een relevant verschil met het Nederlandse recht, want daarvoor heb ik verdedigd dat bij het causaal verband en de schadevaststelling steeds goed moet worden onderscheiden naar de feitelijke grondslag waarmee de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding onderbouwt.⁴²⁸ Naar Nederlands recht is de *out-of-pocket*-maatstaf mijns inziens alleen de geëigende maatstaf voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*.⁴²⁹

Schadevaststelling via de *out-of-pocket*-maatstaf betekent in het Amerikaanse recht overigens niet per definitie dat de aldus vastgestelde schade ook daadwerkelijk (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. Zo zal in het scenario waarin aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) ervoor zorgen dat de

428. Zie § 5.3.2.

429. Zie § 5.5.2.2.

koers over het tijdvak van de misleiding per saldo zodanig stijgt⁴³⁰ dat de belegger in absolute zin geen koersverlies lijdt⁴³¹ (of de koers zodanig stijgt dat het door de belegger geleden koersverlies kleiner is dan het bedrag van de oorspronkelijke koersinflatie), de belegger geen (volledige) compensatie krijgen voor de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie.^{432, 433} De PSLRA's *damages cap* zorgt er in dat geval immers voor dat zijn schadevergoeding door de koersstijging geheel of gedeeltelijk wordt 'opgegeten'. Voor een nadere uitleg verwijs ik naar mijn analyse in § 6.4.3.

Aan het principe om een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging die plaatsvindt in het tijdvak van de misleiding ten koste te laten gaan van de rechtens vergoedbare schade, kleven mijns inziens verschillende bezwaren.⁴³⁴ In de eerste plaats staat dit principe op gespannen voet met het grondbeginsel van schadevergoedingsrecht dat de benadeelde zoveel mogelijk in de toestand dient te worden gebracht waarin hij zou hebben verkeerd als de schadeveroorzakende gebeurtenis achterwege was gebleven. Bij afwezigheid van de misleiding zou de benadeelde belegger namelijk ten volle van deze koersstijging hebben kunnen profiteren, zodat het verrekenen van een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging met de door de belegger te ontvangen schadevergoeding betekent

430. Met 'over het tijdvak van de misleiding per saldo stijgen' bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), hoger is dan de koers op het moment van aankoop. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog daalt, maar zij daalt tussen deze twee tijdstippen in dat geval alleen minder dan dat zij stijgt.

431. Met het 'in absolute zin geen koersverlies lijden' bedoel ik dat de koers ook na het bekend worden van de misleiding nog steeds hoger is dan de koers op het moment van aankoop.

432. Voor een grafische illustratie van dit scenario verwijs ik naar de twee figuren die zijn opgenomen in § 6.4.4.2 *sub a* in het kader van mijn analyse van de schadevergoedingsregeling van Section 11(e).

433. Volgens De Jong bestaat in het Amerikaanse recht over deze kwestie nog onduidelijkheid, zie De Jong 2010, p. 205. Dat ben ik niet met hem eens. Mijns inziens volgt uit de PSLRA's *damages cap* dat in het scenario waarin aan de misleiding externe factoren ervoor zorgen dat de koers in het tijdvak van de misleiding stijgt, de belegger niet of slechts gedeeltelijk wordt gecompenseerd voor de door hem betaalde koersinflatie. Wel ben ik met De Jong eens dat de desbetreffende overweging van de Supreme Court in de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 343 (2005) in dit verband enige verwarring schept.

434. In hun analyse van de toepassing van de PSLRA's *damages cap* in rechterlijke uitspraken en schikkingen worden deze bezwaren door Galley e.a mijns inziens ten onrechte veronachtzaamd, zie Galley e.a. 2014, p. 7-9. De door mij in de hoofdttekst genoemde bezwaren gelden overigens ook voor de tweede correctie ('Adjustment 2') die Galley e.a. bespreken voor het in mindering brengen van door de belegger (vermeend) behaalde voordelen op de rechtens vergoedbare schade.

HOOFDSTUK 6

dat hij niet volledig voor de door hem betaalde koersinflatie wordt gecompenseerd.⁴³⁵ In de tweede plaats heeft deze benadering als nadelige consequentie dat arbitrageurs en andere professionele beleggers worden ontmoedigd in hun activiteiten bestaande uit het opsporen van markt-*inefficiënties*, hetgeen op zijn beurt weer een negatieve uitwerking heeft op de marktefficiëntie.⁴³⁶ Ik verwijs naar mijn kritiek op de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) aan het slot van § 6.4.4.2 *sub a*. In de derde plaats werkt deze benadering in de hand dat beleggen geen ‘fair game’ meer is. Je kunt als belegger immers niet (volledig) van een koersstijging profiteren omdat deze wordt verrekend met een eventueel te ontvangen schadevergoeding, terwijl je van een (niet aan de misleiding gerelateerde) koersdaling wel altijd het volledige verlies zult dragen aangezien deze in een eventuele schadevergoeding niet wordt meegenomen. Ook dit heeft een negatieve uitwerking op de marktefficiëntie. Ik verwijs wederom naar mijn kritiek op de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) aan het slot van § 6.4.4.2 *sub a*.

Gegeven de hier genoemde bezwaren, verdient de Amerikaanse benadering om een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging in mindering te brengen op de rechtens vergoedbare schade in het Nederlandse recht mijns inziens geen navolging, als de benadeelde belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Dit ligt anders voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Uitgaande van de methode van vermogensvergelijking zoals die naar Nederlands recht wordt toegepast, kan voor deze belegger een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging die plaatsvindt in het tijdvak van de misleiding namelijk eventueel wel geheel of gedeeltelijk ten koste gaan van zijn schadevergoeding. Ik verwijs naar mijn slotopmerking in § 6.4.4.2 *sub a*.

Om dezelfde reden als dat ik het onjuist acht om een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging die zich voordoet *in het tijdvak van de misleiding* te verdisconteren in de rechtens vergoedbare schade, acht ik

435. Vgl. in dit verband de uitspraken *Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34, 41 (2d Cir. 2012); *Goldberg v. Household Bank*, 890 F.2d 965, 966-967 (7th Cir. 1989); *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824, 831-832 (8th Cir. 2003); *In re Sanofi-Aventis Securities Litigation*, 293 F.R.D. 449, 455 (S.D.N.Y. 2013). Zie in dit verband ook de bekende *concurring opinion* van Judge Sneed in de zaak *Green v. Occidental Petroleum Corporation*, 541 F.2d 1335, 1346 (9th Cir. 1976).

436. Zie over dit bezwaar *Fox 2005a*, p. 522 en *Fox 2005b*, p. 1571.

het overigens ook onjuist om een koersstijging die zich voordoet *nadat de misleiding (volledig) bekend is geworden* in mindering te brengen op de rechtens vergoedbare schade.⁴³⁷ In hoofdstuk 5 (zie § 5.5.2.2 *sub a* en *sub b* respectievelijk § 5.5.3.1 *sub a*) heb ik – in navolging van De Jong⁴³⁸ en in tegenstelling tot Franx⁴³⁹ – voor het Nederlandse recht dan ook verdedigd om bij de schadevaststelling van koersontwikkelingen die plaatsvinden na het (volledig) bekend worden van de misleiding te abstraheren.⁴⁴⁰

6.4.4.6 Vergoeding van gederfd rendement

Over de vergoeding van gederfd rendement dat de eisende belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding op *alternatieve* beleggingen eventueel zou hebben behaald, kan ik kort zijn.⁴⁴¹ Naar Amerikaanse recht wordt in geval van misleiding bij publiek verhandelde effecten (*fraud-on-the-market*) dergelijke schade niet gecompenseerd.⁴⁴² Bij aansprakelijkheid op grond van de Securities Act volgt dit direct uit de wettelijke schadebegrotingsmaatstaven van Section 11(e) respectievelijk

437. Het scenario waarin externe factoren ervoor zorgen dat de koers na het bekend worden van de misleiding zodanig stijgt dat de eisende belegger in absolute zin geen koersverlies lijdt, deed zich voor in onder meer de uitspraken *Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings Ltd.*, 692 F.3d 34 (2d Cir. 2012); *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824, 831-832 (8th Cir. 2003); *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 123 F. Supp. 3d 424, 438-441 (S.D.N.Y. 2015); *Abrams v. MiMedx Group, Inc.*, 37 F. Supp. 3d 1271, 1276-1277 (N.D. Ga. 2014); *In re Sanofi-Aventis Securities Litigation*, 293 F.R.D. 449, 455 (S.D.N.Y. 2013).

438. Zie De Jong 2010, p. 205.

439. Franx stelt zich op het standpunt dat een koersstijging die plaatsvindt na het (volledig) bekend worden van de misleiding, op de schadevergoeding in mindering dient te worden gebracht, zie Franx 2017, p. 258.

440. Volledigheidshalve wijs ik erop dat voor zover na de (eerste) corrigerende mededeling nog koersontwikkelingen plaatsvinden die licht werpen op de omvang van de misleiding en daarmee op de omvang van de koersinflatie (deze koersontwikkelingen zijn met andere woorden aan de misleiding gerelateerd), deze uiteraard wel bij de schadevaststelling dienen te worden meegenomen. Zie in dit verband ook § 7.3.

441. Is per saldo sprake van een stijgend koersverloop over het tijdvak van de misleiding, dan zou eventueel ook (vergoeding van) de door de belegger betaalde koersinflatie kunnen worden opgevat als (vergoeding van) gederfd rendement. Zulk gederfd rendement dient mijns inziens zonder meer voor vergoeding in aanmerking te komen. Het gederfde rendement waar het in deze paragraaf echter om gaat, is gederfd rendement dat eventueel zou zijn behaald op *alternatieve* beleggingen in de hypothetische situatie zonder misleiding.

442. Ik wijs erop dat er in de lagere rechtspraak een paar voorbeelden zijn te vinden waarin vergoeding van gederfde winst is toegewezen bij misleiding in het kader van een *face-to-face*-transactie.

HOOFDSTUK 6

Section 12 Securities Act. Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 volgt dit uit (schadevaststelling via) de *out-of-pocket*-maatstaf. Volgens deze maatstaf komt slechts de koersinflatie op het moment van aankoop voor vergoeding in aanmerking en dat betekent dat er geen ruimte is voor vergoeding van gederfd rendement op (hypothetische) alternatieve beleggingen. Voor het Nederlandse recht sta ik dezelfde benadering voor. Zowel de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, als de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dient mijns inziens niet te worden gecompenseerd voor gederfd rendement op (hypothetische) alternatieve beleggingen.^{443, 444}

443. Zie voor de eerstgenoemde belegger § 5.5.2.3 *sub f* en voor de laatstgenoemde belegger § 5.5.3.2 *sub b*.

444. Anders Franx 2017, p. 256-258, die van mening is dat gederfd rendement op (hypothetische) alternatieve beleggingen wel voor vergoeding in aanmerking dient te komen.

Hoofdstuk 7. Beantwoording van nog openstaande rechtsvragen vanwege eerder aangenomen vereenvoudigde feitencomplex

7.1 Inleiding

In hoofdstuk 5 ben ik bij de analyse van de materieelrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving uitgegaan van een sterk vereenvoudigd feitencomplex.¹ Deze analyse werd hierdoor enigszins vereenvoudigd. Daarmee is vooralsnog onduidelijk hoe deze analyse eruitziet wanneer niet langer aan dit vereenvoudigde feitencomplex wordt vastgehouden. Die nog openstaande analyse is de aanleiding voor dit hoofdstuk. De aannames die in hoofdstuk 5 werden gehanteerd, zal ik in dit hoofdstuk één voor één loslaten, en vervolgens zal ik de daaruit voortvloeiende complicaties voor het causaal verband en de schade(toerekening) één voor één analyseren en van een oplossing voorzien. Bij deze analyse zal ik mede gebruik maken van inzichten uit de Amerikaanse literatuur.

Ik heb vier opmerkingen vooraf. In de eerste plaats merk ik op dat ik – evenals in hoofdstuk 5 – in dit hoofdstuk uitga van de fictieve situatie waarin vennootschap X een bepaalde misleidende mededeling heeft gedaan (of bepaalde relevante informatie heeft achtergehouden) waardoor de toestand van de vennootschap te positief is voorgesteld. Hierbij neem ik aan dat in rechte (inmiddels) is komen vast te staan dat deze misleidende mededeling (of omissie) de beurskoers daadwerkelijk heeft beïnvloed. De beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht (ook wel aangeduid als de ‘door de misleiding benadeelde beleggers’), stellen de vennootschap voor de misleiding aansprakelijk en eisen vergoeding van de daardoor veroorzaakte koersschade.

In de tweede plaats wijs ik erop dat ik de analyse in dit hoofdstuk *ceteris paribus* zal uitvoeren. Daarmee bedoel ik, dat wanneer een bepaalde aanname van het vereenvoudigde feitencomplex wordt losgelaten, tegelijkertijd aan de andere aannames wordt vastgehouden en de overige

1. Zie § 5.2.

HOOFDSTUK 7

feiten en omstandigheden constant worden verondersteld. De relevante causaliteits- en schadevragen behandel ik in dit hoofdstuk dus steeds *per complicatie afzonderlijk*.

In de derde plaats merk ik dat ik de analyse in dit hoofdstuk zal beperken tot de *materieelrechtelijke* aspecten van het causaal verband en de schade. Dit is een belangrijke beperking, want het loslaten van het vereenvoudigde feitencomplex brengt ook de nodige *bewijsrechtelijke* complicaties met zich. Deze bewijsrechtelijke aspecten komen uitgebreid aanbod in Deel V.

In de vierde plaats wijs ik erop dat ik – met uitzondering van § 7.2 – de analyse in dit hoofdstuk zal beperken tot de feitelijke grondslag waarbij de beleggers zich op het standpunt stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. In beginsel zal ik dus geen aandacht besteden aan de grondslag waarbij de beleggers zich op het standpunt stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. De reden hiervoor is dat de analyse voor de tweede feitelijke grondslag vanuit materieelrechtelijk oogpunt niet noemenswaardig verschilt van de analyse voor de eerste feitelijke grondslag; met wat nadere verfijningen is de eerstgenoemde analyse gemakkelijk uit de laatstgenoemde analyse af te leiden. Het enige scenario waarvoor ik (de analyse voor) de tweede grondslag wel afzonderlijk uitwerk, is het scenario waarin wordt aangenomen dat de inhoud van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding wijzigt (zie § 7.2). In dat scenario verschilt de analyse voor beide feitelijke grondslagen namelijk wel noemenswaardig.

De opbouw van dit hoofdstuk volgt precies de volgorde van de aannames zoals ik die heb opgesomd aan het slot van hoofdstuk 5.²

7.2 Inhoud misleidende informatie wijzigt over het tijdvak van de misleiding

7.2.1 Inleiding

De eerste aanname die wordt losgelaten, is de aanname dat de inhoud van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding onge-

2. Zie § 5.7.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

wijzigd blijft. Het loslaten van deze aanname heeft als consequentie dat de omvang van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding kan fluctueren.³ In dit verband kunnen twee scenario's worden onderscheiden. In de eerste plaats kan de inhoud van de misleidende informatie zich zodanig ontwikkelen, dat de informatie gaandeweg *minder* misleidend wordt. In dat geval zal de koersinflatie *afnemen* (of – bij het creëren van een misleidend negatief beeld – de koersdeflatie *afnemen*).⁴ De inhoud van de misleidende informatie kan zich echter ook zodanig ontwikkelen, dat de informatie gaandeweg *meer* misleidend wordt. In dat geval zal de koersinflatie *toenemen* (of –bij het creëren van een misleidend negatief beeld – de koersdeflatie *toenemen*).

Bij het eerstgenoemde scenario kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de situatie waarin de vennootschap een persbericht publiceert waarin zij bekendmaakt een zeer lucratieve order te hebben binnengesleept. In werkelijkheid is het doorgaan van de order op het moment van publicatie nog hoogst onzeker, zodat het hier om een *misleidend* persbericht gaat resulterend in een kunstmatig *hoge* beurskoers. Verlopen de onderhandelingen tussen de vennootschap en haar (potentiële) klant vervolgens echter zodanig positief dat de order tóch doorgaat, dan wordt (de informatie in) het eerdere persbericht daarmee alsnog bewaarheid. Waar het persbericht op het moment van publicatie dus nog misleidend was, is het dat op het moment van (het bekend worden van) het doorgaan van de order niet meer.⁵ Publiceert de vennootschap daarna een persbericht met de mededeling dat zij de kans van slagen van de order aanvankelijk te optimistisch heeft voorgesteld, maar dat dit verder niet meer uitmaakt omdat de order uiteindelijk toch is doorgegaan, dan zal de

-
3. Zoals reeds aan de orde kwam in de hoofdstukken 4 en 5, zijn er nog meer factoren te bedenken die ervoor kunnen zorgen dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding niet constant is. Denk bijvoorbeeld aan het scenario waarin de koersinflatie na verloop van tijd afneemt, doordat sprake is van een lek (resulterend in handel met voorkennis en/of geruchtevorming) of doordat de markt op eigen kracht achter de misleiding komt, of aan het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toe- of afneemt, doordat onder invloed van externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie toe- respectievelijk afneemt. Voor meer voorbeelden van het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *afneemt*, verwijs ik naar hoofdstuk 4.
 4. Zie in dit verband ook het zesde scenario in hoofdstuk 4.
 5. Zie in dit verband ook de volgende (mijns inziens treffende) overweging uit de Amerikaanse uitspraak *Pommer v. Medtest Corp.*, 961 F2d 620 (7th Cir. 1992): 'The securities laws approach matters from an ex ante perspective: just as a statement true when made does not become fraudulent because things unexpectedly go wrong, so a statement materially false when made does not become acceptable because it happens to come true. Good fortune ... does not make the falsehood any the less material.'

HOOFDSTUK 7

beurskoers in beginsel niet (meer) reageren.⁶ Het doorgaan van de order was immers reeds in de beurskoers verdisconteerd. Ondanks het uitblijven van een koersreactie, zal het zeker stellen van de order niettemin tot gevolg hebben dat de koersinflatie verdwijnt. Zonder de misleiding zou de koers in reactie op het nieuws van het definitief doorgaan van de order immers zijn gestegen.

Een voorbeeld van het scenario waarin de inhoud van de misleidende informatie zich zodanig ontwikkelt dat de informatie gaandeweg *meer* misleidend wordt, is de situatie waarin in het zojuist gegeven voorbeeld de onderhandelingen tussen de vennootschap en haar (potentiële) klant zodanig verlopen dat de order uiteindelijk wordt afgeblazen. Publiceert de vennootschap vervolgens een corrigerende mededeling waarin zij bekendmaakt dat zij in haar eerdere persbericht ten onrechte een lucratieve order heeft aangekondigd die bij nader inzien niet blijkt door te gaan, dan zal in reactie op dit nieuws een significante (residuele) koersdaling⁷ intreden (en de koersinflatie uit de koers lopen). Deze koersdaling is echter groter dan het bedrag van de oorspronkelijke koersinflatie, aangezien op het moment van publicatie van het eerste (misleidende) persbericht nog niet bekend was of de order al dan niet zou doorgaan.⁸ Het afblazen van de order heeft er dus toe geleid dat de koersinflatie tussentijds is toegenomen.

Een ander (in de praktijk veel voorkomend) voorbeeld van het scenario waarin de inhoud van de misleidende informatie zich zodanig ontwikkelt dat de informatie gaandeweg *meer* misleidend wordt, is de situatie waarin lopende fusie- of overnamegesprekken ten onrechte worden stilgehouden. Door het stilhouden van de gesprekken wordt in de markt een misleidend

-
6. Hierbij laat ik gemakshalve even buiten beschouwing de mogelijkheid dat als gevolg van de corrigerende mededeling toch een koersdaling intreedt, bijvoorbeeld omdat de markt vanwege (het bekend worden van) de misleiding minder vertrouwen heeft in het bestuur van de vennootschap of omdat de markt rekening ermee houdt dat (het bekend worden van) de misleiding tot gevolg heeft dat belangrijke bestuurders het veld zullen moeten ruimen. Zie in dit verband § 7.6 en § 7.7.2 hierna.
 7. Met 'residuele koersdaling' wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.
 8. Vgl. in verband met dit probleem onder meer Cornell & Morgan 1990, p. 894-897, Booth 2015, p. 38-40 en het uitstekende blog van Ann Lipton op de *Business Law Prof Blog* van zaterdag 8 maart 2014, te raadplegen via http://lawprofessors.typepad.com/business_law/2014/03/halliburton-ii-electric-boogaloo.html. Zie in dit verband ook de Amerikaanse uitspraken *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674, 689-692 (5th Cir. 2015); *Hubbard v. Bankatlantic Bancorp, Inc.*, 688 F.3d 713, 728 & n. 27 (11th Cir. 2012) en *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 634 F. Supp. 2d 352, 371 (S.D.N.Y. 2009) onder verwijzing naar *Restatement (Second) of Torts*, § 549 en het bekende handboek *Prosser & Keeton on Torts* (5th Edition 1984), § 110, at 767.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

beeld gecreëerd, hetgeen resulteert in een kunstmatig *lage* beurskoers.⁹ Verlopen de gesprekken voorspoedig, dan heeft dat tot gevolg dat het misleidende beeld gaandeweg wordt versterkt. De kans dat de fusie of overname doorgaat, zal dan lopende de gesprekken immers toenemen. Wordt na (succesvolle) afronding van de gesprekken de voorgenomen fusie of overname bekendgemaakt, dan zal in reactie op dit nieuws een significante (residuele) koersstijging intreden (en de zich geleidelijk gevormde koersdeflatie daarmee uit de koers lopen). Deze koersstijging is echter groter dan het bedrag van de oorspronkelijke koersdeflatie, aangezien op het moment van aankondiging van de fusie of overname *honderd procent zeker* is dat de transactie doorgaat, terwijl toen de misleiding begon nog slechts sprake was van een *kans* op het doorgaan van de transactie.¹⁰ Men zou deze situatie daarom ook kunnen zien als een geval van *overdisclosure*.¹¹ Het persbericht waarmee de fusie of overname wordt aangekondigd, bevat immers meer informatie dan de vennootschap eerder in het tijdvak van de misleiding kon publiceren.

Zowel in het scenario waarin de misleidende informatie gaandeweg *meer* misleidend wordt (en de koersinflatie of -deflatie dientengevolge *toeneemt*), als in het scenario waarin de misleidende informatie gaandeweg *minder* misleidend wordt (en de koersinflatie of -deflatie dientengevolge *afneemt*), is de vraag in welke mate de door de misleiding veroorzaakte koersschade aan de vennootschap kan worden toegerekend. Deze vraag zal ik hierna voor beide scenario's achtereenvolgens beantwoorden. Hierbij teken ik nog aan dat ik de situatie van de stilgehouden fusie- of overnamegesprekken verder buiten beschouwing laat. Bij deze situatie gaat het namelijk om misleiding van het beleggende publiek wegens het ten onrechte geven van een *negatieve* voorstelling van zaken (als gevolg waarvan de *verkopende* aandeelhouders koersschade lijden), terwijl in dit

-
9. Zoals bekend kunnen lopende fusie- of overnamegesprekken in beginsel met een beroep op de uitstelregeling van art. 17 lid 4 verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)) worden stil gehouden. Er zijn echter tal van situaties denkbaar waarin een beroep op de uitstelregeling niet (langer) geoorloofd is. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin in de markt geruchten ontstaan, omdat een *insider* heeft gelekt.
 10. Ook in de situatie waarin vanwege geruchtevorming een beroep op de uitstelregeling niet (langer) geoorloofd is, is denkbaar dat de koersdeflatie toeneemt. Denk bijvoorbeeld aan het scenario waarin de geruchten door de vennootschap met stelligheid worden ontkend, en deze ontkening door de markt serieus wordt genomen. In dat geval zal de door de geruchten aanvankelijk teweeggebrachte koersstijging weer ongedaan worden gemaakt. De koersdeflatie zal hierdoor (weer) toenemen.
 11. Vgl. in dit verband wederom Cornell & Morgan 1990, p. 894-897, Booth 2015, p. 38-40 en het uitstekende blog van Ann Lipton op de *Business Law Prof Blog* van zaterdag 8 maart 2014.

HOOFDSTUK 7

boek de situatie van het ten onrechte geven van een *positieve* voorstelling van zaken (als gevolg waarvan de *kopende* aandeelhouders koersschade lijden) centraal staat.¹²

7.2.2 *Inhoud van de misleidende informatie wijzigt zodanig dat de koersinflatie toeneemt*

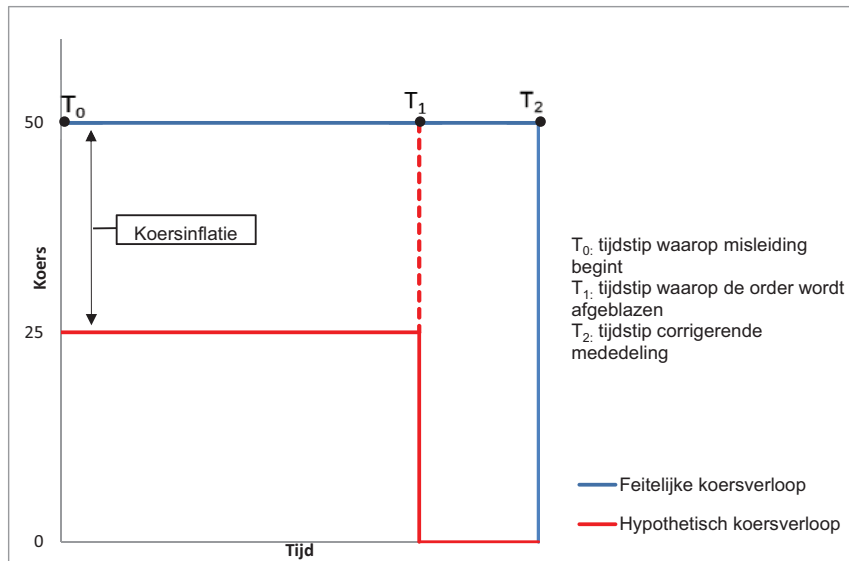
Ten eerste behandel ik het scenario waarin de koersinflatie als gevolg van een veranderende inhoud van de misleidende informatie *toeneemt*.¹³ Ter verduidelijking geef ik een (sterk vereenvoudigd) getallenvoorbeeld. Stel dat in het zojuist gegeven voorbeeld de kans op het binnenhalen van de lucratieve order op het moment van publicatie van het eerste misleidende persbericht 50% is, en dat met de order (toekomstige) netto-kasstroom¹⁴ kunnen worden gegenereerd die een contante waarde ('CW') vertegenwoordigen van € 50 miljoen. Bij het daadwerkelijk doorgaan van de order vertegenwoordigt zij dus een CW van € 50 miljoen, bij het *niet* doorgaan heeft zij een CW van € 0. Gemakshalve wordt aangenomen dat de litigieuze order het enige (kastroom genererende) project is dat de vennootschap om handen heeft, dat de vennootschap volledig is gefinancierd met eigen vermogen, en dat zij in totaal 1 miljoen aandelen heeft uitgegeven. Na publicatie van het misleidende persbericht, zal de koers met € 25 zijn geïnflateerd. De koers noteert dan immers € 50 (€ 50 mln / 1mln aandelen = € 50), terwijl het aandeel in werkelijkheid slechts € 25 waard is ($[50\% * € 50 \text{ mln} + 50\% * € 0] / 1 \text{ mln aandelen} = € 25$). Wanneer na verloop van tijd duidelijk wordt dat de onderhandelingen met de (potentiële) klant mislukken, zal de koersinflatie oplopen naar € 50. De koers noteert dan immers nog steeds € 50, terwijl de vennootschap in werkelijkheid niets meer waard is. Zodra de misleiding naar buiten komt, zal de koers dus binnen een paar tellen zijn verdampt. In figuur 1 geef ik dit voorbeeld grafisch weer.

12. Zie de Inleiding van dit boek, § 3.

13. Zie voor dit scenario bijvoorbeeld de Amerikaanse uitspraak *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 255-256 (2d Cir. 2016).

14. Met 'netto-kasstroom' bedoel ik de inkomsten minus de uitgaven.

Figuur 1



Voor de beleggers die hun aandeel hebben gekocht vóór het tijdstip waarop (voor de vennootschap) duidelijk werd dat de order niet zou doorgaan (tijdstip T_1 in figuur 1), is vervolgens de vraag hoeveel de rechtens toerekenbare schade bedraagt.^{15, 16} Is dat het bedrag van de koersinflatie aan het begin van het tijdvak van de misleiding (€ 25) of het bedrag van de koersinflatie aan het eind van het tijdvak van de misleiding (€ 50)? Het antwoord op deze vraag is mijns inziens afhankelijk van de wijze waarop de beleggers hun vordering tot schadevergoeding inkleeden.¹⁷ Ik licht dit toe.

Leggen de beleggers aan hun vordering ten grondslag dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben

15. Bij het beantwoorden van deze vraag ga ik gemakshalve ervan uit dat de eisende beleggers hun aandeel tot na de bekendwording van de misleiding hebben aangehouden. Verder abstraheer ik van de omstandigheid dat de vennootschap ten tijde van de procedure wellicht insolvent is.
16. Ik wijs erop dat voor de beleggers die hun aandeel hebben gekocht *na* het tijdstip waarop (voor de vennootschap) duidelijk werd dat de litigieuze order niet zou doorgaan (tijdstip T_1 in figuur 1), de onderhavige toerekeningsvraag niet zo interessant is. Deze beleggers hebben immers niet (meer) te maken gehad met een fluctuerende koersinflatie.
17. Ik wijs erop dat een enigszins vergelijkbare vraag aan de orde was in de Amerikaanse zaak *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674, 689-692 (5th Cir. 2015).

HOOFDSTUK 7

gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dan bedraagt de rechtens toerekenbare schade mijns inziens € 25 (per gekocht aandeel). Dat is immers het bedrag dat de beleggers feitelijk te veel voor hun aandeel hebben betaald. Ik zie in dit geval geen reden om (het bedrag van) de koersinflatie aan het eind van het tijdvak van de misleiding (€ 50) voor vergoeding in aanmerking te laten komen.¹⁸ Deze beleggers zijn immers niet op de misleidende informatie afgegaan (zij leggen dit althans niet aan hun vordering ten grondslag), dus de in het vooruitzicht gestelde winsten van de lucratieve order (met een NCW van € 50 miljoen) hebben zij niet bij hun beleggingsbeslissing betrokken. Zouden deze beleggers dan niet-temin voor een bedrag van € 50 per gekocht aandeel worden gecompenseerd, dan is mijns inziens sprake van overcompensatie. Zij zouden dan immers worden gecompenseerd voor een risico waarvan kan worden verondersteld dat zij dit hadden aanvaard.

Leggen de beleggers daarentegen aan hun vordering ten grondslag dat zij op de misleidende informatie zijn afgegaan en zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, dan bedraagt de rechtens toerekenbare schade mijns inziens in beginsel *wel* € 50 (per gekocht aandeel).¹⁹ Deze beleggers hebben zich bij hun beleggingsbeslissing namelijk welbewust laten leiden door de in het vooruitzicht gestelde winsten van de lucratieve order, en rekenden erop dat het bedrag van € 50 miljoen al ‘in the pocket’ was. De redenering dat van het totale schadebedrag van € 50 per aandeel slechts € 25 aan de vennootschap kan worden toegerekend, en dat de overige € 25 algemeen beleggingsrisico betreft, houdt volgens mij geen stand. Het risico dat de lucratieve order eventueel geen doorgang zou vinden, is door deze beleggers immers nooit aanvaard.

7.2.3 *Inhoud van de misleidende informatie wijzigt zodanig dat de koersinflatie afneemt*

Vervolgens behandel ik het scenario waarin de koersinflatie als gevolg van een veranderende inhoud van de misleidende informatie *afneemt*.

18. De rechtens toerekenbare schade van de beleggers die hun aandeel hebben gekocht *na* het tijdstip waarop (voor de vennootschap) duidelijk werd dat de litigieuze order niet zou doorgaan (tijdstip T₁ in figuur 1), bedraagt in beginsel uiteraard wel € 50.

19. Bewust zeg ik ‘in beginsel’. De rechtens toerekenbare schade bedraagt namelijk alleen maar € 50, wanneer de eisende beleggers ook – feitelijk – voor minstens € 50 schade hebben geleden. Of dit laatste inderdaad zo, hangt af van het beleggingsresultaat dat zij zouden hebben behaald in de hypothetische situatie zonder misleiding. Zouden de beleggers bij afwezigheid van de misleiding hun geld eveneens verliesgevend hebben belegd, dan is de schade die *feitelijk* door de misleiding is veroorzaakt minder dan € 50, en de *rechtens toerekenbare* schade daarmee ook.

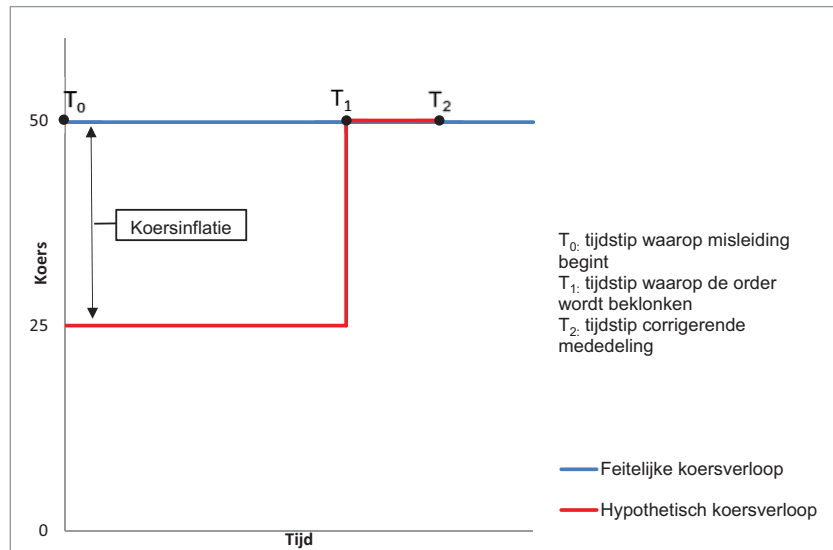
BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

Denk in dit verband aan de situatie waarin in het zojuist gegeven voorbeeld de onderhandelingen zodanig (positief) verlopen dat de lucratieve order *wel* doorgaat (in plaats van dat de onderhandelingen stuk lopen). In dat geval zal de koersinflatie afnemen van € 25 aan het begin van het tijdvak van de misleiding, tot € 0 aan het eind van het tijdvak van de misleiding (zie voor een grafische illustratie van dit voorbeeld figuur 2).²⁰ De koers noteert op het moment waarop (voor de vennootschap) duidelijk wordt dat de litigieuze order *wel* doorgaat immers nog steeds € 50, terwijl de beurswaarde van de vennootschap dan inmiddels is toegenomen van € 25 miljoen naar € 50 miljoen (en de waarde van een individueel aandeel van € 25 naar € 50). Voor de beleggers die hun aandeel hebben gekocht vóór het tijdstip van het definitief beklinken van de order (tijdstip T_1 in figuur 2), is dan wederom de vraag hoeveel de rechtens toerekenbare schade bedraagt.²¹ Is dat het bedrag van de koersinflatie aan het begin van het tijdvak van de misleiding (€ 25) of het bedrag van de koersinflatie aan het eind van het tijdvak van de misleiding (€ 0)?²²

-
20. Volgens Coffee is in dit scenario sprake van een zogenoemd 'phantom loss' en hebben (naar Amerikaans recht) de eisende beleggers in dit geval in het geheel geen recht op schadevergoeding, zie Coffee 2005, p. 537-539.
 21. Ik wijs erop dat voor de beleggers die hun aandeel hebben gekocht *na* het tijdstip van het definitief beklinken van de order (tijdstip T_1 in figuur 2), de onderhavige toerekeningsvraag niet zo interessant is. Deze beleggers hebben immers niet (meer) te maken gehad met een fluctuerende koersinflatie.
 22. Bij het beantwoorden van deze vraag ga ik gemakshalve wederom ervan uit dat de eisende beleggers hun aandeel tot na de bekendwording van de misleiding hebben aangehouden.

HOOFDSTUK 7

Figuur 2



In tegenstelling tot het scenario waarin (als gevolg van een veranderende inhoud van de misleidende informatie) de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*, is in het scenario waarin de koersinflatie *afneemt* de omvang van de rechtens toerekenbare schade mijns inziens niet afhankelijk van de wijze waarop de eisende beleggers hun vordering tot schadevergoeding inkleden. Zowel voor de beleggers die (stellen dat zij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, als voor de beleggers die (stellen dat zij) op de misleidende informatie zijn afgegaan en die zonder de misleiding *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, is in het onderhavige scenario de rechtens toerekenbare schade naar mijn oordeel gelijk aan het bedrag van de koersinflatie aan het eind van het tijdvak van de misleiding, aan € 0 derhalve. De eerstgenoemde beleggers noch de laatstgenoemde beleggers hebben in dit geval dus recht op schadevergoeding. Ik licht dit voor beide groepen beleggers achtereenvolgens toe.

Dat de beleggers die (stellen dat zij) ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, geen recht hebben op schadevergoeding, volgt mijns inziens uit de in hoofdstuk 5 verdedigde regel dat bij een afnemende koersinflatie over het tijdvak van de misleiding de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van

bekendwording van de misleiding (in dit geval dus € 0).²³ Hoewel deze regel primair is ontwikkeld voor de situatie waarin de koersinflatie afneemt als gevolg van een *afnemende marktwaarde* van de misleidende informatie, kan zij in de situatie van een afnemende koersinflatie als gevolg van een *veranderende inhoud* van de misleidende informatie mijns inziens overeenkomstig worden toegepast. Weliswaar moeten zowel vanuit juridisch-dogmatisch als financieel-economisch oogpunt beide situaties goed uit elkaar worden gehouden, in de praktijk zal het echter niet zelden lastig zijn om een feitencomplex dat betrekking heeft op de eerstgenoemde situatie te onderscheiden van een feitencomplex dat betrekking heeft op de laatstgenoemde situatie.²⁴ Zou het vraagstuk van de schadetoerekening voor beide situaties dan niettemin verschillend worden benaderd, dan zou dat bij de hoogte van de schadevergoeding tot arbitraire verschillen kunnen leiden. Dit laatste lijkt me onwenselijk, en daarom pleit ik ervoor om ook in de situatie van een *veranderende inhoud* van de misleidende informatie, de regel toe te passen dat de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding. Voor het onderhavige geval betekent dit dat de schade die de vennootschap (ten hoogste) kan worden toegerekend € 0 bedraagt, en dat de hier bedoelde beleggers dus geen recht hebben op schadevergoeding.

Dat ook de beleggers die (stellen dat zij) op de misleidende informatie zijn afgegaan en die zonder de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht geen recht hebben op schadevergoeding, wordt mijns inziens verklaard door het feit dat zij zich bij hun beleggingsbeslissing welbewust hebben laten leiden door de in het vooruitzicht gestelde winsten van de lucratieve order, en zij die winsten uiteindelijk ook hebben gekregen. De vennootschap heeft met andere woorden de kasstromen die waren beloofd – en die voor deze beleggers doorslaggevend waren voor de aankoopbeslissing – ook daadwerkelijk gegenereerd. Voor zover deze beleggers schade hebben geleden, kan deze dus niet aan de vennootschap worden toegerekend. De *rechtens toerekenbare* schade bedraagt daarmee

23. Zoals uitgelegd in § 5.5.2.3 *sub a* is deze regel niet van toepassing voor zover het afnemen van de koersinflatie is terug te voeren op het vroegtijdig uitlekken van de litigieuze informatie.

24. Ik wijs in dit verband bijvoorbeeld op Heys 2011, p. 7-8. Heys noemt het voorbeeld van een goudmijnbedrijf dat haar goudvoorraden te gunstig voorstelt. Aan het begin van het tijdvak van de misleiding is nog sprake van een economisch rendabele goudmijn, maar op een later tijdstip blijkt als gevolg van nieuw bekend geworden feiten de goudmijn niet langer rendabel te zijn. Dit voorbeeld zou men volgens mij kunnen kwalificeren als een geval van een veranderende *marktwaarde* van de misleidende informatie, maar men zou het ook kunnen kwalificeren als een geval van een veranderende *inhoud* van de misleidende informatie.

HOOFDSTUK 7

derhalve € 0. Dát deze beleggers als gevolg van de misleiding – feitelijk – schade hebben geleden, is overigens zeer wel mogelijk. Deze schade kan worden vastgesteld door het rendement dat de beleggers thans over het tijdvak van de misleiding op het litigieuze aandeel hebben behaald, te vergelijken met het rendement dat zij in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging over dit tijdvak zouden hebben behaald. Maar omdat in dit geval de *rechtens toerekenbare* schade reeds wordt gemaximeerd op € 0 (het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding), kan men zich de moeite van het uitvoeren van een vermogensvergelijking hier besparen.

7.3 Misleiding komt door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen stapsgewijs naar buiten

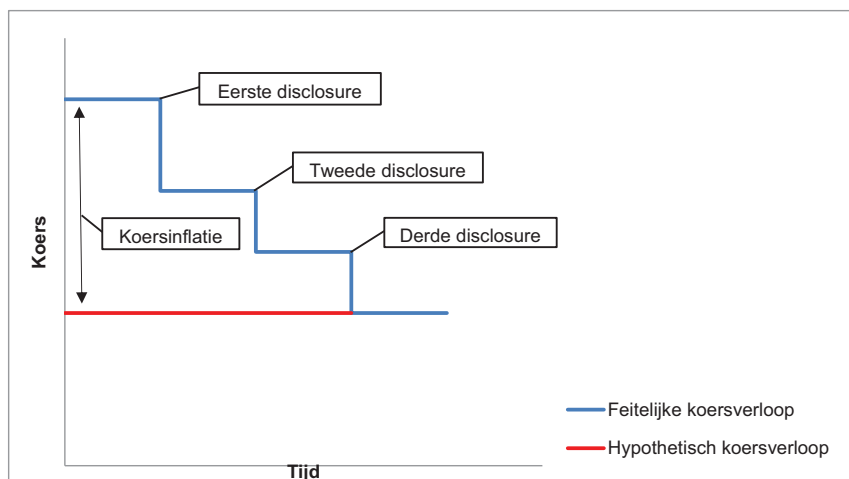
7.3.1 Inleiding

De volgende aanname die wordt losgelaten, is de aanname dat de misleiding door middel van één enkele corrigerende mededeling bekend wordt. In plaats daarvan wordt in deze paragraaf uitgegaan van de situatie waarin de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen – al dan niet afkomstig van de vennootschap – *stapsgewijs* naar buiten komt. De corrigerende mededelingen zijn met andere woorden zogenoemde ‘partiële’ corrigerende mededelingen.²⁵ Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan de situatie waarin de vennootschap via een persbericht aankondigt dat in het verleden gepubliceerde jaarrekeningen moeten worden herzien, maar waarin vooralsnog niet wordt vermeld *in welke mate* de jaarrekeningen moeten worden herzien. De omvang van de misleiding blijft dus vooralsnog onzeker. Ook zo’n partiële corrigerende mededeling zal naar alle waarschijnlijkheid een (statistisch significante) residuele koersdaling tot gevolg hebben. Deze residuele koersdaling zal de verwachting van de markt weerspiegelen over de omvang van de misleiding. Verwacht de markt dat eerdere jaarrekeningen in aanzienlijke mate zullen moeten worden herzien, dan zal de geobserveerde koersdaling (relatief) groot zijn. Verwacht de markt daarentegen dat het slechts om kleine *restatements* gaat, dan zal de geobserveerde koersdaling (relatief) klein zijn. Aangezien de definitieve omvang van de misleiding vooralsnog onbekend is, zal het hier slechts om een *eerste* koersreactie gaan. Zodra door nieuwe corrigerende mededelingen meer over de (omvang van de) misleiding bekend wordt, zullen

25. Zie hierover ook Ferrell & Saha 2007, p. 175-178; Fumerton 2006, p. 97-100; De Jong 2010, p. 225-228.

additionele koersreacties volgen. Twee scenario's kunnen in dit verband worden onderscheiden. In de eerste plaats kan uit latere (corrigerende) mededelingen blijken dat de omvang van de misleiding groter is dan aanvankelijk (naar aanleiding van eerste corrigerende mededeling) werd verwacht. In dat geval zal de koers in reactie op de nieuwe corrigerende mededelingen verder dalen. In de tweede plaats kan uit latere mededelingen echter ook blijken dat de misleiding kleiner is dan aanvankelijk werd gedacht.²⁶ In dat geval zal de koers in reactie op de nieuwe corrigerende mededelingen stijgen. Beide scenario's worden in figuur 3 respectievelijk 4 grafisch weergegeven.

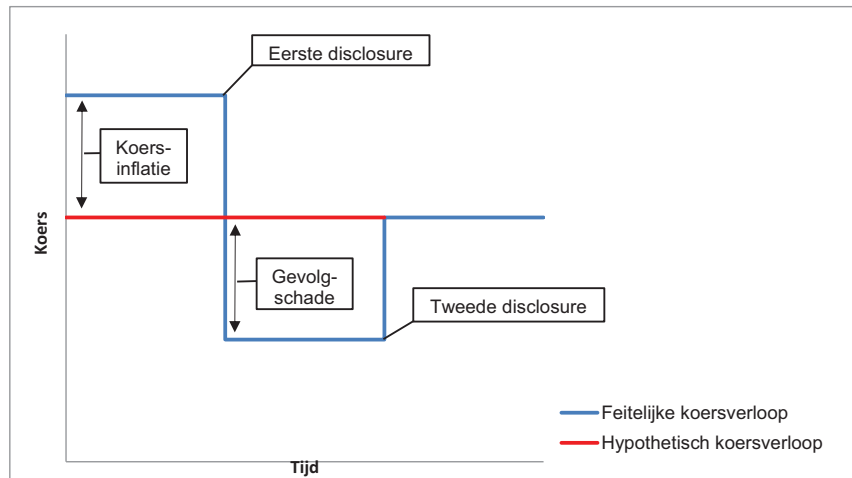
Figuur 3



26. Zie in dit verband bijvoorbeeld de Amerikaanse uitspraak *In re Pfizer Inc. Sec. Litigation*, 819 F.3d 642, 651 (2d Cir. 2016).

HOOFDSTUK 7

Figuur 4



In beide scenario's is de vraag op welke wijze de koersschade van de door de misleiding benadeelde beleggers moet worden vastgesteld, en in welke mate deze voor vergoeding in aanmerking komt. Deze vraag zal ik hierna voor beide scenario's achtereenvolgens beantwoorden.

7.3.2 *Omvang van de misleiding is groter dan aanvankelijk werd verwacht*

Volgens de in hoofdstuk 5 verdedigde systematiek resulteert door misleiding veroorzaakte koersinflatie in rechtens relevante schade als en voor zover de misleiding naar buiten komt en de koersinflatie *dientengevolge* uit de koers loopt.²⁷ Voor het scenario waarin de (omvang van de) misleiding via verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* bekend wordt, en uit latere mededelingen blijkt dat de misleiding tegenvalt ten opzichte van hetgeen aanvankelijk werd verwacht, betekent dit dat de misleiding *stapsgewijs* resulteert in rechtens relevante schade.²⁸ Dit heeft consequenties voor de schadevaststelling. Men kan namelijk niet meer volstaan met het slechts meten van de residuele koersdaling die intrad toen de misleiding voor het eerst naar

27. Zie § 5.5.2.1.

28. Zie in dit verband ook mijn bespreking van de uitleg van de *loss causation*-eis in het Amerikaanse recht in § 6.3.4. Zoals aldaar besproken, hebben voor het Amerikaanse recht verschillende *circuits* het standpunt ingenomen dat ook is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation*, wanneer de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten komt, en de koersinflatie aldus *gefaseerd* uit de koers loopt.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

buiten kwam. In plaats daarvan zullen alle residuele koersdalingen naar aanleiding van de opeenvolgende corrigerende mededelingen in kaart moeten worden gebracht. Voor de beleggers die hun aandelen tot na publicatie van de laatste corrigerende mededeling hebben aangehouden, is vervolgens de vraag in hoeverre het door de verschillende corrigerende mededelingen veroorzaakte koersverlies voor vergoeding in aanmerking komt. Komt slechts de residuele koersdaling die intrad naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling voor vergoeding in aanmerking of komt het totaal door de corrigerende mededelingen veroorzaakte koersverlies voor vergoeding in aanmerking?²⁹

Voor positieve beantwoording van de eerstgenoemde vraag pleit dat op basis van de schadebeperkingsplicht (art. 6:101 lid 1 BW) zou kunnen worden beargumenteerd, dat al het koersverlies dat werd geleden nadat de misleiding zich voor het eerst aan de buitenwereld openbaarde (en het eerste stukje koersinflatie uit de koers liep), voor rekening en risico van de belegger komt.³⁰ De redenering is dat de belegger na de eerste corrigerende mededeling kon vermoeden dat er nog meer corrigerende mededelingen zouden gaan volgen en aldus had kunnen voorzien dat de misleiding nog meer schade zou gaan veroorzaken. Teneinde te voorkomen dat hij nog meer schade zou gaan lijden, had hij daarom zijn aandeel tussentijds kunnen (en moeten) verkopen.³¹ Hoewel deze redenering op het eerste gezicht lijkt aan te spreken, ben ik – bij nader inzien – niettemin van mening dat zij moet worden verworpen.³² Wat in dit geval volgens mij pleit tegen het aannemen van een schadebeperkingsplicht, is dat de schadevergoedingsverplichting van de vennootschap hierdoor op onwenselijke wijze wordt gemitigeerd. Een residuele koersdaling die plaatsvindt naar aanleiding van een nieuwe corrigerende mededeling is namelijk niets anders dan zich (aan de buitenwereld) manifesterende koersinflatie waarmee de koers aanvankelijk kunstmatig was opgepompt. Deze koersinflatie is door de vennootschap veroorzaakt en heeft er eerder voor

29. Voor de beleggers die hun aandelen tussentijds hebben verkocht, is deze vraag niet relevant. Voor zover de koers na de eerste (partiële) corrigerende mededeling nog (kunstmatig) was geïnfleteerd, hebben deze beleggers de na deze mededeling nog resterende koersinflatie met hun tussentijdse verkoop immers terugverdiend.

30. Een dergelijk argument zou ook in de sleutel van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW kunnen staan. In dat geval is de redenering dat het causaal verband tussen enerzijds de misleiding en anderzijds het als gevolg van de latere (partiële) corrigerende mededelingen geleden koersverlies is verbroken, waardoor het laatstgenoemde koersverlies niet (meer) aan de vennootschap kan worden toegerekend.

31. Dit standpunt bepleitte ik in Pijls 2009a, p. 189. Ook Franx bepleit in zijn dissertatie dit standpunt, zie Franx 2017, p. 249-250.

32. De Jong en Ferrell & Saha hebben mij overtuigd en mij van standpunt doen wijzigen, zie De Jong 2010, p. 225-228 respectievelijk Ferrell & Saha 2007, p. 175-178.

HOOFDSTUK 7

gezorgd dat de beleggers hun aandeel tegen een kunstmatig hoge koers moesten kopen. Zou dan om het enkele feit dat de koersinflatie met vertraging – namelijk door een latere corrigerende mededeling – uit de koers loopt deze niet voor vergoeding in aanmerking komen? Dat is mijns inziens een onredelijke uitkomst.

Hierbij moet bedacht worden dat deze uitkomst ook aanleiding kan geven tot onwenselijke gedragseffecten. De vennootschap wordt hierdoor namelijk gestimuleerd om de corrigerende mededeling in verschillende partiële mededelingen op te delen en de misleiding aldus stapsgewijs bekend te maken. Daarmee zou zij in de hier verworpen opvatting haar schadevergoedingsverplichting immers kunnen verminderen. Dit zal in de eerste plaats tot gevolg hebben dat de misleiding langer voortduurt, waardoor meer beleggers hun aandeel tegen een geïnflateerde koers kopen, en dus ook meer beleggers schade lijden (dit terwijl zij in de hier verworpen opvatting niet voor deze schade worden gecompenseerd). Het langer voortduren van de misleiding zal daarnaast tot gevolg hebben dat zij gedurende een langere periode – en derhalve meer – maatschappelijke schade veroorzaakt.³³ Dit zijn schadelijke effecten die mijns inziens beter kunnen worden voorkomen.

Volledigheidshalve wijs ik erop dat het voor het onderhavige scenario verwerpen van de schadebeperkingsplicht als consequentie heeft, dat het tijdvak van de misleiding niet reeds wordt afgekapt op het tijdstip van de eerste corrigerende mededeling. Het tijdvak van de misleiding loopt tot (en met) het tijdstip waarop de laatste corrigerende mededeling werd gepubliceerd en het laatste stukje koersinflatie uit de koers liep. Dit heeft twee implicaties. In de eerste plaats betekent dit dat ook de beleggers die na publicatie van de eerste corrigerende mededeling hun aandelen tegen een (partieel) kunstmatig hoge koers hebben gekocht, de door hen betaalde koersinflatie vergoed krijgen (ervan uitgaande dat zij hun aandelen tot na de laatste corrigerende mededeling hebben aangehouden). In de tweede plaats betekent dit dat de beleggers die hun aandelen na de eerste corrigerende mededeling hebben verkocht – bijvoorbeeld omdat zij daarmee meenden te voldoen aan een veronderstelde op hen rustende schadebeperkingsplicht – slechts hun koersinflatie vergoed krijgen, voor zover deze naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling uit de koers is gelopen. Voor zover na de eerste corrigerende mededeling nog koersinflatie aanwezig was, hebben deze beleggers die

33. Dat door het publiceren van misleidende informatie en het aldus inflateren van de beurskoers tevens maatschappelijke schade wordt veroorzaakt, is met name in de Amerikaanse literatuur uitvoerig gedocumenteerd. Zie onder meer Fox 1997; Fox 2009a; Fox 2009b; Coffee 2006; Bratton & Wachter 2011; Velikonja 2013.

met hun tussentijdse verkoop terugverdiend en krijgen zij die dus niet vergoed.³⁴

Tot slot merk ik nog op dat mijn betoog dat voor het onderhavige scenario een beroep op de schadebeperkingsplicht moet worden afgewezen, van overeenkomstige toepassing is in het scenario waarin de ware financiële toestand van de vennootschap op een meer *impliciete* wijze via opeenvolgende corrigerende mededelingen naar buiten komt (bij dit laatste doel ik op het bekend worden van de misleiding via de – in hoofdstuk 4 besproken – *true financial condition theory*).³⁵ Ook in het laatstgenoemde scenario zou het honoreren van een beroep op de schadebeperkingsplicht immers als ongewenst neveneffect hebben dat de aansprakelijke vennootschap wordt gestimuleerd de corrigerende mededeling waarmee de ware financiële toestand van de vennootschap bekend wordt gemaakt in verschillende partiële corrigerende mededelingen op te delen. In de Amerikaanse literatuur is door verschillende auteurs op deze perverse gedragsprikkels gewezen.³⁶

7.3.3 *Omvang van de misleiding is kleiner dan aanvankelijk werd verwacht*

Ook in het scenario waarin uit latere corrigerende mededelingen blijkt dat de misleiding *meevalt* ten opzichte van hetgeen naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling werd verwacht, kan discussie bestaan over de vraag in welke mate het door de misleiding veroorzaakte koersverlies voor vergoeding in aanmerking komt.³⁷ Komt de volledige residuele koersdaling die intrad naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling voor vergoeding in aanmerking, of komt slechts de (residuele) koersdaling *gecorrigeerd* voor de latere (residuele) koersstijgingen die plaatsvonden naar aanleiding van de latere geruststellende (corrigerende) mededelingen voor vergoeding in aanmerking? En maakt het voor het antwoord op deze vraag iets uit of de eisende beleggers hun aandelen tot na de laatste corrigerende mededeling hebben aangehouden, dan wel of zij hun aandelen meteen na de eerste corrigerende mededeling hebben verkocht?

34. Zie in dit verband § 5.5.2.2 *sub c*.

35. Bij het stapsgewijs bekend worden van de ware financiële toestand van de vennootschap volgens de *true financial condition theory* kan men onder meer denken aan de in hoofdstuk 4 besproken scenario's 'uitdoven' van de koersinflatie en 'walking down the stock price'.

36. Zie onder meer Eisenhofer, Jarvis & Banko 2004, p.1443-1444; Fry 2008, p. 67-68; Bruegger & Dunbar 2009, p. 41. Zie in dit verband ook de Amerikaanse uitspraak *Alaska Electrical v. Flowserve*, 572 F.3d 221, 230 (5th Cir. 2009).

37. Zie over dit scenario ook Fumerton 2006, p. 97-100.

HOOFDSTUK 7

Voor de beleggers die hun aandelen tot na de laatste corrigerende mededeling hebben aangehouden, lijkt me zonder meer duidelijk dat in het kader van de schadevergoeding voor de latere koersstijgingen moet worden gecorrigeerd. Deze latere koersstijgingen zeggen namelijk iets over de omvang van de koersinflatie die aanwezig was toen de beleggers hun aandelen tegen een kunstmatig hoge koers kochten.³⁸ Hierbij moet bedacht worden dat voor de beleggers die (stellen dat zij) ook bij afwezigheid van de misleiding hun aandelen zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, de koersinflatie in beginsel de enige schade is die de misleiding heeft veroorzaakt. Zou in het kader van de schadevergoeding dan niet voor de latere koersstijgingen worden gecorrigeerd, dan zouden zij meer schade vergoed krijgen dan de misleiding daadwerkelijk heeft veroorzaakt. Dat staat op gespannen voet met het basisprincipe van het schadevergoedingsrecht dat slechts de *werkelijk geleden* schade wordt vergoed. Dat in het onderhavige scenario bij de schadevergoeding voor latere koersstijgingen wordt gecorrigeerd, ligt overigens ook geheel in lijn met het in § 7.3.2 verdedigde standpunt dat in het scenario waarin de misleiding blijkt *tegen* te vallen, toepassing van de schadebeperkingsplicht wordt afgewezen. In beide scenario's wordt namelijk het principe toegepast dat latere residuele koersreacties die intreden naar aanleiding van nieuwe corrigerende mededelingen over de misleiding, indicatief zijn voor de omvang van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie.

Voor de beleggers die naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling hun aandelen meteen hebben verkocht (hierna: de 'vroegtijdige verkopers'), ligt de zaak wat gecompliceerder. Deze beleggers hebben hun aandelen namelijk tegen een kunstmatig lage koers verkocht, dus bij hen heeft de misleiding – naast de eigenlijke koersinflatie – tot extra schade geleid (men zou in dit verband ook kunnen spreken van 'gevolgschade').³⁹ Deze gevolgschade staat onmiskenbaar in csqn-verband met het onrechtmatige handelen van de vennootschap, en de vraag is of zij – naast het bedrag van de eigenlijke koersinflatie – op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend. Deze vraag zal ik hierna beantwoorden, en daarbij zal ik mede gebruik maken van zogenoemde 'beleidsmatige' argumenten. Dit laatste acht ik volstrekt gerechtvaardigd, aangezien de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW bij

38. Zie in dit verband ook de Amerikaanse uitspraak *In re Pfizer Inc. Sec. Litigation*, 819 F.3d 642, 651 (2d Cir. 2016).

39. De situatie waarin beleggers naar aanleiding van een partiële corrigerende mededeling hun aandeel vroegtijdig tegen een 'normale' prijs verkopen, moet worden onderscheiden van de situatie waarin beleggers naar aanleiding van een volledige (dus niet-partiële) corrigerende mededeling hun aandeel in paniek tegen een 'paniekprijs' verkopen. De laatstgenoemde situatie behandel ik in § 7.4.

uitstek een leerstuk is waarbij – met permissie van de wetgever – beleidsoverwegingen in het toerekeningsoordeel mogen worden betrokken.

Voorop moet worden gesteld dat zowel de beleggers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (en die hiervoor als gevolg van de misleiding een te hoge prijs hebben betaald), als de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren, extra koersverlies lijden wanneer zij meteen na de eerste corrigerende mededeling hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers verkopen. Ook voor beide groepen beleggers geldt dat dit extra koersverlies in csqn-verband staat met de misleiding.⁴⁰ Daarom acht ik voor het antwoord op de vraag of dit koersverlies voor de eerstgenoemde beleggers voor vergoeding in aanmerking komt, relevant het antwoord op de vraag of het voor de laatstgenoemde beleggers voor vergoeding in aanmerking komt.

De laatstgenoemde vraag moet mijns inziens ontkennend worden beantwoord. In de eerste plaats acht ik verdedigbaar dat de vennootschap die een misleidend beeld creëert alleen onrechtmatig handelt jegens de in het tijdvak van de misleiding *toetredende* aandeelhouders, en niet tevens jegens de op het moment van de eerste misleidende mededeling *zittende* aandeelhouders.⁴¹ De laatstgenoemde aandeelhouders zijn immers tot de vennootschap toegetreden in een tijdvak waarin de informatievoorziening van de vennootschap aan het beleggende publiek nog volledig op orde was.⁴² En omdat in deze opvatting jegens de laatstgenoemde aandeelhouders niet onrechtmatig wordt gehandeld, is er ook geen grondslag om jegens hen enige verplichting tot schadevergoeding aan te

40. Voor zover het koersverlies dat intreedt naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling (direct) is te relateren aan (het bekend worden van) de misleidende informatie zelf (dus aan het uit de koers lopen van de aanwezige koersinflatie), kan men uitdrukkelijk *niet* zeggen dat het voor *beide* groepen beleggers in csqn-verband staat met de misleiding. Dit koersverlies staat namelijk alleen in csqn-verband met de misleiding voor de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht.

41. Dit is wellicht anders voor het geval waarin de zittende aandeelhouders zich op het standpunt stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding hun aandelen (eerder) zouden hebben verkocht. Dit geval laat ik in dit onderzoek buiten beschouwing. Zie de Inleiding van dit boek, § 3.

42. Vgl. voor de situatie waarin de misleiding bestaat uit het *niet* publiceren van *positieve* voorwetenschap, en waarin de in het tijdvak van de misleiding *verkopende* aandeelhouders schade lijden de uitspraken Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, *JOR* 2015/71, m.nt. G.T.J. Hoff (Stichting Procedure SdB/VEB), r.o. 2.18 en r.o. 4 en Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.16 en r.o. 5.2.

HOOFDSTUK 7

nemen, en dus ook niet een verplichting tot schadevergoeding voor het extra koersverlies dat vroegtijdige verkopers lijden door hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers van de hand te doen. Is men echter van mening dat de vennootschap die een misleidende voorstelling van zaken geeft onrechtmatig handelt jegens het beleggende publiek *in abstracto* en daarmee dus ook jegens de (toen de misleiding begon) *zittende* aandeelhouders, dan nóg denk ik dat dit koersverlies voor hen niet voor vergoeding in aanmerking komt. Het zijn in dat geval volgens mij de aansprakelijkheidsvereisten relativiteit (ex art. 6:163 BW) en causaliteit (in de zin van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW) die zich tegen vergoeding verzetten.⁴³ Zo acht ik niet goed verdedigbaar dat de informatieplichten die een beursvennootschap jegens het beleggende publiek in acht moet nemen mede bescherming bieden tegen de gevolgschade die (toen de misleiding begon) zittende aandeelhouders lijden, wanneer zij meteen na de eerste corrigerende mededeling hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers verkopen. En als de vergoeding van dit koersverlies niet reeds op het beschermingsbereik van de geschonden norm afstuit, staat mijns inziens ook de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade*⁴⁴ aan toerekening in de weg. Zo denk ik dat het koersverlies in een te ver verwijderd verband staat met de door de vennootschap begane normschending.

Aangezien de onderhavige gevolgschade voor de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren dus niet wordt gecompenseerd, dient zij mijns inziens ook niet te worden gecompenseerd voor de beleggers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht.⁴⁵ Beide groepen beleggers lijden deze schade namelijk op exact dezelfde wijze en in exact gelijke mate en dan acht ik het niet redelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide groepen te differentiëren. Econo-

43. Ik benadruk dat ik hier doel op het schade-element van de relativiteitsleer, en dus niet op het persoonsgebonden element ('jegens een ander') van deze leer. Zie over de verschillende elementen die in het kader van de relativiteit moeten worden onderscheiden Asser/Hartkamp & Sieburgh 2019 (6-IV), nr. 131.

44. Zie over de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade* § 1.3.3.5 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

45. Alleen wanneer de misleiding bestaat uit het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een beursgang, gaat dit argument niet op, aangezien er in dat geval nog geen zittende aandeelhouders zijn op het moment waarop de misleiding begint (althans geen zittende aandeelhouders die hun aandelen op de publieke effectenmarkt hebben gekocht).

misch gezien zie ik althans geen enkel steekhoudend argument dat een dergelijke differentiatie zou kunnen rechtvaardigen.⁴⁶

Een ander beleidsmatig argument dat ervoor pleit om het door de vroegtijdige verkopers geleden extra koersverlies niet voor vergoeding in aanmerking te laten komen, is dat het wel vaker voorkomt dat een beursvennootschap bepaalde negatieve informatie publiceert, die na verloop van tijd minder negatief blijkt te zijn dan aanvankelijk werd verwacht.⁴⁷ Dus niet alleen wanneer een mededeling wordt gepubliceerd waarmee eerdere misleidende informatie wordt gecorrigeerd, kunnen beleggers gevolgschade lijden als zij hun aandelen meteen na de eerste corrigerende mededeling tegen een kunstmatig lage koers verkopen, dergelijke schade kunnen zij ook lijden wanneer een andersoortige mededeling van negatieve strekking wordt gepubliceerd. In de laatstgenoemde situatie is echter niet sprake van enige normschending, dus vergoeding van het door de vroegtijdige verkopers geleden extra koersverlies is dan in het geheel niet aan de orde. Maar, als het extra koersverlies van de vroegtijdige verkopers in de laatstgenoemde situatie niet voor vergoeding in aanmerking komt, waarom zou het dan wel voor vergoeding in aanmerking komen wanneer het ‘toevallig’ intreedt naar aanleiding van een mededeling die eerdere misleidende informatie corrigeert? Ervan uitgaande dat de (eerste) corrigerende mededeling volstrekt te goeder trouw is gedaan en deze verder niet misleidend was, zie ik – economisch gezien – geen enkel steekhoudend argument om voor de vergoeding tussen beide situaties een onderscheid te maken. Daar komt nog bij dat gediversificeerde (en actieve) beleggers van het hier bedoelde koerseffect op de lange termijn geen nadeel zullen ondervinden. De ene keer zullen zij weliswaar extra koersverlies lijden omdat zij hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers moeten verkopen, maar de andere keer zullen zij van dit koerseffect kunnen profiteren omdat zij hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers kunnen aankopen. Over de lange termijn bezien zullen de gunstige aan- en verkopen van gediversificeerde beleggers tegen elkaar wegvallen, en ook dat pleit ervoor om het onderhavige koersverlies niet voor vergoeding in aanmerking te laten komen.

46. Bewust breng ik ter ondersteuning van mijn betoog hier niet het vennootschapsrechtelijke gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW) in stelling. Dit beginsel is op het onderhavige probleem namelijk niet (direct) van toepassing. Vgl. in dit verband het arrest HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirmann/Immofinanz AG), r.o. 27-29.

47. Ik wijs erop dat dit argument geldt zowel voor de vroegtijdige verkopers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren, als de vroegtijdige verkopers die hun aandelen in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht.

HOOFDSTUK 7

Een meer juridisch getoonzet argument dat nog aangevoerd kan worden om het extra koersverlies van de vroegtijdige verkopers niet aan de vennootschap toe te rekenen, is dat het aan hun eigen beleggingsbeslissing is te wijten dat zij dit koersverlies hebben geleden.⁴⁸ Deze beleggers konden op het moment van hun vroegtijdige verkoop namelijk weten dat de omvang van de misleiding nog niet exact bekend was en dat de reële mogelijkheid aanwezig was dat de misleiding uiteindelijk zou blijken *mee* te vallen. Ook wisten zij (of althans, konden zij weten) dat wanneer de misleiding onverhoopt zou blijken *tegen* te vallen, zij – althans, binnen de hier verdedigde systematiek – een later intredende koersdaling niet met een (eventueel door de vennootschap gedaan) beroep op de schadebeperkingsplicht zouden tegengeworpen krijgen. Kiezen deze beleggers er dan niettemin voor hun aandelen vroegtijdig te verkopen, dan is het niet onredelijk het hierdoor geleden extra koersverlies voor hun eigen rekening te laten.

Volledigheidshalve wijs ik er nog op dat in het onderhavige scenario het tijdvak van de misleiding reeds eindigt op het moment van de *eerste* corrigerende mededeling. Dat is immers het moment waarop alle koersinflatie – en zelfs meer dan dat – uit de koers loopt. Dit betekent dat de beleggers die meteen na de eerste corrigerende mededeling aandelen kopen, geen recht (meer) hebben op schadevergoeding. Dat is ook volstrekt logisch, want strikt genomen behalen deze beleggers een voordeel door hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers te kunnen kopen. Ook voor de beleggers die aanvankelijk *wel* door de misleiding zijn benadeeld (omdat zij hun aandelen tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht) en die na de eerste corrigerende mededeling aandelen *bijkopen*, geldt dat zij als gevolg van de tijdelijk kunstmatig lage koers een voordeel behalen. Dit voordeel zal met de door hen te ontvangen

48. Ik realiseer mij dat het hier uiteengezette argument mogelijk op gespannen voet staat met het oordeel van het Hof Amsterdam over het causaal verband in de zaak ABN AMRO Bank N.V./Vereniging Coopag Finance BV. In deze zaak oordeelde het hof in reactie op het verweer van ABN AMRO dat het rechtens vereiste causaal verband ontbrak tussen het misleidende prospectus en de schade die de beleggers stelden te hebben geleden door hun obligaties tegen een (tijdelijk) kunstmatig lage koers te verkopen, namelijk als volgt: 'onder de gegeven omstandigheden [valt] een belegger niet (...) te verwijten, dat hij ter beperking van (verdere) schade zich van zijn obligaties heeft ontdaan, ook al zou achteraf blijken, dat een andere beslissing beter zou zijn geweest' (toevoeging *ACWP*), zie Hof Amsterdam 27 mei 1993, *NJ* 1993/682 (ABN AMRO Bank N.V./Vereniging Coopag Finance BV), r.o. 5.16.

schadevergoeding moeten worden verrekend.⁴⁹ Ik werk dat hier niet verder uit.

7.4 De corrigerende mededeling leidt tot een paniecreactie

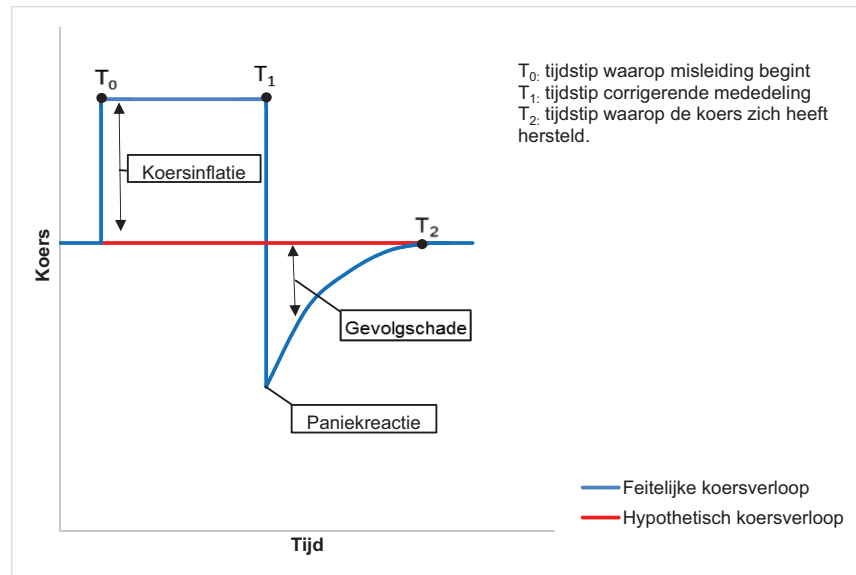
7.4.1 Inleiding

De derde aanname die wordt losgelaten, is de aanname dat de corrigerende mededeling geen paniecreactie tot gevolg heeft. In plaats daarvan wordt uitgegaan van de situatie waarin beleggers naar aanleiding van de corrigerende mededeling hun aandelen massaal verkopen, waardoor een heftige overreactie – ook wel genoemd ‘*crash*’ – plaatsvindt. Hierbij ga ik ervan uit dat de paniecreactie (of *crash*) slechts van korte duur is, en dat de koers zich binnen korte tijd weer herstelt. De markt zal zich namelijk vrij snel realiseren dat zij te heftig op de corrigerende mededeling heeft gereageerd. Na het koersherstel zal de litigieuze informatie op juiste (en volledige) wijze door de koers worden weerspiegeld.⁵⁰ Ter illustratie geef ik de situatie in figuur 5 grafisch weer.

49. Het ligt natuurlijk voor de hand om voor het op de schadevergoeding in mindering brengen van tussentijds behaalde voordelen gebruik te maken van het leerstuk van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW. Dit is echter niet het enige instrument waarmee deze uitkomst kan worden bereikt. Dezelfde uitkomst kan worden bereikt via het leerstuk van de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW. Zie in dit verband ook reeds § 5.5.2.3 *sub c*.

50. Ik wijs erop dat de hier bedoelde situatie moet worden onderscheiden van de in § 7.3.3 besproken situatie waarin uit latere corrigerende mededelingen blijkt dat de misleiding blijkt *mee* te vallen ten opzichte van hetgeen naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling werd verwacht. Wel hebben beide situaties gemeen dat de koers die tot stand komt naar aanleiding van de (eerste) corrigerende mededeling, tijdelijk beneden de fundamentele waarde van het aandeel ligt.

Figuur 5



7.4.2 Het verschijnsel van de 'crash'

De situatie waarin de corrigerende mededeling een paniecreactie tot gevolg heeft, is een in de praktijk niet ongebruikelijk verschijnsel.⁵¹ Dit wordt mede verklaard door het feit dat op effectenmarkten op grote schaal aan *momentum trading* wordt gedaan.⁵² *Momentum trading houdt* in dat beleggers hun beleggingsbeslissingen niet zozeer nemen aan de hand van (de analyse van) nieuwe informatie, maar dat deze veeleer worden genomen aan de hand van recente koersbewegingen. Is de koers van een bepaald aandeel recent gestegen, dan is dat voor *momentum traders* een signaal dat er *positieve* informatie in de markt beschikbaar is en dat zij derhalve het desbetreffende aandeel moeten *kopen*. Is de koers

51. Het meest bekende voorbeeld van een marktcrash is de zogenoemde 'flash crash' die op 6 mei 2010 plaatsvond in de Verenigde Staten. Deze *crash* had overigens niets te maken met de correctie van misleidende informatie. Voor een uitgebreide analyse van de *flash crash* verwijs ik naar Korsmo 2014, p. 523-528; Lin 2013, p. 703-706; Kirilenko e.a. 2017.

52. Zie in dit verband ook de instructieve beschrijving die Lev en De Villiers geven van de wijze waarop in de praktijk een *crash* tot stand komt, Lev & De Villiers 1994, p. 14-15. En zie ook Cornell & Rutten 2006, p. 464-469; Scudder 1997, p. 456-459.

van het aandeel echter recent gedaald, dan is dat voor hen een signaal dat er *negatieve* informatie in de markt beschikbaar is en dat zij derhalve het aandeel moeten *verkopen*. Wanneer naar aanleiding van een corrigerende mededeling een (initiële) residuele koersdaling intreedt, zal dat voor veel *momentum traders* een teken zijn dat de desbetreffende vennootschap er slecht voor staat. In reactie op deze (initiële) koersdaling zullen zij dan massaal tot verkoop van het litigieuze aandeel overgaan, hetgeen weer een nieuwe koersdaling tot gevolg zal hebben. Naar aanleiding van deze nieuwe koersdaling zullen weer nieuwe *momentum traders* tot verkoop overgaan en ook dat zal weer een koersdaling uitlokken. Dit proces zal zich nog een aantal keer herhalen en binnen de kortste keren is er sprake van een ware *crash*. De koers zal hierdoor tijdelijk (ver) beneden de fundamentele waarde van het aandeel noteren. Een vergelijkbaar – doch tegenovergesteld – effect kwamen we eerder tegen in § 2.4 bij het bestuderen van het verschijnsel van de zeepbel. In essentie gaat het hier om het hetzelfde verschijnsel: als gevolg van een overreactie zal de koers tijdelijk significant afwijken van de onderliggende fundamentele waarde. Men zou een *crash* daarom ook kunnen zien als een soort neerwaarts zeepbeleffect, en omgekeerd zou men een zeepbel kunnen zien als een soort opwaarts *crasheffect*.⁵³

Bij het voorgaande teken ik nog aan dat als gevolg van recente marktontwikkelingen de relevantie van (bestudering van) het *crash*fenomeen aanzienlijk is toegenomen. Bij deze recente marktontwikkelingen doel ik met name op het de laatste jaren opgekomen verschijnsel van de geautomatiseerde computergestuurde effectenhandel, waarbij natuurlijk in de eerste plaats kan worden gedacht aan *high frequency trading*.⁵⁴ *High frequency trading* is een methode om op technologisch geavanceerde wijze kortetermijnhandelsstrategieën te implementeren.⁵⁵ Zij wordt uitgevoerd met behulp van wiskundige algoritmes en is vooral gericht op de handel

53. Vgl. Cornell & Rutten 2006, p. 466.

54. Zie over *high frequency trading* in de financieel-economische literatuur onder meer Zhang 2010; Hendershott, Jones & Menkveld 2011; Baron, Brogaard & Kirilenko 2012; Brogaard, Hendershott & Riordan 2014; Brogaard e.a. 2018; Baron e.a. 2019; Brogaard & Garriott 2019. Zie hierover in de juridische literatuur onder meer Balp & Strampelli 2018; Johnson 2017; Busch 2016; Fox, Glosten & Rauterberg 2015; Pasquale 2015; Levens 2015; Yadav 2015, p. 1622-1625; Korsmo 2014. En zie over *high frequency trading* in de Nederlandse literatuur Maatman, Teebom & Verschoor 2012, p. 663-671; Verwilt 2014, p. 351-359. Zie over *high frequency trading* ook nog het uitvoerige AFM-rapport 2010 en het AFM-rapport 2016.

55. Maatman, Teebom & Verschoor 2012, p. 663. De MiFID II (Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L 173/349)) spreekt in dit verband van een 'high frequency algorithmic trading technique'. De definitie hiervan is te vinden in art. 4 lid 1 onder 40 MIFID II.

HOOFDSTUK 7

in genoteerde aandelen en daarvan afgeleide instrumenten.⁵⁶ *High frequency trading* is geen handelsstrategie op zichzelf, maar een middel om op handelsplatformen bepaalde strategieën (meestal *market making* en arbitrage) in de praktijk te brengen.⁵⁷ Dit relatief nieuwe verschijnsel zou tot gevolg kunnen hebben dat we in de toekomst vaker met *crashes* te maken krijgen.⁵⁸ *High frequency trading* is namelijk bij uitstek een vorm van beleggen waarbij – weliswaar met tussenkomst van geavanceerde algoritmes – beleggingsbeslissingen worden gebaseerd op recente koersbewegingen. Hierdoor kan een initiële koersdaling – veroorzaakt door de publicatie van negatieve informatie – binnen een paar tellen een ongekend aantal verkooporders ‘triggeren’.⁵⁹ Wanneer dit grote aantal verkooporders niet tijdig door de markt kan worden geabsorbeerd, heeft dat tot gevolg dat de koers *crasht*. Weliswaar is onder vigeur van de MiFID II⁶⁰ nieuwe wet- en regelgeving uitgevaardigd om dergelijke risico’s van *high frequency trading* tegen te gaan, maar of de nieuwe maatregelen daadwerkelijk voldoende effectief zijn, zal nog moeten blijken.⁶¹

7.4.3 *Hoe wordt de schade vastgesteld en in welke mate komt deze voor vergoeding in aanmerking wanneer de corrigerende mededeling een paniecreactie tot gevolg heeft?*

Wanneer de corrigerende mededeling een tijdelijke paniecreactie (of *crash*) tot gevolg heeft, rijst wederom de vraag op welke wijze de koersschade van de door de misleiding benadeelde beleggers moet

56. Een algoritme is een verzameling regels die ‘gegeven een bepaalde beginsituatie, een vastgelegde reeks handelingen uitvoert’, aldus Maatman, Teebom & Verschoor 2012, p. 663 (voetnoot 3). De wettelijke definitie van *algorithmic trading* is te vinden in art. 4 lid 1 onder 39 MiFID II. Zie over *algorithmic trading* in het algemeen Yadav 2016, p. 1063-1073; Korsmo 2014, p. 538-540; Kirilenko & Lo 2013, p. 53-60. En zie voor een diepgaande analyse van de invloed van *algorithmic trading* en *high frequency trading* op toekomstige wet- en regelgeving Fox, Glosten & Rauterberg 2015; Yadav 2015; Lin 2014; Korsmo 2014, p. 588-608.

57. Maatman, Teebom & Verschoor 2012, p. 663.

58. Vgl. Maatman, Teebom & Verschoor 2012, p. 669. Zie in dit verband ook Johnson 2017; Jain, Jain & McInish 2016; Korsmo 2014, p. 528-529 en p. 577-580; Lin 2014, p. 581-582; Lin 2013, p. 714-716; Kirilenko & Lo 2013, p. 60-67; Fabozzi, Focardi & Jonas 2011, p. 29-32. Zie voor een genuanceerd geluid op dit punt Fox, Glosten & Rauterberg 2015, p. 244-249.

59. De gepubliceerde negatieve informatie hoeft uiteraard niet noodzakelijkerwijs een mededeling te zijn die eerdere misleiding corrigeert. De publicatie van negatieve informatie in het algemeen kan een *crash* tot gevolg hebben.

60. Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L 173/349).

61. Zie met name art. 17 en art. 48 MiFID II. Zie over de nieuwe maatregelen uit de MiFID II in de Nederlandse literatuur Busch 2016; Busch 2015, p. 179-191; Verwilt 2014, p. 351-359.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

worden vastgesteld, en in welke mate deze voor vergoeding in aanmerking komt.⁶² Bij de beantwoording van deze vraag moeten twee groepen beleggers worden onderscheiden: enerzijds de beleggers die hun aandelen naar aanleiding van de corrigerende mededeling meteen – tegen een ‘paniekprijs’ – hebben verkocht, en anderzijds de beleggers die hun aandelen hebben aangehouden tot na het tijdstip waarop de koers zich weer van de paniecreactie had hersteld.

Voor de laatstgenoemde beleggers is de vraag relatief eenvoudig beantwoord. Deze beleggers hebben hun aandelen niet in paniek tegen een kunstmatig lage koers verkocht, dus bij deze beleggers heeft de paniecreactie niet tot extra schade geleid. De enige schade die deze beleggers hebben geleden, is dat zij hun aandeel tegen een kunstmatig hoge koers hebben gekocht. Deze beleggers hebben daarom slechts recht op vergoeding van de door de misleiding veroorzaakte *koersinflatie*. Waar men in het kader van de *schadevaststelling* voor deze beleggers echter wel op moet letten, is dat de schade op het juiste tijdstip – of beter gezegd: over de juiste periode – wordt gemeten. Hiermee bedoel ik dat niet kan worden volstaan met het slechts meten van de (initiële) residuele koersdaling die plaatsvond naar aanleiding van de corrigerende mededeling, maar dat tevens zal moeten worden gekeken naar het koersherstel dat intrad nadat de paniecreactie was uitgewerkt.⁶³ Dit koersherstel zal vervolgens op de initiële koersdaling in mindering moeten worden gebracht om het juiste bedrag aan koersinflatie te krijgen.

Voor de beleggers die naar aanleiding van de corrigerende mededeling hun aandelen meteen – in paniek – hebben verkocht (hierna: de ‘paniekverkopers’), ligt de zaak wat gecompliceerder.⁶⁴ Deze beleggers hebben hun aandelen namelijk tegen een – kunstmatig lage – paniekprijs verkocht, dus bij hen heeft de misleiding – naast de eigenlijke koers-

62. Uit de tussenbeschikking die het Hof Amsterdam heeft gewezen in het kader van het WCAM-verzoek met betrekking tot de Fortis-schikking leid ik af dat zo'n paniecreactie, die zich in werkelijkheid vermoedelijk wel in enige mate heeft voorgedaan, in het processuele debat geen rol heeft gespeeld. Zie Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257 (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.), r.o. 8.7: '(...) niet [is] aangevoerd dat de koers van de aandelen Fortis, nadat alsnog informatie publiek is gemaakt, sterker is gedaald dan het geval zou zijn geweest als Fortis die informatie tijdig en juist met de markt had gedeeld. Aangenomen moet daarom worden dat de koers van de aandelen op bepaalde momenten eerder zou zijn gedaald dan daadwerkelijk is gebeurd, maar dat de koers alsdan niet (...) minder zou zijn gedaald dan concreet het geval is geweest.'

63. Hierbij moet er uiteraard rekening mee worden gehouden dat het koersherstel ook kan worden veroorzaakt door (aan de misleiding) externe factoren.

64. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 189-191; p. 224-225; Franx 2017, p. 249-251.

HOOFDSTUK 7

inflatie – in beginsel wel tot extra schade geleid (men zou in dit verband ook kunnen spreken van ‘gevolgschade’).⁶⁵ Deze gevolgschade staat voor hen onmiskenbaar in csqn-verband met het onrechtmatige handelen van de vennootschap, en de vraag is of zij – naast het bedrag van de eigenlijke koersinflatie – op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend.⁶⁶ De aansprakelijk gestelde vennootschap zal vinden van niet. Zij zal hiertoe onder meer kunnen aanvoeren dat het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies niet primair door de misleiding is veroorzaakt, maar – in plaats daarvan – door de omstandigheid dat de markt overgevoelig op de corrigerende mededeling reageerde, zodat het in een te ver verwijderd verband staat met de door haar begane normschending. Een vergelijkbaar verweer zou de vennootschap kunnen voeren in het kader van de eigen schuld. In dat geval zal zij zich kunnen verweren met de stelling dat het aan de eigen beleggingsbeslissing van de paniekverkopers is te wijten dat zij dit extra koersverlies hebben geleden. Het is immers een feit van algemene bekendheid dat de publicatie van negatieve informatie een paniecreactie tot gevolg kan hebben, dus de paniekverkopers hadden hier rekening mee kunnen houden.⁶⁷ Zouden zij gewoon even hebben gewacht totdat de koers zich weer van de paniecreactie had hersteld, dan was dit extra koersverlies hen bespaard gebleven.⁶⁸ Hoe nu over deze kwestie te oordelen? Moet dit verweer van de vennootschap worden gehonoreerd en de schadevergoeding van de paniekverkopers voor de paniecreactie worden gecorrigeerd? Of krijgen de paniekverkopers het volledig door de corrigerende mededeling veroorzaakte koersverlies vergoed, dus inclusief het effect van de door de *crash* veroorzaakte (kunstmatig) lage verkoopprijs?

Deze toerekeningsvraag zal ik hier nu eerst beantwoorden voor het scenario waarin (i) de misleiding bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) (de inhoud van) deze mededeling voor de

65. Bewust zeg ik hier ‘in beginsel’. In § 7.4.4 zal duidelijk worden waarom ik deze nuance aanbreng.

66. Dat de misleiding voor de beleggers die hun aandeel vlak na de corrigerende mededeling tegen een kunstmatig lage koers verkopen tot extra koersverlies leidt dat in csqn-verband staat met het onrechtmatig handelen van de vennootschap, lijkt ook te worden erkend door de Rechtbank Amsterdam in de zaak X/Koninklijke Ahold N.V e.a., zie Rb. Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, met commentaar E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls, r.o. 4.21.

67. Vgl. De Jong 2010, p. 224.

68. Dit verweer kan natuurlijk ook zijn verpakt in de vorm van een beroep op de schadebeperkingsplicht. In dat geval is de redenering dat de belegger zijn schade had kunnen beperken door met zijn verkoop nog even te wachten tot het moment dat de paniecreactie was uitgewerkt en de koers zich weer had hersteld.

markt als een *positieve* verrassing komt, *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt wordt verwacht (voor een grafische illustratie van dit scenario verwijs ik naar figuur 5 in § 7.4.1).⁶⁹ Denk in dit verband bijvoorbeeld aan de situatie dat de vennootschap – totaal onverwacht – een mededeling publiceert waarin zij bekendmaakt een bepaalde nieuwe uitvinding (die in de toekomst aanzienlijke kasstromen zal genereren) te hebben gedaan, terwijl in werkelijkheid helemaal geen uitvinding is gedaan.⁷⁰ Het genoemde scenario moet worden onderscheiden van het scenario waarin de misleiding bestaat uit het *niet* publiceren van voorwetenschap of waarin deze bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatief* verrassingseffect daarmee te voorkomen.⁷¹ Bij dit laatste scenario kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de situatie waarin de financiële resultaten van de vennootschap zodanig gunstig worden voorgesteld, dat zij precies in overeenstemming zijn met de analistenvoorspellingen.⁷² Of in het laatstgenoemde scenario het toerekeningsverweer van de vennootschap moet worden gehonoreerd (bedoeld wordt hier de toerekening ex art. 6:98 BW en niet de toerekening ex art. 6:162 lid 3 BW), behandel ik in § 7.4.4, en dan zal ik ook toelichten waarom de analyse voor beide scenario's enigszins verschilt.

Wanneer zuiver juridisch-technisch wordt geredeneerd, denk ik dat in het scenario waarin de misleiding bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling en de daarin vervatte informatie voor de markt als een *positieve* verrassing komt, het toerekeningsverweer van de vennootschap *niet* moet worden gehonoreerd, en het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies dus *wel* voor vergoeding in aanmerking dient te komen. De redenering is dat het intreden van een paniecreactie een redelijkerwijs voorzienbaar gevolg is van het bekend worden van de ware toestand van de vennootschap (gegeven het feit dat eerder misleidende informatie is gepubliceerd).⁷³ Op grond van de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade*⁷⁴ is dan verdedigbaar het door de paniek-

69. Zie ik goed, dan behandelt De Jong louter dit scenario, zie De Jong 2010, p. 189-191; p. 224-225.

70. In deze situatie zal naar aanleiding van de misleidende mededeling – naar verwachting – een residuele koersstijging worden geobserveerd.

71. Zie over dit scenario Lev & De Villiers 1994, p. 30-33; Langevoort 2002, p. 182-183.

72. In deze situatie zullen de gepubliceerde cijfers voor de markt geen verrassing (meer) zijn, zodat een residuele koersdaling naar aanleiding van de misleidende mededeling uitblijft.

73. Aldus De Jong 2010, p. 191. Vgl. Franx 2017, p. 249-251.

74. Zie over de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade* § 1.3.3.4 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

HOOFDSTUK 7

reactie veroorzaakte extra koersverlies op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap toe te rekenen.⁷⁵

Ik zie echter ook twee beleidsmatige argumenten die ervoor pleiten het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies in het onderhavige scenario juist *niet* aan de vennootschap toe te rekenen. Dat ik mij ter beantwoording van de onderhavige toerekeningsvraag mede op beleidsmatige argumenten beroep, acht ik wederom volstrekt gerechtvaardigd, aangezien de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW bij uitstek een leerstuk is waarbij – met permissie van de wetgever – beleidsoverwegingen in het toerekeningsoordeel mogen worden betrokken.

Het eerste beleidsmatige argument dat ervoor pleit om het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies niet aan de vennootschap toe te rekenen, is dat vergoeding van dit koersverlies zou leiden tot een – vanuit economisch perspectief bezien – merkwaardig verschil in vermogenspositie tussen enerzijds de paniekverkopers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (en die hiervoor als gevolg van de misleiding een te hoge prijs hebben betaald), en anderzijds de paniekverkopers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren. Ook de laatstgenoemde paniekverkopers lijden namelijk extra koersverlies wanneer zij hun aandelen tegen een (als gevolg van de paniecreactie) kunstmatig lage koers moeten verkopen, en ook voor hen geldt in beginsel dat dit extra koersverlies in csqn-verband staat met het onrechtmatige handelen van de vennootschap.⁷⁶ Voor de laatstgenoemde paniekverkopers komt dit extra koersverlies echter niet voor vergoeding in aanmerking. De redenering waarom dit zo is, is nagenoeg gelijk aan de redering van § 7.3.3 waarom de daar bedoelde gevolgschade voor de (toen de misleiding begon) zittende aandeelhouders niet voor vergoeding in aanmerking komt, dus die redenering zal ik hier niet herhalen. Maar, als het onderhavige koersverlies voor de paniekverkopers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren niet voor vergoeding in aanmerking komt, dient het mijns inziens ook niet voor

75. Vgl. Hof Amsterdam 27 mei 1993, *NJ* 1993/682 (ABN AMRO Bank N.V./Vereniging Coopag Finance BV), r.o. 5.16, waarin het hof in reactie op het verweer van ABN AMRO dat het rechtens vereiste causaal verband ontbrak tussen het misleidende prospectus en de schade die de beleggers stelden te hebben geleden door hun obligaties tegen een – wat ik noem – paniekprijs te verkopen, als volgt oordeelde: ‘onder de gegeven omstandigheden [valt] een belegger niet (...) te verwijten, dat hij ter beperking van (verdere) schade zich van zijn obligaties heeft ontdaan, ook al zou achteraf blijken, dat een andere beslissing beter zou zijn geweest’ (toevoeging *ACWP*).

76. Wederom zeg ik hier bewust ‘in beginsel’. In § 7.4.4 wordt duidelijk waarom ik deze nuance aanbreng.

vergoeding in aanmerking te komen voor de paniekverkopers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht.⁷⁷ Beide groepen beleggers lijden dit koersverlies namelijk op exact dezelfde wijze en in exact gelijke mate, en dan acht ik het niet redelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide groepen te differentiëren. Economisch gezien zie ik althans geen enkel steekhoudend argument dat een dergelijke differentiatie zou kunnen rechtvaardigen.⁷⁸

Een tweede (eveneens beleidsmatig) argument dat ervoor pleit om het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies niet aan de vennootschap toe te rekenen, is dat het op de effectenmarkt wel vaker voorkomt dat de publicatie van bepaalde negatieve informatie een paniecreactie tot gevolg heeft.^{79, 80} Dus niet alleen wanneer een mededeling wordt gepubliceerd die eerdere misleidende informatie corrigeert, kunnen beleggers gevolgschade lijden als zij hun aandelen tegen een (kunstmatig lage) paniekprijs verkopen, dergelijke schade kunnen zij ook lijden wanneer een andersoortige mededeling van negatieve strekking wordt gepubliceerd. In de laatstgenoemde situatie is echter niet sprake van enige normschending, dus vergoeding van het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies is dan in het geheel niet aan de orde. Maar, als het extra koersverlies van de paniekverkopers in de laatstgenoemde situatie niet voor vergoeding in aanmerking komt, waarom zou het dan wel voor vergoeding in aanmerking komen wanneer het 'toevallig' intreedt naar aanleiding van een mededeling die eerdere misleidende informatie corrigeert? Ervan uitgaande dat de corrigerende mededeling volstrekt te goeder trouw is gedaan en deze verder niet misleidend was, zie ik – economisch gezien – geen enkel steekhoudend argument om voor de vergoeding tussen beide situaties een onderscheid te maken. Daar komt nog bij dat gediversificeerde (en actieve) beleggers op de lange termijn geen nadeel zullen ondervinden van het verschijnsel paniecreactie. De ene

77. Alleen wanneer de misleiding bestaat uit het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een beursgang, gaat dit argument niet op, aangezien er in dat geval nog geen zittende aandeelhouders zijn op het moment waarop de misleiding begint (althans geen zittende aandeelhouders die hun aandelen op de publieke effectenmarkt hebben gekocht).

78. Bewust breng ik ter ondersteuning van mijn betoog hier niet het vennootschapsrechtelijke gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW) in stelling. Dit beginsel is op het onderhavige probleem namelijk niet (direct) van toepassing. Vgl. in dit verband het arrest HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirmann/Immofinanz AG), r.o. 27-29.

79. Vgl. Lev & De Villiers 1994, p. 34

80. Ik wijs erop dat dit argument geldt zowel voor de paniekverkopers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren, als de paniekverkopers die hun aandelen in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht.

HOOFDSTUK 7

keer zullen zij weliswaar extra koersverlies lijden omdat zij hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers moeten *verkopen*, maar de andere keer zullen zij van dit koerseffect kunnen profiteren omdat zij hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers kunnen *aankopen*. Over de lange termijn bezien zullen de gunstige *aankopen* en de *ongunstige verkopen* van gediversificeerde beleggers tegen elkaar wegvallen, en ook dat pleit ervoor het onderhavige koersverlies niet aan de vennootschap toe te rekenen.

Kortom, wanneer zuiver juridisch-technisch wordt geredeneerd, is verdedigbaar het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap toe te rekenen en aldus voor vergoeding in aanmerking te laten komen, maar wanneer ook beleidsmatige argumenten in het toerekeningsoordeel worden betrokken, neigt men tot het oordeel dat dit koersverlies *niet* voor vergoeding in aanmerking dient te komen. Aangezien de genoemde beleidsmatige argumenten voor mij hier het zwaarst wegen, pleit ik ervoor de paniekverkopers voor het onderhavige koersverlies *niet* te compenseren.

Volledigheidshalve wijs ik er nog op dat in de situatie waarin de corrigerende mededeling een paniecreactie tot gevolg heeft, de beleggers die kort na het intreden van de paniecreactie aandelen (bij)kopen, een voordeel behalen. Deze beleggers kunnen (als gevolg van de paniecreactie) deze aandelen immers tegen een kunstmatig lage koers aanschaffen. Voor zover deze beleggers tijdens het tijdvak van de misleiding reeds aandelen (tegen een geïnflateerde koers) hebben gekocht en zij vergoeding eisen van de door de misleiding veroorzaakte koersschade, zal dit voordeel in de schadevergoeding moeten worden verdisconteerd. Het op de schadevergoeding in mindering brengen van het door de *bijkopende* beleggers behaalde voordeel, geschiedt hier op overeenkomstige wijze als is besproken in § 5.5.2.3, dus ik werk dat hier niet verder uit.⁸¹

81. Zie § 5.5.2.3 *sub c*. Zoals ik in die paragraaf reeds opmerkte, kan men voor het op de schadevergoeding in mindering brengen van tussentijds behaalde voordelen gebruik maken van het leerstuk van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW, maar men kan deze uitkomst ook bereiken met behulp van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW.

7.4.4 *Komt het extra koersverlies van de paniekverkopers voor vergoeding in aanmerking wanneer het beleggende publiek wordt misleid teneinde een negatief verrassingseffect te voorkomen?*

De vraag of het door de paniekverkopers geleden extra koersverlies op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend, heb ik in de vorige paragraaf alleen beantwoord voor het scenario waarin (i) de misleiding bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) (de inhoud van) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing komt, *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt wordt verwacht. Hoe deze vraag moet worden beantwoord voor het scenario waarin de misleiding bestaat uit het *niet* publiceren van voorwetenschap of waarin deze bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatief* verrassingseffect daarmee te voorkomen, liet ik in het midden.⁸² Dat ik mij in de vorige paragraaf tot het eerstgenoemde scenario beperkte, was niet voor niets. Dat deed ik, omdat zich in het laatstgenoemde scenario een complicatie aandient. De complicatie waar ik op doel, is de omstandigheid dat zich in het scenario waarin het beleggende publiek wordt misleid om daarmee een negatieve verrassing te voorkomen, waarschijnlijk ook in de hypothetische situatie zonder misleiding een paniecreactie zou hebben voorgedaan (alleen eerder dan thans het geval was).⁸³ Toen in de feitelijke situatie de negatieve litigieuze informatie (via de corrigerende mededeling) werd gepubliceerd had dit namelijk een paniecreactie tot gevolg en dat ligt het voor de hand aan te nemen dat de publicatie van de litigieuze informatie ook een paniecreactie tot gevolg zou hebben gehad wanneer de publicatie tijdig, volledig en correct zou hebben plaatsgevonden.⁸⁴ Aldus bezien is de door de corrigerende mededeling teweeggebrachte paniecreactie in het onderhavige scenario dus eigenlijk niets anders dan een uitgestelde koersreactie op het bekend worden van de litigieuze informatie. Dit laatste ligt anders in het scenario waarin (i) de misleiding bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) (de inhoud van) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing komt, *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt wordt verwacht. In het laatstgenoemde scenario had bij afwezigheid van de misleiding immers in het geheel geen corrigerende mededeling hoeven te worden gepubliceerd, had dus

82. Zie over dit scenario Lev & De Villiers 1994, p. 30-33; Langevoort 2002, p. 182-183.

83. Vgl. Lev & De Villiers 1994, p. 31.

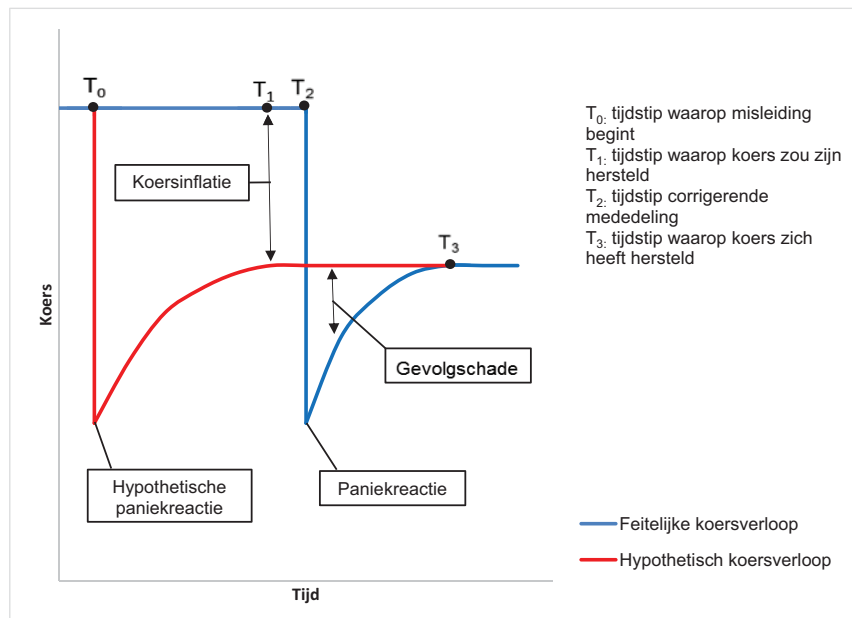
84. Al is het natuurlijk niet uitgesloten dat de paniecreactie (in de feitelijke situatie) vooral werd veroorzaakt door het feit dat de nieuwe informatie die werd gepubliceerd eruit bestond dat eerdere misleidende informatie *moest worden gecorrigeerd*, en niet zozeer door het feit dat de nieuwe informatie negatief van aard was.

HOOFDSTUK 7

ook geen negatieve informatie aan de markt hoeven te worden verstrekt (althans, geen negatieve informatie gerelateerd aan de misleiding), en zou een paniecreactie dus hoe dan ook zijn uitgebleven.

Het scenario waarin de misleiding bestaat uit het onjuist en/of onvolledig informeren van het beleggende publiek teneinde een negatief verrassings-effect daarmee te voorkomen, en waarin een paniecreactie zich ook bij afwezigheid van de misleiding zou hebben voorgedaan, heb ik – ter verduidelijking – in figuur 6 grafisch weergegeven. Omdat in dit geval de paniecreactie zich eerder in het tijdvak van de misleiding zou hebben voorgedaan, zou ook het op de paniecreactie volgende koersherstel zich eerder hebben voorgedaan. Dit laatste verklaart het tijdelijk stijgende verloop van de hypothetische koerslijn in de hypothetische situatie zonder misleiding.

Figuur 6



Het feit dat in het onderhavige scenario (bij afwezigheid van de misleiding) de paniecreactie eerder zou hebben plaatsgevonden, heeft als consequentie dat niet voor alle paniekverkopers geldt dat het extra koersverlies dat zij hebben geleden door hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers te verkopen, kan worden aangemerkt als *gevolgschade*. Zo geldt voor de paniekverkopers die hun aandelen op een eerder tijdstip

in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (dus vóór het tijdstip waarop de koers zich in de hypothetische situatie zonder misleiding weer van de (hypothetische) paniecreactie zou hebben hersteld, tijdstip T_1 in bovenstaande grafiek), dat zij in de hypothetische situatie zonder misleiding – vanwege de zich ook in die situatie manifesterende paniecreactie – hun aandelen tegen een kunstmatig lage koers zouden hebben kunnen kopen, zodat bij hen het koersverlies dat voortkomt uit de kunstmatig lage verkoopprijs ‘gewoon’ zit inbegrepen in het bedrag van de door hen betaalde koersinflatie.⁸⁵ De consequentie hiervan is dat voor deze paniekverkopers het laatstgenoemde koersverlies *niet* kan worden aangemerkt als gevolgschade. Dit is anders voor de paniekverkopers die hun aandelen op een later tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (dus na tijdstip T_1 in bovenstaande grafiek). Voor de laatstgenoemde paniekverkopers geldt dat het totaal als gevolg van de misleiding geleden koersverlies het bedrag van de koersinflatie overtreft, dus voor hen kan het koersverlies dat voortkomt uit de kunstmatig lage verkoopprijs *wel* worden aangemerkt als gevolgschade. Maar ongeacht hoe het laatstgenoemde koersverlies nu precies moet worden gekwalificeerd, geldt voor beide groepen paniekverkopers in ieder geval onverkort dat het door hen als gevolg van de misleiding geleden extra koersverlies onmiskenbaar in csqn-verband staat met het onrechtmatige handelen van de vennootschap. De vraag die vervolgens rijst, is of dit koersverlies op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend. Deze vraag zal ik voor beide groepen paniekverkopers achtereenvolgens beantwoorden.

Voor de paniekverkopers die hun aandelen op een later tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (dus na tijdstip T_1 in bovenstaande grafiek), is de schadetoerekeningsvraag relatief eenvoudig beantwoord. Hun positie verschilt namelijk niet noemenswaardig van die van de paniekverkopers uit § 7.4.3, en dat betekent dat het toerekeningsvraagstuk voor beide groepen paniekverkopers op dezelfde wijze kan worden benaderd. Op basis van nagenoeg dezelfde argumenten als in § 7.4.3 om ik daarom tot de conclusie dat in het onderhavige scenario het extra koersverlies van de beleggers die hun aandelen na tijdstip T_1 hebben gekocht en deze vervolgens meteen na de corrigerende mededeling weer – in paniek – hebben verkocht, niet aan de vennootschap kan worden toegerekend, en het derhalve niet voor vergoeding in aanmerking komt.

85. Gemakshalve abstraheer ik hier even van de beleggers die in de hypothetische situatie zonder misleiding aandelen zouden hebben gekocht op het moment waarop de koers zich van de (hypothetische) paniecreactie aan het herstellen was.

HOOFDSTUK 7

Wel moet ik hier nog bij aantekenen dat ik mij ter onderbouwing van dit standpunt – anders dan in de vorige paragraaf – in dit geval niet kan beroepen op het argument dat vergoeding van dit koersverlies zou leiden tot een – vanuit economisch perspectief gezien – merkwaardig verschil in vermogenspositie tussen enerzijds de paniekverkopers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (en die hiervoor als gevolg van de misleiding een te hoge prijs hebben betaald), en anderzijds de paniekverkopers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren. Ervan uitgaande dat in het onderhavige scenario de paniekreactie zich in de hypothetische situatie zonder misleiding eerder zou hebben voorgedaan, is namelijk aannemelijk dat de laatstgenoemde beleggers in deze hypothetische situatie hun aandelen reeds ten tijde van die eerdere (hypothetische) paniekreactie zouden hebben verkocht. Thans was het (via de corrigerende mededeling) bekend worden van de litigieuze informatie voor hen immers aanleiding het aandeel direct – tegen een paniekprijs – te verkopen, dus waarom zou het dat niet zijn geweest wanneer de litigieuze informatie tijdig, volledig en correct zou zijn gepubliceerd?⁸⁶ De consequentie hiervan is dat het door deze beleggers als gevolg van de paniekreactie geleden extra koersverlies, *niet* in csqn-verband staat met de misleiding. Het extra koersverlies van de paniekverkopers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, staat daarentegen *wel* in csqn-verband met de misleiding. Beide groepen paniekverkopers bevinden zich wat dit koersverlies betreft dus niet in dezelfde situatie, en dan acht ik het op zichzelf niet onredelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide groepen te differentiëren.

De paniekverkopers die hun aandelen op een eerder tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (dus vóór tijdstip T_1 in bovenstaande grafiek), hebben wat het (ex art. 6:98 BW) aan de vennootschap toerekenen betreft van het onderhavige koersverlies een iets sterkere positie. Voor hen zit dit koersverlies immers reeds inbegrepen in het bedrag van de door hen betaalde koersinflatie, en voor hen gaat het hier (daarom) niet om *gevolgschade*. Niettemin ben ik van mening dat ook voor deze paniekverkopers dit koersverlies niet voor vergoeding in aanmerking dient te komen. Dit omdat het in de vorige paragraaf genoemde argument dat het wel vaker voorkomt dat de publicatie van negatieve informatie een paniekreactie tot gevolg heeft, en het daarom

86. Al is het natuurlijk niet uitgesloten dat de beslissing van deze beleggers om hun aandelen naar aanleiding van de bekendwording van de ware financiële toestand van de vennootschap meteen – in paniek – te verkopen, vooral was ingegeven door het feit dat de nieuwe informatie die werd gepubliceerd eruit bestond dat eerdere misleidende informatie *moest worden gecorrigeerd*, en niet zozeer door het feit dat de nieuwe informatie negatief van aard was.

enigszins arbitrair is om alleen in de situatie waarin een paniecreactie 'toevallig' intreedt naar aanleiding van een mededeling die eerdere misleidende informatie corrigeert de paniekverkopers voor het door de paniecreactie veroorzaakte extra koersverlies te compenseren, voor mij hier het zwaarst weegt.

Tot besluit wijs ik erop dat mijn opmerking aan het eind van de vorige paragraaf over het voordeel dat de beleggers behalen die kort na het intreden van de paniecreactie aandelen *bijkopen*, in het onderhavige scenario van overeenkomstige toepassing is.

7.5 Corrigerende mededeling leidt tot extra koersdaling vanwege door de vennootschap in de toekomst in verband met de misleiding te maken kosten⁸⁷

7.5.1 *Inleiding*

De vierde aanname die wordt losgelaten, is de aanname dat de corrigerende mededeling niet leidt tot extra koersverlies vanwege het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap te maken kosten in verband met te voeren juridische procedures, zoals proceskosten, kosten voor juridische bijstand of een eventueel te betalen schadevergoeding.⁸⁸ In plaats daarvan wordt uitgegaan van de situatie waarin dit koerseffect zich juist *wél* voordoet. Het aannemen van dit koerseffect is een plausibel uitgangspunt, want het effect blijkt zich in de praktijk vaak voor te doen.^{89,90} In dat verband behandel ik in deze

87. Een gedeelte van deze paragraaf is in 2012 al gepubliceerd in de feestbundel die uitkwam ter gelegenheid van de 100^{ste} verjaardag van Piet Sanders, zie Pijls 2012.

88. Zie voor een zeer modelmatige benadering van het koersverlies dat intreedt wanneer de markt erop anticipeert dat de vennootschap in de toekomst (eventueel) schadevergoeding moet betalen aan benadeelde beleggers Caskey 2014, p. 500-515. Zie over dit koersverlies in de financieel-economische literatuur onder meer ook Abdulmanova e.a. 2020, p. 6-8.

89. Zie voor empirisch bewijs onder meer Karpoff, Lee & Martin 2008b; Gande & Lewis 2009; Salavei Bardos, Golec & Harding 2013; Bajaj e.a. 2014, p. 10-24.

90. Ik wijs erop dat in de situatie waarin de misleiding plaatsvindt in het kader van een emissie, dit koerseffect zich in mindere mate zal voordoen. Het bedrag dat de benadeelde beleggers als gevolg van de misleiding te veel voor de nieuw uitgegeven aandelen hebben betaald (en waarvoor zij moeten worden gecompenseerd), bevindt zich dan immers – als het goed is – nog in het vermogen van de vennootschap. Dat is anders in de situatie waarin de misleiding plaatsvindt buiten het kader van een emissie, omdat in dat geval de door de benadeelde beleggers betaalde koersinflatie niet ten goede is gekomen aan de vennootschap, maar aan beleggers die hun aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben verkocht.

HOOFDSTUK 7

paragraaf drie vragen. In § 7.5.2 ga ik eerst in op de vraag hoe het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt bij voorbaat incalculeren van een verwachte (toekomstige) vermindering van het vennootschapsvermogen moet worden gekwalificeerd. Meer specifiek ga ik in op de vraag of dit type koersverlies kan worden aangemerkt als zogenoemde ‘afgeleide schade’. Daarna behandel ik in § 7.5.3 de vraag of deze component van het koersverlies voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer de *vennootschap* hiervoor aansprakelijk wordt gehouden.⁹¹ Vervolgens beantwoord ik in § 7.5.4 de vraag of dit type koersverlies voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer – in plaats van de *vennootschap* – een bij de misleiding betrokken *derde* (zoals een adviseur of een bestuurder) hiervoor aansprakelijk wordt gehouden.

7.5.2 Kwalificatievraag

Ik begin zoals ik al opmerkte met de kwalificatievraag. Kan de hier bedoelde component van het koersverlies worden aangemerkt als zogenoemde ‘afgeleide schade’, te weten schade die de aandeelhouder lijdt als gevolg van een waardevermindering van zijn aandelen *die loopt via het vermogen van de vennootschap*.⁹² Ik neig ernaar deze vraag ontkennend te beantwoorden.^{93, 94} Weliswaar hangt het onderhavige koersverlies samen met uitgaven die de vennootschap in de toekomst – naar verwachting – zal moeten doen, maar op het moment waarop het koersverlies intreedt (het moment van de bekendwording van de misleiding), zijn de uitgaven nog niet gedaan en hebben deze het vennootschapsvermogen nog niet verminderd. Omdat de uitgaven het vennootschapsvermogen nog niet hebben verminderd, heeft zich bij de vennootschap ook nog geen

91. Zie over dit probleem naar Amerikaans recht Booth 2015, p. 50-55; ILG 2010, p. 494-504; Ferrell & Saha 2007, p. 183-185; Alexander 1994, p. 1435-1440.

92. Ik volg dus de auteurs die afgeleide schade zien als een feitelijk, in de zin van beschrijvend, begrip. In deze opvatting is niet van belang of (i) de afgeleide schade al dan niet definitief is geworden door toedoen van de vennootschap, dan wel of (ii) de – met de afgeleide schade van de aandeelhouder corresponderende – vermogensschade van de vennootschap al dan niet het gevolg is van een tekortkoming of onrechtmatige daad van een derde jegens de vennootschap. Zie voor deze opvatting onder meer Kroeze 2004, p. 11-18; Assink/Slagter 2013 (Deel 1), § 14, p. 250-253; Assink 2012, p. 311-312.

93. Assink en Kroeze beantwoorden deze vraag eveneens ontkennend, zie Assink/Slagter 2013 (Deel 1), § 14, p. 253 respectievelijk Kroeze 2012, § 3.1, voetnoot 3.

94. Zie ik het goed, dan wenst De Jong deze schade wel aan te merken als afgeleide schade, zie De Jong 2010, p. 191.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

vermogenschade gematerialiseerd.⁹⁵ En zolang er bij de vennootschap nog geen sprake is van gematerialiseerde vermogensschade, kan ook de aandeelhouder mijns inziens geen – van deze vermogensschade van de vennootschap – *afgeleide* schade lijden. Om deze reden acht ik het minder juist om het hier bedoelde koersverlies aan te merken als afgeleide schade.

Bij het voorgaande past nog wel de nuancerende kanttekening dat wat de kosten betreft die de vennootschap moet maken in verband met te voeren juridische procedures, mijns inziens niet pas sprake is van gematerialiseerde vermogensschade van de vennootschap en daarvan *afgeleide* schade van de aandeelhouder als sprake is van een uitgaande kasstroom. Reeds op het moment waarop (het bestuur van) de vennootschap het formele besluit neemt voor deze kosten een voorziening op de balans op te nemen, kan men spreken van gematerialiseerde vermogensschade van de vennootschap en daarvan *afgeleide* schade van de aandeelhouder.⁹⁶ In de praktijk zal het echter altijd zo zijn dat er na het bekend worden van de misleiding enige tijd overheen gaat voordat de vennootschap besluit een voorziening op te nemen. Er zal immers eerst zorgvuldig onderzoek gedaan moeten worden naar de omvang van de misleiding en – in het verlengde daarvan – naar de omvang van de met de misleiding samenhangende kosten voor juridische procedures. Zolang dit onderzoek loopt en er nog geen formeel besluit is genomen tot het opnemen van een voorziening, is er nog geen sprake van gematerialiseerde vermogensschade van de vennootschap en daarvan *afgeleide* schade van de aandeelhouder. In de praktijk zal dus altijd enige tijd zijn gelegen tussen enerzijds het bekend worden van de misleiding en het op dat moment door de markt alvast in de beurskoers inprijzen van verwachte toekomstige uitgaven en anderzijds het moment waarop de vermogensschade zich bij de vennootschap materialiseert. Dit laatste onderstreept mijns inziens het belang van het hier bedoelde kwalificatievraagstuk.

Mocht men het hier bedoelde kwalificatievraagstuk anders willen benaderen en het koersverlies dat voortkomt uit het door de markt alvast inprijzen van verwachte toekomstige uitgaven wel wensen aan te merken als ‘afgeleide schade’, dan moet dit type afgeleide schade in ieder geval worden onderscheiden van het type afgeleide schade zoals we dat kennen

95. Vgl. in het kader van de verjaringsproblematiek onder meer de arresten HR 9 juli 2010, *NJ* 2012/194, m.nt. C.E. du Perron onder *NJ* 2012/196 (X/Y en Z), r.o. 3.4.5 en HR 4 mei 2012, *NJ* 2016/197, m.nt. C.E. du Perron (Huisman q.q./Hoskens), r.o. 3.4.3.

96. In gelijke zin Kroeze 2012, § 3.1, voetnoot 3. Zie in dit verband ook Assink/Slagter 2013 (Deel 1), § 14, p. 253, voetnoot 170.

HOOFDSTUK 7

uit de bekende Poot/ABP-doctrine.⁹⁷ Het verschil tussen beide afgeleide schadetypen is dat bij het laatstgenoemde type de (met de afgeleide schade van de aandeelhouder corresponderende) vermogensschade van de vennootschap zich wel daadwerkelijk heeft gematerialiseerd. Eventueel zou men nog kunnen zeggen dat de hier bedoelde schade een soort toekomstvariant is van het type afgeleide schade uit de Poot/ABP-doctrine, maar een dergelijke aanduiding/kwalificatie komt de helderheid volgens mij niet ten goede. Om verwarring te voorkomen, lijkt het mij daarom verstandiger om het koersverlies dat samenhangt met het door de markt alvast inprijzen van verwachte toekomstige uitgaven *niet* onder de categorie afgeleide schade te scharen, en om het – in plaats daarvan – simpelweg aan te merken als *gevolgschade*.

7.5.3 *Komt het extra koersverlies voor vergoeding in aanmerking wanneer de vennootschap hiervoor aansprakelijk wordt gesteld?*

Vervolgens is de vraag of de hier bedoelde gevolgschade voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht de *vennootschap* (en dus *niet* een bij de misleiding betrokken *derde*) voor de misleiding en de daardoor veroorzaakte koersschade aansprakelijk houden.⁹⁸ Aangezien deze gevolgschade onmiskenbaar in csqn-verband staat met het onrechtmatige handelen van de vennootschap (in casu het doen van een misleidende mededeling en/of het verzwijgen van relevante informatie), komt deze vraag er in de kern op neer of zij op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend. Deze toerekeningsvraag zal ik in het hiernavolgende beantwoorden, waarbij ik ervan uitga dat het alleen de vennootschap is die ten aanzien van de misleiding een rechtens

97. Onder deze doctrine versta ik de door de Hoge Raad in het Poot/ABP-arrest geformuleerde regel dat wanneer een vennootschap vermogensschade lijdt als gevolg van een door een derde jegens haar begane tekortkoming of gepleegde onrechtmatige daad, in beginsel alleen de vennootschap het recht toekomt uit dien hoofde van de derde schadevergoeding te vorderen. Zie HR 2 december 1994, *NJ* 1995/288, m.nt. J.M.M. Maeijer (Poot/ABP), r.o. 3.4.1-3.4.4.

98. Zonder onderscheid te maken al naar gelang wie voor deze gevolgschade aansprakelijk wordt gesteld (de vennootschap dan wel een bij de misleiding betrokken derde), beroept De Jong zich ter beantwoording van deze vraag – zij het voorzichtig – op het Poot/ABP-arrest. Zie De Jong 2010, p. 191-192. Wat mij betreft is dat te ongenueanceerd. Wanneer de vennootschap de aansprakelijk gestelde partij is, biedt het Poot/ABP-arrest voor het onderhavige probleem mijns inziens namelijk geen uitkomst. De in dit arrest geformuleerde regel betreft immers de situatie waarin een *derde* door de aandeelhouders aansprakelijk wordt gesteld, zodat deze regel voor het onderhavige probleem eventueel alleen uitkomst zou kunnen bieden, wanneer de benadeelde beleggers een bij de misleiding betrokken *derde* voor de hier bedoelde gevolgschade aansprakelijk zouden houden.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

relevant verwijt kan worden gemaakt, en dat de vennootschap de door haar te maken kosten in verband met te voeren juridische procedures (waaronder een te betalen schadevergoeding) niet kan verhalen op een bij de misleiding betrokken derde.

Voorop moet worden gesteld dat zowel de beleggers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (en die hiervoor als gevolg van de misleiding een te hoge prijs hebben betaald), als de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren, een waardedaling van hun aandelen ondervinden wanneer de markt naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding alvast een verwachte toekomstige vermindering van het vennootschapsvermogen in de beurskoers inprijst. Ook voor beide groepen beleggers geldt dat deze waardedeling in csqn-verband staat met de misleiding.⁹⁹ Daarom acht ik voor het antwoord op de vraag of dit koersverlies voor de eerstgenoemde beleggers voor vergoeding in aanmerking komt, relevant het antwoord op de vraag of het voor de laatstgenoemde beleggers voor vergoeding in aanmerking komt.

De laatstgenoemde vraag moet mijns inziens ontkennend worden beantwoord. In de eerste plaats acht ik verdedigbaar dat de vennootschap die een misleidend beeld creëert alleen onrechtmatig handelt jegens de in het tijdvak van de misleiding *toetredende* aandeelhouders, en niet tevens jegens de op het moment van de eerste misleidende mededeling *zittende* aandeelhouders.¹⁰⁰ De laatstgenoemde aandeelhouders zijn immers tot de vennootschap toegetreten in een tijdvak waarin de informatievoorziening van de vennootschap aan het beleggende publiek nog volledig op

99. Voor zover het koersverlies dat intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling (direct) is te relateren aan (het bekend worden van) de misleidende informatie zelf (dus aan het uit de koers lopen van de aanwezige koersinflatie), kan men uitdrukkelijk *niet* zeggen dat het voor *beide* groepen beleggers in csqn-verband staat met de misleiding. Dit koersverlies staat namelijk alleen in csqn-verband met de misleiding voor de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht.

100. Dit is wellicht anders voor het geval waarin de zittende aandeelhouders zich op het standpunt stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding hun aandelen (eerder) zouden hebben verkocht. Dit geval laat ik in dit onderzoek buiten beschouwing. Zie de Inleiding van dit boek, § 3.

HOOFDSTUK 7

orde was.¹⁰¹ En omdat in deze opvatting jegens de laatstgenoemde aandeelhouders niet onrechtmatig wordt gehandeld, is er ook geen grondslag om jegens hen enige verplichting tot schadevergoeding aan te nemen, en dus ook niet een verplichting tot schadevergoeding voor het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt alvast inprijzen van een als gevolg van de misleiding verwachte toekomstige vermindering van het vennootschapsvermogen. Is men echter van mening dat de vennootschap die een misleidende voorstelling van zaken geeft onrechtmatig handelt jegens het beleggende publiek *in abstracto* en daarmee dus ook jegens de (toen de misleiding begon) *zittende* aandeelhouders, dan nóg denk ik dat dit koersverlies voor hen niet voor vergoeding in aanmerking komt. Het zijn in dat geval volgens mij de aansprakelijkheidsvereisten relativiteit (ex art. 6:163 BW) en causaliteit (in de zin van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW) die zich tegen vergoeding verzetten.¹⁰² Zo acht ik niet goed verdedigbaar dat de informatieplichten die een beursvennootschap jegens het beleggende publiek in acht moet nemen mede bescherming bieden tegen de koersschade die (toen de misleiding begon) zittende aandeelhouders lijden wanneer de markt naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding alvast verwachte toekomstige uitgaven in de koers inprijst. En als de vergoeding van dit koersverlies niet reeds op het beschermingsbereik van de geschonden norm afstuit, staat mijns inziens ook de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade*¹⁰³ aan toerekening in de weg. Zo denk ik dat het koersverlies in een te ver verwijderd verband staat met de door de vennootschap begane normschending.

Zou men over deze kwestie echter anders denken en zou men geneigd zijn aan te nemen dat de vennootschap die het beleggende publiek misleidt ook verplicht is de (toen de misleiding begon) zittende aandeelhouders voor deze gevolgschade te compenseren, dan leidt dat mijns inziens tot gewrongen resultaten. Is men dan namelijk consequent, dan zou men in

101. Vgl. voor de situatie waarin de misleiding bestaat uit het *niet* publiceren van *positieve* voorwetenschap, en waarin de in het tijdvak van de misleiding *verkopende* aandeelhouders schade lijden de uitspraken Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, *JOR* 2015/71, m.nt. G.T.J. Hoff (Stichting Procedure SdB/VEB), r.o. 2.18 en r.o. 4 en Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.16 en r.o. 5.2.

102. Ik benadruk dat ik hier doel op het schade-element van de relativiteitsleer, en dus niet op het persoonsgebonden element ('jegens een ander') van deze leer. Zie over de verschillende elementen die in het kader van de relativiteit moeten worden onderscheiden Asser/Hartkamp & Sieburgh 2019 (6-IV), nr. 131.

103. Zie over de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade* § 1.3.3.5 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

dat geval moeten zeggen dat de vennootschap altijd aansprakelijk is jegens haar zittende aandeelhouders, wanneer zij jegens een derde een onrechtmatige daad begaat (of wanprestatie pleegt), en uit dien hoofde tegenover deze derde een verplichting tot schadevergoeding ontstaat.¹⁰⁴ Men zou dan met andere woorden moeten zeggen dat zodra de vennootschap jegens een derde een normschending begaat en uit dien hoofde schadevergoedingsplichtig is, zij ook meteen schadevergoedingsplichtig is tegenover al haar zittende aandeelhouders, omdat zij met haar normschending tegenover de derde het vennootschapsvermogen in de waagschaal stelt. Dit laatste lijkt me een zeer onwenselijk resultaat. Ten eerste maakt het de verhoudingen binnen de vennootschap onnodig antagonistisch, en daarmee draagt dit op geen enkele wijze bij aan een beter vennootschapsrecht. Daarnaast is het – althans bij (dreigende) insolventie – moeilijk te rijmen met de positie van aandeelhouders als verstrekkers van risicodragend vermogen, welke positie met zich brengt dat zij in de vennootschappelijke orde zijn achtergesteld ten opzichte schuldeisers.¹⁰⁵

Voor de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren, komt het koersverlies dat voortkomt uit het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap in verband met de misleiding te realiseren uitgaven dus niet voor vergoeding in aanmerking. Maar, omdat het voor de laatstgenoemde beleggers niet voor vergoeding in aanmerking komt, dient het mijns inziens ook niet voor vergoeding in aanmerking te komen voor de beleggers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht.¹⁰⁶ Beide groepen beleggers lijden deze schade namelijk op exact dezelfde wijze en in exact gelijke mate, en dan acht ik het niet redelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide groepen te differentiëren. Economisch gezien zie ik althans geen enkel steekhoudend argument dat een dergelijke differentiatie zou kunnen rechtvaardigen.¹⁰⁷

Een tweede (eveneens beleidsmatig) argument dat ervoor pleit de gevolgschade van de in het tijdvak van de misleiding toetredende beleggers *niet*

104. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap inbreuk pleegt op het patent van een derde, en uit dien hoofde aan deze derde schadevergoeding moet betalen.

105. Zie over deze rangordeproblematiek in de context van een ander soort schade dan de hier bedoelde gevolgschade Van Andel & Rutten 2008, p. 180.

106. Vgl. Alexander 1994, p. 1439; Ferrell & Saha 2009, p. 106.

107. Bewust breng ik ter ondersteuning van mijn betoog hier niet het vennootschapsrechtelijke gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW) in stelling. Dit beginsel is op het onderhavige probleem namelijk niet (direct) van toepassing. Vgl. in dit verband het arrest HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirman/Immofinanz AG), r.o. 27-29.

HOOFDSTUK 7

voor vergoeding in aanmerking te laten komen, is dat vergoeding van deze schade leidt tot een onwenselijk *feedback*-effect in de koers.¹⁰⁸ Dit *feedback*-effect wordt als volgt ingezien. Veronderstellenderwijs ervan uitgaande dat de gevolgschade inderdaad moet worden gecompenseerd, heeft dat tot gevolg dat de omvang van de door de vennootschap te betalen schadevergoeding toeneemt. Deze toename van de schadevergoeding zal op het moment van de bekendwording van de misleiding zijn (negatieve) weerslag hebben op de koers. De markt zal dan namelijk meteen inprijzen dat de vennootschap een nog groter bedrag aan schadevergoeding moet betalen. Dit extra koersverlies moet vervolgens ook weer worden gecompenseerd en dat leidt tot een nog hogere schadevergoeding. Ook deze zal op haar beurt weer in de koers worden ingeprijsd. Dit proces zal zich nog een aantal keren herhalen totdat de koers uiteindelijk een nieuw *evenwicht* bereikt.¹⁰⁹ Dit *feedback*-effect representeert als het ware het mechanisme dat ervoor zorgt dat de hier bedoelde gevolgschade *volledig* voor rekening van de (gekeken vanaf het moment waarop de misleiding begon) *zittende* aandeelhouders wordt gebracht. Het kan als consequentie hebben dat het koersverlies dat intreedt naar aanleiding van de bekendwording van de misleiding, uiteindelijk veel groter is dan door (het bekend worden van) de eigenlijke litigieuze informatie wordt gerechtvaardigd. In termen van marktkapitalisatie betekent dit dat een misleidende mededeling die op zichzelf tot een gering bedrag aan koersinflatie heeft geleid, tot een substantiële afname van (de beurswaarde van) het eigen vermogen van de vennootschap kan leiden. Mede in ogenschouw genomen dat de compensatoire ratio van het vergoeden van koersschade op zichzelf al relatief zwak is (althans bij misleiding op de *secundaire* markt), is dit een zeer onwenselijke uitkomst.¹¹⁰ Zo'n onwenselijke uitkomst wordt voorkomen, wanneer vergoeding van het koersverlies dat samenhangt met in de koers (bij voorbaat) ingeprijsde verwachte toekomstige uitgaven simpelweg wordt afgewezen.

Zou onverhoopt ervoor worden gekozen de in het tijdvak van de misleiding *toetredende* aandeelhouders *wel* voor deze gevolgschade te compenseren, dan moet men denk ik consequent zijn en dan zouden ook de *zittende* aandeelhouders voor deze schade moeten worden gecompens-

108. Zie voor een modelmatige uitwerking van dit *feedback*-effect Booth 2012, p. 711-719 en p. 768-770.

109. Zie voor dit evenwicht Booth 2012, p. 768.

110. Zie over de relatief zwakke compensatoire ratio voor het vergoeden van koersschade bij misleiding op de *secundaire* markt van reeds uitgegeven en genoteerde aandelen, en over de relatief sterke compensatoire ratio voor het vergoeden van koersschade bij misleiding op de *primaire* markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen aandelen uitgebreid Fox 2009a en Fox 2009b.

seerd. Ook bij deze (onverhoopte) keuze zie ik namelijk geen steekhoudende argumenten om voor de vergoeding tussen beide groepen te differentiëren. Maar, het uiteindelijke resultaat waar deze keuze dan toe leidt, is dat *alle* beleggers die op het moment waarop de misleiding naar buiten komt aandeelhouder zijn, recht hebben op vergoeding van het extra koersverlies dat intreedt als gevolg van op dat moment verwachte toekomstige uitgaven. Dit laatste lijkt me wederom een zeer onwenselijke uitkomst. Ervan uitgaande dat geen sprake is van (dreigende) insolventie, impliceert zij namelijk dat iedere belegger die voor dit koersverlies wordt gecompenseerd, daar – via zijn (eventueel voormalige) aandeelhouder-schap – uiteindelijk zelf *volledig* voor betaalt.¹¹¹ Wij hebben dan dus te maken met een soort verkapte dividenduitkering, geconstrueerd via een schadevergoedingsverplichting van de vennootschap.¹¹² In lijn met deze gedachte zou men dan kunnen zeggen dat het litigieuze aandeel op het moment van de bekendwording van de misleiding ‘ex dividend gaat’.¹¹³ Mijns inziens is geen enkele aandeelhouder bij een dergelijke uitkering gebaat. Wanneer de aandeelhouders immers dividend uitgekeerd wensen te zien, kunnen ze hiervoor beter de reguliere (vennootschapsrechtelijke) weg bewandelen, zonder dat de uitkering gepaard gaat met de hoge transactiekosten van het aansprakelijkheidsrecht. En in de situatie waarin *wel* sprake is van (dreigende) insolventie, speelt uiteraard wederom het probleem dat zo’n verkapte dividenduitkering moeilijk is te rijmen met de

-
111. Ik wijs erop dat op het moment waarop de schadevergoeding daadwerkelijk wordt uitbetaald en het desbetreffende vermogen uit de vennootschap vloeit, niet alle beleggers die deze schadevergoeding ontvangen nog aandeelhouder zullen zijn. Een aantal van hen zal in de periode gelegen tussen het tijdstip van het bekend worden van de misleiding en de datum uitspraak hun aandelen inmiddels hebben verkocht. Ook voor deze voormalige aandeelhouders geldt echter dat zij hun schadevergoeding grotendeels zelf financieren. De door de vennootschap te betalen schadevergoeding werd immers reeds in de koers ingeprijsd toen de misleiding naar buiten kwam.
112. Bij het compenseren van de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht voor de door hen betaalde koersinflatie, kan volgens mij niet worden gesproken van een verkapte dividenduitkering. Het belangrijkste verschil tussen dit geval en het in de hoofdtekst genoemde geval is dat het in dit geval gaat om een (netto-)vermogensverschuiving van de ene groep aandeelhouders naar de andere groep aandeelhouders, terwijl het in het in de hoofdtekst genoemde geval gaat om een ‘vermogensverschuiving’ van alle aandeelhouders naar zichzelf.
113. Wanneer alle beleggers die op het moment van de corrigerende mededeling aandeelhouder zijn de onderhavige gevolgschade krijgen vergoed, is het overigens zeer de vraag of de zojuist genoemde evenwichtskoers praktisch gezien ooit wordt bereikt.

HOOFDSTUK 7

achtergestelde positie van aandeelhouders in de vennootschappelijke orde ten opzichte van schuldeisers.¹¹⁴

7.5.4 *Komt het extra koersverlies voor vergoeding in aanmerking wanneer een bij de misleiding betrokken derde hiervoor aansprakelijk wordt gesteld?*

Vervolgens is de vraag hoe deze kwestie moet worden beoordeeld, wanneer de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht – in plaats van de vennootschap – een bij de misleiding betrokken derde voor de misleiding en de daardoor veroorzaakte koerschade aansprakelijk stellen. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap een misleidende jaarrekening heeft gepubliceerd, en waarin de beleggers – om hun moverende redenen – alleen de accountant hiervoor aansprakelijk stellen. Of denk aan de situatie waarin de vennootschap een misleidend prospectus heeft gepubliceerd, en waarin de beleggers alleen (één van de) de begeleidende bank(en) (en/of een andere ingehuurd expert) voor de misleiding aansprakelijk stellen.¹¹⁵ Wanneer de eisende beleggers in deze gevallen van de derde schadevergoeding eisen zowel voor het koersverlies dat is terug te voeren op (het bekend worden van) de misleidende informatie zelf (de zogenoemde ‘eigenlijke koersinflatie’), als het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap te maken kosten in verband met te voeren juridische procedures, is de vraag of ook de laatstgenoemde component van het koersverlies aan de derde kan worden toegerekend. Deze toerekeningsvraag zal ik hierna beantwoorden, waarbij ik uitga van de volgende drie aannames.

In de eerste plaats neem ik aan dat in de (interne) verhouding vennootschap/derde de misleiding volledig is te wijten aan de derde, bijvoorbeeld omdat de derde in zijn verplichtingen jegens de vennootschap toerekenbaar is tekortgeschoten (in het voorbeeld van de misleidende jaarrekening kan men denken aan de situatie waarin de accountant jegens de vennootschap wanprestatie pleegt). In de tweede plaats neem ik aan dat de normschending van de derde in de verhouding vennootschap/derde ook jegens de eisende beleggers als onrechtmatig kan worden gekwalifi-

114. Vgl. Van Andel & Rutten 2008, p. 180. Vgl. in dit verband ook het vonnis Rb. Amsterdam 26 januari 2018, ECLI:NL:RBMNE:2018:303 (X B.V. c.s./Y B.V. c.s.), r.o. 4.11, waarin het overigens niet gaat om misleiding van *beleggers* en daardoor veroorzaakte *koersschade*.

115. Men zou ook nog kunnen denken aan de situatie waarin de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken geeft, en waarin de beleggers – om hun moverende redenen – alleen de bestuurders hiervoor aansprakelijk stellen.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

ceerd. Hierbij moet worden aangetekend dat deze aanname geenszins triviaal is, en dat het laatste niet noodzakelijkerwijs hoeft te volgen uit het eerste. Zo hoeft het in de situatie waarin de accountant jegens de vennootschap wanprestatie pleegt niet noodzakelijkerwijs zo te zijn dat de accountant tevens een normschending begaat jegens het beleggende publiek. Of dit laatste zo is, vergt een zelfstandige afweging van feiten en omstandigheden. In de derde plaats neem ik aan dat de tekortschietende derde de door haar te maken kosten in verband met juridische procedures (waaronder een eventueel te betalen schadevergoeding) niet kan verhalen op de vennootschap.

Hoewel hier het uitgangspunt is dat het uiteindelijk alleen de derde is die in rechte door de beleggers wordt aangesproken, doet dat niets af aan de (plausibiliteit van de) aanname dat op het moment van het bekend worden van de misleiding extra koersverlies intreedt vanwege het door de markt bij voorbaat incalculeren van een verwachte (toekomstige) vermindering van het vennootschapsvermogen. Op dat moment hoeft namelijk nog niet meteen duidelijk te zijn aan wie (in de interne verhouding vennootschap/derde) de misleiding precies is te wijten, en wie hiervoor uiteindelijk aansprakelijk zal worden gesteld. Pas als na verloop van tijd meer over de misleiding bekend wordt, zal duidelijk worden op welke partij(en) de benadeelde beleggers hun pijlen zullen richten. En het hier gehanteerde uitgangspunt doet er ook niets aan af dat het zeer waarschijnlijk is dat de vennootschap als gevolg van de misleiding daadwerkelijk kosten zal moeten maken in verband met te voeren juridische procedures. Zo is goed denkbaar dat de vennootschap in een bestuursrechtelijk traject verwickeld raakt met de financiële toezichhouder. En ook is goed denkbaar dat de vennootschap in de door de beleggers tegen de derde ingestelde aansprakelijkheidsprocedure in vrijwaring wordt opgeroepen. In beide procedures zal de vennootschap met aanzienlijke juridische kosten (zoals proceskosten en kosten voor juridische bijstand) worden geconfronteerd.¹¹⁶

De vraag of het onderhavige koersverlies op de voet van art. 6:98 BW aan de aansprakelijk gestelde derde kan worden toegerekend, moet mijns inziens ontkennend worden beantwoord. Wederom zijn het volgens mij

116. Waarschijnlijk dat op de datum van de uitspraak in de aansprakelijkheidsprocedure tegen de derde wel bekend zal zijn in hoeverre de vennootschap de hier bedoelde kosten heeft moeten maken. Op het moment waarop het onderhavige koersverlies intreedt (het moment waarop de misleiding naar buiten komt), gaat hier echter nog om verwachte toekomstige kosten.

HOOFDSTUK 7

vooral beleidsmatige argumenten die zich tegen toerekening verzetten.¹¹⁷ Voor zover het extra koersverlies dat intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling is terug te voeren op reeds bij voorbaat in de koers ingeprijsde (door de vennootschap te maken) *proceskosten* (of kosten voor juridische bijstand), is een eerste argument dat pleit tegen – het aannemen van een verplichting tot – vergoeding van dit koersverlies, dat dit moeilijk is te rijmen met de achtergestelde positie van aandeelhouders in de vennootschappelijke orde ten opzichte van schuldeisers. Ook schuldeisers kunnen – althans bij (dreigende) insolventie – namelijk nadeel ondervinden van het feit dat de vennootschap verwikkeld raakt in allerlei juridische procedures waardoor zij aanzienlijke juridische kosten moet maken. Zouden de door de misleiding benadeelde beleggers deze schadepost dan niettemin (ten koste van de schuldeisers) vergoed krijgen om de enkele reden dat deze reeds bij voorbaat in de koers is ingeprijsd, dan zouden zij – in hun hoedanigheid van (voormalige) aandeelhouder – mijns inziens op oneigenlijke wijze kunnen ‘voor-kruipen’ ten opzichte van schuldeisers. Een tweede argument dat tegen vergoeding van het genoemde koersverlies pleit, is dat het voor vele beleggers hier nog niet om definitieve schade gaat. Gegeven het feit dat de bij de misleiding betrokken derde tevens jegens de vennootschap een normschending heeft begaan, kunnen de beleggers die hun aandelen niet meteen na de bekendwording van de misleiding hebben verkocht, dit koersverlies immers nog terugverdienen wanneer de vennootschap de derde aansprakelijk stelt en uit dien hoofde schadevergoeding ontvangt. Zouden deze beleggers dit koersverlies dan niettemin rechtstreeks van de derde vergoed krijgen, dan bestaat het gevaar dat zij dubbele schadevergoeding ontvangen.

Ook voor zover het extra koersverlies dat intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling is terug te voeren op een reeds bij voorbaat in de koers ingeprijsde (door de vennootschap te betalen) *schadevergoeding*, dient het mijns inziens niet voor vergoeding in aanmerking te komen. Voor de beleggers die hun aandelen *niet* meteen na de bekendwording van de misleiding hebben verkocht, is dit zo, omdat zij dit koersverlies weer zullen terugverdienen wanneer na verloop van tijd duidelijk wordt dat de misleiding volledig is te wijten aan een externe derde, en derhalve alleen deze derde hiervoor aansprakelijk zal worden gesteld. Voor de beleggers die hun aandelen *wel* meteen na de bekendwording van de misleiding hebben verkocht, is dit zo, omdat het mijns inziens aan hun

117. De hier genoemde argumenten vertonen enige overlap met de argumenten die in de literatuur doorgaans worden genoemd om door de aandeelhouder geleden *afgeleide* schade niet voor vergoeding in aanmerking te laten komen. Zie voor de laatstgenoemde argumenten kraakhelder Kroeze 2004, p. 37 e.v.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

eigen beleggingsbeslissing is te wijten dat zij dit koersverlies hebben geleden. Deze beleggers wisten op het moment van hun vroegtijdige verkoop immers dat nog niet precies bekend was wie voor de misleiding verantwoordelijk was, en dat het dus niet was uitgesloten dat de vennootschap uiteindelijk de (aansprakelijkheids)dans zou ontspringen. Kiezen zij er dan niettemin voor hun aandelen meteen na de bekendwording van de misleiding te verkopen, dan is het niet onredelijk het hierdoor veroorzaakte extra koersverlies voor hun eigen rekening te laten.

Volledigheidshalve wijs ik er nog op dat het niet compenseren van het koersverlies dat voortkomt uit het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap te maken kosten in verband met te voeren juridische procedures, mijns ziens niet kan worden gemotiveerd met een beroep op de zogenoemde ‘Poot/ABP-doctrine’.¹¹⁸ Onder deze doctrine versta ik de door de Hoge Raad in het Poot/ABP-arrest geformuleerde (hoofd)regel, dat wanneer een vennootschap vermogensschade lijdt als gevolg van een door een derde jegens haar begane tekortkoming of gepleegde onrechtmatige daad, in beginsel alleen de vennootschap het recht toekomt uit dien hoofde van de derde schadevergoeding te vorderen.¹¹⁹ Weliswaar zal deze vermogensschade onmiskenbaar leiden tot een waardevermindering van de aandelen zolang vergoeding van die schade niet heeft plaatsgevonden, maar op grond van diezelfde doctrine geldt dat de aandeelhouders in beginsel niet een eigen vordering tot vergoeding van die waardeverminderingsschade tegen de derde geldend kunnen maken. Dat het niet compenseren van het extra koersverlies in het onderhavige geval niet op basis van deze Poot/ABP-doctrine kan worden gemotiveerd, is omdat – naar mijn oordeel – de doctrine in casu niet van toepassing is. De Poot/ABP-doctrine heeft namelijk betrekking op aan de vennootschap toegebrachte vermogensschade die zich daadwerkelijk in het vennootschapsvermogen heeft gematerialiseerd, en – in het verlengde daarvan – op door de aandeelhouder geleden (van deze vermogensschade van de vennootschap) *afgeleide* schade. In het onderhavige geval hebben we echter slechts te maken met *verwachte toekomstige* schade die zich vooralsnog *niet* in het vennootschapsvermogen heeft gematerialiseerd. Dit was overigens ook precies de reden waarom ik in § 7.5.2 betoogde dat het met deze

118. Deze doctrine is ontwikkeld in het arrest HR 2 december 1994, *NJ* 1995/288, m.nt. J.M.M. Maeijer (Poot/ABP). Zie voor nadien verschenen rechtspraak Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 210-216; Assink/Slagter 2013 (Deel 1), § 14; Assink 2012, p. 305-347.

119. Zowel in de rechtspraak als de literatuur blijkt veel (begrips)verwarring te bestaan over wat nu precies onder de Poot/ABP-doctrine moet worden verstaan en over hoe deze doctrine zich verhoudt tot het afgeleide-schadebegrip. Zie in dit verband zeer verhelderend Assink 2012, p. 309-322.

HOOFDSTUK 7

verwachte toekomstige schade corresponderende koersverlies, niet kan worden aangemerkt als afgeleide schade.

Negeren wij dit kwalificatievraagstuk en gaan wij bij wijze van veronderstelling ervanuit dat de doctrine ook ‘gewoon’ op dit type waardeverminderingsschade van toepassing is, dan nóg biedt zij in het onderhavige geval geen uitkomst. Dat komt omdat bij (veronderstelde) toepasselijkheid van de doctrine men uiteindelijk uitkomt bij de bekende uitzonderingsformule van de doctrine. Deze uitzonderingsformule houdt in dat de waardeverminderingsschade van de aandeelhouder eventueel *wel* voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer (kan worden vastgesteld dat) de aansprakelijk gestelde derde jegens hem een specifieke zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden.¹²⁰ Nu doet zich in het onderhavige geval inderdaad de situatie voor dat de derde een jegens de belegger in acht te nemen zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden (dit was hier althans het uitgangspunt). Aannemende dat deze zorgvuldigheidsnorm tevens kwalificeert als ‘specifieke zorgvuldigheidsnorm’ in de zin van Poot/ABP, wil dat echter nog niet zeggen dat de waardeverminderingsschade van de belegger dan ook meteen moet worden gecompenseerd. Van eventuele compensatie kan pas sprake zijn, wanneer ook is voldaan aan de aansprakelijkheidsvereisten toerekenbaarheid (in de zin van art. 6:162 lid 3 BW), relativiteit (in de zin van art. 6:163 BW) en causaliteit (in de zin van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW), en wanneer er ook verder geen beleidsmatige en/of rechtspolitieke argumenten (meer) zijn die zich tegen vergoeding van deze schade verzetten.¹²¹ Op dit punt aanbeland zijn we eigenlijk weer terug bij af, omdat – zonder gebruikmaking van de Poot/ABP-doctrine – zojuist al werd geconstateerd dat die argumenten er in dit geval juist *wél* zijn.

120. Zie onder meer HR 16 februari 2007, *NJ* 2007/256, m.nt. J.M.M. Maeijer (Gebroeders Tuin Beheer/Houthoff Buruma), r.o. 3.3 sub (c) en HR 2 november 2007, *NJ* 2008/5, m.nt. J.M.M. Maeijer (Kessock/S.F.T. Bank), r.o. 3.4. Zie hierover ook Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 213-214.

121. Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt niet met zoveel woorden dat met schending van een specifieke zorgvuldigheidsnorm nog niet automatisch gegeven is dat de aandeelhouder gerechtigd is tot (het vorderen van) rechtstreekse vergoeding van zijn afgeleide schade. In de literatuur zijn de meeste schrijvers het er echter over eens dat een dergelijke schending op zichzelf onvoldoende is. Steeds zal op basis van de overige omstandigheden van het geval moeten worden beoordeeld of de afgeleide schade van de aandeelhouder voor vergoeding in aanmerking komt. Zie over deze nadere beoordeling Kroeze 2004, p. 65 e.v.; Timmerman 2006, p. 134-136; Assink/Slagter 2013 (Deel 1), § 14, p. 264-267; Assink 2012, p. 336-338. Dit pleidooi in de literatuur voor die nadere beoordeling is gevolgd door A-G T. Hartlief in punt 3.41-3.45 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2018:576, bij HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899 (X en Y/Gemeente Gilze en Rijen).

7.5.5 *Conclusie*

Op basis van bovenstaande analyse kom ik tot de conclusie dat de eisende beleggers het extra koersverlies dat op het moment van de bekendwording van de misleiding intreedt als gevolg van in de koers ingeprijsde verwachte toekomstige uitgaven in verband met te voeren juridische procedures, niet vergoed dienen te krijgen. Hierbij maakt het mijns inziens geen verschil of de beleggers de vennootschap, dan wel een bij de misleiding betrokken derde (zoals een adviseur of een bestuurder) voor de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersschade) aansprakelijk stellen. Verder acht ik het onjuist om het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt bij voorbaat incalculeren van een verwachte (toekomstige) vermindering van het vennootschapsvermogen, aan te merken als zogenoemde ‘afgeleide schade’.

7.6 Corrigerende mededeling leidt tot extra koersdaling vanwege verminderd vertrouwen in de kwaliteit en integriteit van het bestuur van de vennootschap

7.6.1 *Inleiding*

De vijfde aanname die wordt losgelaten, is de aanname dat de corrigerende mededeling *niet* leidt tot een extra koersdaling doordat het beleggende publiek als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding minder vertrouwen heeft in het bestuur van de vennootschap. In plaats daarvan wordt uitgegaan van de situatie waarin dit koerseffect zich juist *wel* voordoet. De gedachte is dat (het bekend worden van) de misleiding voor het beleggende publiek een signaal is dat de informatievoorziening van de vennootschap niet op orde is, en dat deze kennelijk niet langer kan worden vertrouwd. Dit wantrouwen zal meteen zijn weerslag hebben op de koers, aangezien de markt vanaf het moment van de bekendwording van de misleiding een soort ‘misleidingskorting’ in de koers zal gaan inprijzen. Deze misleidingskorting weerspiegelt het – door de misleiding veroorzaakte – koerseffect, dat de markt er reeds bij voorbaat rekening mee houdt dat de financiële toestand van de vennootschap wel eens slechter zou kunnen zijn dan (het bestuur van) de vennootschap doet voorkomen.¹²² Evenals het in de vorige paragraaf besproken koerseffect,

122. Ten aanzien van dit koerseffect wordt in de literatuur ook wel gerefereerd aan ‘reputational loss’ of ‘reputational harm’. In de Nederlandse literatuur spreekt Lemmers in dit verband van een ‘onbetrouwbaarheidskorting’, zie Lemmers 2017, § 3.1.1. Met wat ik in de hoofdtekst aanduid met de term ‘misleidingskorting’, bedoel ik volgens mij hetzelfde als wat Lemmers aanduid met de term ‘onbetrouwbaarheidskorting’.

HOOFDSTUK 7

blijkt ook dit effect zich in de praktijk vaak voor te doen.¹²³ Hiervoor is het nodige empirisch bewijs beschikbaar.^{124, 125}

Dat de markt de informatievoorziening van de vennootschap niet langer vertrouwt, kan *grosso modo* worden verklaard door een tweetal factoren. In de eerste plaats is denkbaar dat vanwege (het bekend worden van) de misleiding in de markt het vermoeden bestaat dat het bestuur van de vennootschap het beleggende publiek *bewust* onjuist en/of onvolledig heeft geïnformeerd, bijvoorbeeld omdat het zijn eigen belangen liet prevaleren boven dat van (het adequaat informeren) het beleggende publiek. In dat geval is het wantrouwen van het beleggende publiek vooral gelegen in een verminderd vertrouwen in de *integriteit* van het

123. Een voorbeeld uit de rechtspraak waarin het hier besproken koerseffect in het processuele debat mogelijk een rol heeft gespeeld, is de uitspraak Rb. Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, met commentaar E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls (X/Koninklijke Ahold N.V e.a.), r.o. 4.4 en 4.20. Ik formuleer bewust voorzichtig, aangezien de stellingen van de eisende belegger in deze zaak niet uitblinken in helderheid. De rechtbank spreekt in r.o. 4.4 in dit verband ook van de ‘steeds wat verschuivende stellingen van [eiser]’.

124. Zie onder meer Abdulmanova e.a. 2020; Armour, Mayer & Polo 2017; Schumann 2017; Choi & Pritchard 2016, p. 38-44; Chava e.a. 2010; Karpoff, Lee & Martin 2008b; Hribar & Jenkins 2004; Palmrose, Richardson & Scholz 2004, p. 63 en p. 86-87. Zie ook de overzichtsstudie Arena & Ferris 2017, p. 6-7. Overigens wordt in de financieel-economische literatuur aan het begrip *reputational loss/reputational harm* soms een bredere betekenis toegekend dan ik hier doe. Ook het koersverlies dat voortkomt uit het door de markt alvast inprijzen van afnemende toekomstige kasstromen als gevolg van tegenvallende verwachte verkoopcijfers en hogere verwachte financieringskosten (welke effecten op hun beurt weer zijn terug te voeren op een verslechterde reputatie van de vennootschap), wordt soms onder *reputational loss/reputational harm* geschaard. Wat mij betreft past deze schadepost beter bij de in § 7.5 behandelde schadepost(en), dan dat zij kan worden gerekend tot de in de hoofdtekst besproken schadepost(en). Zie over deze vorm van *reputational loss* ook Alexander 1994, p. 1435. En zie specifiek over het koersverlies dat is terug te voeren op het feit dat de markt erop anticipeert dat de bank – in reactie op (het bekend worden van) de misleiding – haar leningsvoorwaarden met de vennootschap in (voor de vennootschap) ongunstige zin zal bijstellen Deng, Willis & Xu 2013. Verder blijkt uit de studie Wilson 2013 dat het koerseffect van de ‘misleidingskorting’ gemiddeld genomen van tijdelijke aard is en na verloop van tijd dus weer wegebt.

125. Een schadepost die in het verlengde ligt van de in de vorige voetnoot genoemde schadepost – en die in de literatuur hiermee nogal eens in één adem wordt genoemd – is het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt alvast inprijzen van tegenvallende toekomstige resultaten vanwege de kostbare tijd die het management moet besteden aan (als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding ingestelde) juridische procedures. Zie in dit verband onder meer Abdulmanova e.a. 2020, p. 6-8 en de Amerikaanse uitspraak *Teachers’ Retirement System of Louisiana v. Hunter*, 477 F.3d 162, 187-188 (4th Cir. 2007).

bestuur. Ook is denkbaar dat als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding in de markt het vermoeden leeft dat het bestuur de interne informatiestromen binnen de vennootschap, alsmede de interne risicobeheersings- en controlesystemen voor deze informatiestromen, niet op orde heeft.¹²⁶ In dit laatste geval is het wantrouwen van het beleggende publiek vooral gelegen in een verminderd vertrouwen in de *kwaliteit* van het bestuur. Hierbij benadruk ik dat ik met ‘kwaliteit van het bestuur’ niet zozeer bedoel de mate waarin het bestuur in staat is de (onderneming van de) vennootschap efficiënt te leiden of de mate waarin het in staat is adequaat en/of winstgevend beleid te voeren. Met ‘kwaliteit van het bestuur’ doel ik hier veeleer op de mate waarin het bestuur in staat is de *informatiestromen* binnen de vennootschap effectief te ‘managen’.¹²⁷

7.6.2 *Komt het extra koersverlies voor vergoeding in aanmerking?*

De vraag die vervolgens moet worden beantwoord, is of het extra koersverlies dat het koerseffect weerspiegelt van het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of de kwaliteit van het bestuur, op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend.¹²⁸ Het antwoord op deze toerekeningsvraag luidt mijns inziens ontkennend.¹²⁹ Wederom zijn het volgens mij vooral beleidsmatige argumenten die zich tegen – het aannemen van een verplichting tot – vergoeding van dit extra koersverlies verzetten. Dit standpunt zal ik hierna toelichten, waarbij ik het vraagstuk op twee verschillende manieren zal benaderen.

a. Eerste benadering: extra koersverlies wordt aangemerkt als gevolgschade

In de eerste plaats zou men kunnen zeggen dat het hier bedoelde koersverlies het bedrag van de (eigenlijke) koersinflatie te boven gaat, en dat het hier derhalve gaat om *gevolgschade* (ter illustratie geef ik deze

126. Zie hierover onder meer Ferrell & Saha 2007, p. 181-183.

127. Dat de ‘kwaliteit van het bestuur’ in de onderhavige context verschillende dimensies kent, wordt mijns inziens enigszins veronachtzaamd door Dunbar & Sen 2009, p. 238. Dit is volgens mij ook de reden dat Langevoort zich door het betoog van Dunbar en Sen op het verkeerde been laat zetten, zie Langevoort 2009, p. 183, voetnoot 140.

128. Zie over dit probleem naar Amerikaans recht Ferrell & Saha 2007, p. 181-183; Ferrell & Saha 2009, p. 105-106; Ferrell & Saha 2012, p. 377-378; Dunbar & Sen 2009, p. 238-239; Black 2009, p. 169-182; Cornell & Rutten 2009, p. 727 e.v.; Booth 2015, p. 50-55; Gross 2015, p. 498-501.

129. Voor het Amerikaans recht wordt deze vraag ontkennend beantwoord door Ferrell & Saha 2007, Dunbar & Sen 2009 en Cornell & Rutten 2009. Volgens Black 2009 en Gross 2015 daarentegen komt het hier bedoelde extra koersverlies wel voor vergoeding in aanmerking.

HOOFDSTUK 7

benadering hieronder in figuur 7 grafisch weer). Hoewel deze gevolgschade onmiskenbaar in csqn-verband staat met het onrechtmatig handelen van de vennootschap, dient zij naar mijn oordeel *niet* voor vergoeding in aanmerking te komen. Het voornaamste argument dat in deze benadering pleit tegen – het aannemen van een verplichting tot – vergoeding van deze gevolgschade, is dat dit leidt tot een – vanuit economisch perspectief bezien – merkwaardig verschil in vermogenspositie tussen enerzijds de beleggers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (en die hiervoor als gevolg van de misleiding een te hoge prijs hebben betaald), en anderzijds de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren.¹³⁰ Ook de laatstgenoemde beleggers lijden namelijk koersverlies wanneer de markt naar aanleiding van (het bekend worden van) de misleiding een verminderd vertrouwen in de integriteit en/of kwaliteit van het bestuur in de beurskoers inprijst, en ook voor hen geldt dat dit koersverlies in csqn-verband staat met het onrechtmatige handelen van de vennootschap. Voor de laatstgenoemde beleggers komt dit koersverlies echter niet voor vergoeding in aanmerking. De redenering waarom dit zo is, is nagenoeg gelijk aan de redenering van § 7.5.3 waarom de daar bedoelde gevolgschade voor de (gekeken vanaf het moment waarop de misleiding begon) zittende aandeelhouders niet voor vergoeding in aanmerking komt, dus die redenering zal ik hier niet herhalen. Maar, als het onderhavige koersverlies voor de zittende aandeelhouders niet voor vergoeding in aanmerking komt, dient het mijns inziens ook niet voor vergoeding in aanmerking te komen voor de in het tijdvak van de misleiding *toetredende* aandeelhouders.¹³¹ Beide groepen beleggers lijden dit koersverlies namelijk op exact dezelfde wijze en in exact gelijke mate, en dan acht ik het niet redelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide groepen te differentiëren. Economisch gezien zie ik althans geen enkel steekhoudend argument dat een dergelijke differentiatie zou kunnen rechtvaardigen.¹³²

Zou onverhoopt ervoor worden gekozen de in het tijdvak van de misleiding *toetredende* aandeelhouders *wel* te compenseren voor het

130. Vgl. Ferrell & Saha 2009, p. 106; Ferrell & Saha 2012, p. 378.

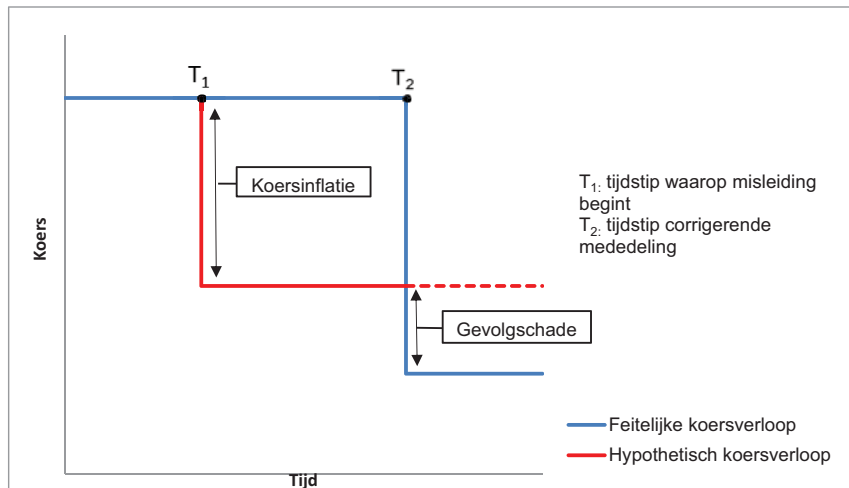
131. Alleen wanneer de misleiding bestaat uit het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een beursgang, gaat dit argument niet op, aangezien er in dat geval nog geen zittende aandeelhouders zijn op het moment waarop de misleiding begint (althans geen zittende aandeelhouders die hun aandelen op de publieke effectenmarkt hebben gekocht).

132. Bewust breng ik ter ondersteuning van mijn betoog hier niet het vennootschapsrechtelijke gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 lid 2 BW) in stelling. Dit beginsel is op het onderhavige probleem namelijk niet (direct) van toepassing. Vgl. in dit verband het arrest HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirmann/Immofinanz AG), r.o. 27-29.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

koersverlies dat is terug te voeren op het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of de kwaliteit van het bestuur, dan moet men denk ik consequent zijn en dan zouden ook de zittende aandeelhouders voor dit koersverlies moeten worden gecompenseerd. Ook bij deze (onverhoopte) keuze zie ik namelijk geen steekhoudende argumenten om voor de vergoeding tussen beide groepen te differentiëren. Maar, het uiteindelijke resultaat waar deze keuze dan toe leidt, is dat *alle* beleggers die op het moment waarop de misleiding naar buiten komt aandeelhouder zijn, recht hebben op vergoeding van deze gevolgschade. Aangezien dit laatste neerkomt op een – via een schadevergoedingsverplichting van de vennootschap geconstrueerde – verkapte dividenduitkering, lijkt me dit een zeer onwenselijke uitkomst (zie in dit verband ook mijn betoog aan het slot van § 7.5.3). Zo'n onwenselijke uitkomst wordt voorkomen, wanneer vergoeding van de onderhavige gevolgschade simpelweg wordt afgewezen.

Figuur 7



b. Tweede benadering: extra koersverlies zit inbegrepen in het bedrag van de koersinflatie

De onderhavige kwestie kan echter ook anders worden benaderd. In deze alternatieve benadering wordt het extra koersverlies wel geacht in het

HOOFDSTUK 7

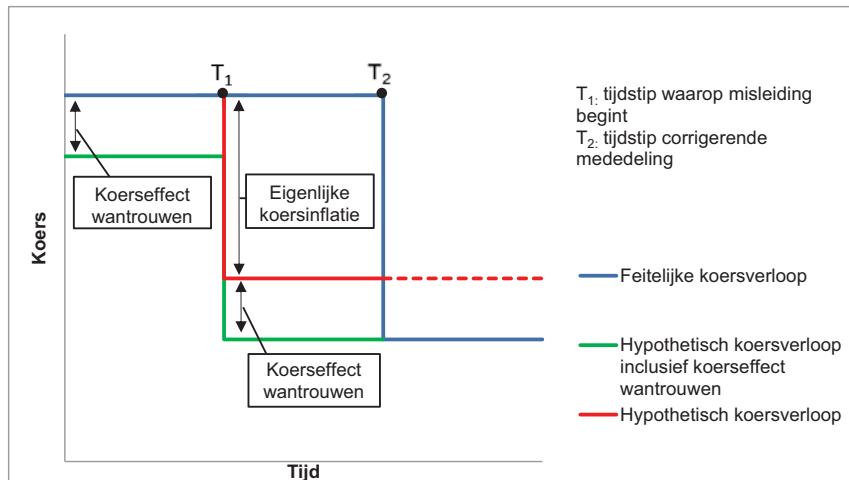
bedrag van de koersinflatie te zijn inbegrepen.¹³³ De totale koersinflatie (en het daaruit voortvloeiende koersverlies toen de inflatie weer uit de koers liep) bestaat in dat geval dus uit twee componenten.¹³⁴ Ten eerste uit een component die het koerseffect weerspiegelt van de misleidende informatie zelf (de zogenoemde ‘eigenlijke koersinflatie’). Ten tweede uit een component die het koerseffect weerspiegelt van het verminderde vertrouwen in de integriteit en kwaliteit van het bestuur. Dat ook de laatstgenoemde component kan worden geacht in de koersinflatie te zijn inbegrepen, wordt verklaard door het feit dat het niet waarschijnlijk is dat (het koerseffect voortvloeiend uit) de disloyaliteit van het bestuur en/of de gebrekkige werking van de interne informatiesystemen pas ontstond(en) toen de misleiding naar buiten kwam. Aannemelijker is dat van (het koerseffect voortvloeiend uit) deze disloyaliteit en/of deze tekortschietende informatiesystemen reeds sprake was toen de misleiding begon (zie voor een nadere nuancering echter hieronder *sub 1*). Zonder deze gebreken had de misleiding namelijk niet kunnen plaatsvinden en zou de door de misleiding veroorzaakte (eigenlijke) koersinflatie in het geheel niet zijn ontstaan.

Vervolgens kan worden beredeneerd dat de hier bedoelde tweede component van de koersinflatie niet voor vergoeding in aanmerking dient te komen. De desbetreffende redenering zal ik in het hiernavolgende geven, waarbij ik een onderscheid zal maken tussen enerzijds de situatie waarin de misleiding bestaat uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, en anderzijds de situatie waarin de misleiding een andere vorm aanneemt, zoals de publicatie van een misleidend prospectus, de publicatie van een misleidend ad hoc-bericht of het niet publiceren van voorwetenschap. Volledigheidshalve geef ik ook de benadering waarbij het koersverlies betreffende het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of kwaliteit van het bestuur wordt geacht in het bedrag van de koersinflatie te zijn inbegrepen, hieronder in figuur 8 grafisch weer.

133. Voor een voorbeeld uit de Amerikaanse rechtspraak waarin de eisende beleggers bij het modelleren van de koersinflatie een dergelijke benadering bepleitten, wijs ik op de uitspraak *In re Sadia, S.A. Securities Litigation*, 269 F.R.D. 298, 312 en 318-321 (S.D.N.Y. 2010).

134. Vgl. in dit verband de uitspraak *In re Sadia, S.A. Securities Litigation*, 269 F.R.D. 298, 312 (S.D.N.Y. 2010). In deze zaak stelt de door de beleggers geraadpleegde deskundige ook een methode voor om beide componenten van het koersverlies te kunnen kwantificeren.

Figuur 8



1. Misleiding bestaat NIET uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving

Er kan alleen sprake zijn van een verplichting tot schadevergoeding betreffende (de component van) de koersinflatie die het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of kwaliteit van het bestuur weerspiegelt, wanneer in dit verband een rechtens relevante norm is geschonden. In de situatie waarin de misleiding een andere vorm aanneemt dan het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, ligt dit laatste echter niet zonder meer voor de hand. Waarom zou (het bestuur van) de vennootschap immers verplicht zijn het beleggende publiek te informeren over het feit dat het bestuur niet integer is of over het feit dat de interne informatiesystemen niet op orde zijn? In beginsel bestaat zo'n verplichting niet. Als men zo'n verplichting niettemin wenst aan te nemen, zou deze eventueel kunnen worden gebaseerd op de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap (art.17 lid 1 verordening Marktmissbruik¹³⁵). Verdedigbaar is immers dat voormelde feiten koersgevoelig zijn (want anders zou er ook geen koersinflatie uit voortvloeien). Maar, als zo'n afzonderlijke informatieverplichting – veronderstellenderwijs – inderdaad wordt aangenomen, ligt het voor de hand tevens aan te nemen dat de verplichting reeds vóór het (begin van het) tijdvak van de misleiding was ontstaan en niet pas toen de misleiding begon. Het zou namelijk wel erg toevallig zijn wanneer de disloyaliteit van het bestuur en/of het gebrek in de informatiesystemen precies ontstond(en) toen de

135. Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

HOOFDSTUK 7

misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan.¹³⁶ Waarschijnlijk is dat (één van) deze gebreken op dat moment reeds aanwezig waren (was), en dat deze er juist de oorzaak van zijn (is) dat de misleiding überhaupt kon plaatsvinden.

Ervan uitgaande dat de hier bedoelde informatieverplichting inderdaad reeds vóór het tijdvak van de (eigenlijke) misleiding is ontstaan, moeten we aannemen dat zij ook reeds daarvóór is geschonden. Er tevens – veronderstellenderwijs – van uitgaande dat op deze informatieverplichting een afzonderlijke verplichting tot schadevergoeding kan worden gebaseerd, betekent dit dat – naast de in het tijdvak van de misleiding togetreden aandeelhouders – ook een deel van de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren, rechtens toerekenbare schade heeft geleden. Om te bepalen welke beleggers dit precies zijn, moet worden vastgesteld op welk moment de disloyaliteit van het bestuur en/of het gebrek in de informatiesystemen precies is ontstaan, en wanneer de hiermee corresponderende informatieverplichting voor het eerst is geschonden. Niet uitgesloten is dat dit tijdstip is gelegen reeds enkele maanden of jaren vóór het tijdstip waarop de misleiding begon.¹³⁷ Het vaststellen van het exacte tijdstip wordt daarmee een eindeloze zoektocht die – in termen van beleggerscompensatie – uiteindelijk niet zoveel oplevert. Het uiteindelijke resultaat zal namelijk zijn dat – via een schadevergoedingsverplichting van de vennootschap – voor een klein stukje koersinflatie met geld wordt geschoven van de ene groep aandeelhouders naar de andere groep aandeelhouders. Nu is het verschuiven van geld tussen aandeelhouders onderling op zichzelf niet zo bijzonder. Dat is bij het door de vennootschap compenseren van koersschade per definitie het geval. Het bijzondere van het onderhavige geval is echter, dat we hier – naar verwachting – te maken hebben met een relatief lange *class period*, een relatief grote groep zittende aandeelhouders die recht heeft op schadevergoeding en een klein bedrag aan te compenseren koersinflatie. Het vergoeden van deze koersinflatie komt er daarmee uiteindelijk op neer dat vele (huidige en voormalige) aandeelhouders geld zitten te verschuiven van hun ‘broekzak’ naar hun ‘vestzak’.¹³⁸ Zo’n exercitie is

136. Iets anders is dat de disloyaliteit van het bestuur en/of de gebrekkige informatiesystemen zich pas daadwerkelijk manifesteerde(n) en resulteerde(n) in misleiding van het beleggende publiek, toen voor het eerst een misleidende mededeling werd gedaan c.q. voor het eerst relevante informatie werd achtergehouden.

137. Idem.

138. Bewust refereer ik in de hoofdtekst tevens aan ‘voormalige’ aandeelhouders. In de praktijk zal het namelijk meestal zo zijn dat er in de *class* ook beleggers zitten die hun aandeel in de periode gelegen tussen het tijdstip van bekendwording van de misleiding en de datum uitspraak hebben verkocht. Ook voor de laatstgenoemde beleggers geldt dat het vergoeden van de onderhavige koersinflatie hun per saldo niet

zijn transactiekosten niet waard, en dient vanuit compensatoir oogpunt eigenlijk geen enkel doel. De meest verstandige conclusie die men hier daarom volgens mij kan trekken, is dat vergoeding van de onderhavige component van de koersinflatie simpelweg moet worden afgewezen.

2. Misleiding bestaat uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving

In de situatie waarin de misleiding bestaat uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, kan de (component van de) koersinflatie die het koerseffect weerspiegelt van het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of kwaliteit van het bestuur eventueel wel in verband worden gebracht met een afzonderlijke informatieverplichting, en kan deze koersinflatie – naast de door de misleidende financiële verslaggeving veroorzaakte eigenlijke koersinflatie – derhalve eventueel wel voor vergoeding in aanmerking komen. Als het specifiek gaat om de (vergoeding van de) koersinflatie die het koerseffect weerspiegelt van gebrekkig werkende *interne informatiesystemen*, kan deze informatieverplichting worden gevonden in Best Practice Bepaling 1.4.3 van de Nederlandse corporate governance code¹³⁹ (hierna: de ‘Code’).^{140, 141} Deze bepaling schrijft – voor zover hier van belang – voor dat ‘het bestuur (...) in het bestuursverslag met een duidelijke onderbouwing [verklaart] dat:

- (i). het verslag in voldoende mate inzicht geeft in tekortkomingen in de werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen;
- (ii). voornoemde systemen *een redelijke mate van zekerheid* geven dat de financiële verslaggeving geen onjuistheden van materieel belang bevat (...).’ (toevoeging en curs. *ACWP*)

zoveel zal opleveren. Het effect van de desbetreffende (door de vennootschap te betalen) schadevergoeding werd immers reeds geheel of gedeeltelijk in de koers ingeprijsd toen de misleiding bekend werd, dus ook voor hen geldt dat zij hun grotendeels zelf financieren.

139. De Nederlandse corporate governance code zoals gepubliceerd in *Staatscourant* nr. 45259 d.d. 21 december 2017.

140. Zie in verband met de verantwoording door het bestuur over de interne risicobeheersings- en controlesystemen ook Principe 1.4 (‘Verantwoording over risicobeheersing’) en Best Practice Bepaling 1.4.2 (‘Verantwoording in het bestuursverslag’). En zie in verband met de interne (informatie)systemen van de vennootschap ook nog Best Practice Bepaling 2.4.7 (‘Waarborgen informatievoorziening’). Zie over de voorganger van de laatstgenoemde bepaling in de oude Code (versie 2008) Hoff 2011, p. 439-444.

141. Voor het Amerikaanse recht volgt Black een enigszins vergelijkbare redenering. Volgens haar kan vergoeding van de hier bedoelde koersinflatie afzonderlijk worden gebaseerd op de certificeringsverplichtingen van de Sarbanes-Oxly Act 2002. Zie Black 2009, p. 175-179.

HOOFDSTUK 7

De op grond van Best Practice Bepaling 1.4.3 voorgeschreven verklaring staat ook wel bekend als de zogenoemde ‘in control’-verklaring.¹⁴² Het is van belang te benadrukken dat aansprakelijkheid voor een misleidende ‘in control’-verklaring (en voor de daaruit voortvloeiende koersinflatie) alleen kan worden aangenomen, als daadwerkelijk kan worden vastgesteld dat ten tijde van het afgeven van de verklaring de interne risicobeheersings- en controlesystemen niet op orde waren en de verklaring derhalve misleidend was.^{143, 144} Dit laatste hoeft niet noodzakelijkerwijs te volgen uit de (enkele) vaststelling dat de litigieuze verslaggeving misleidend was.¹⁴⁵ Of de systemen al dan niet adequaat hebben gefunctioneerd en of de ‘in control’-verklaring (daarmee) al dan niet misleidend was, vereist een zelfstandige beoordeling.

Verder is in dit verband natuurlijk nog van belang dat de Code op het zogenoemde ‘comply or explain’-principe is gebaseerd. Dit principe houdt – zoals bekend – in dat beursvennootschappen in beginsel worden geacht de principes en best practice bepalingen van de Code na te leven en voor zover zij dat niet doen, zij dit (voldoende gemotiveerd) moeten uitleggen. In theorie geldt dus ook voor de voorgeschreven ‘in control’-verklaring dat een beursvennootschap hier in principe aan voorbij mag

142. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de grondslag van aansprakelijkheid voor een misleidende ‘in control’-verklaring gelijk is aan de grondslag van aansprakelijkheid voor een misleidend bestuursverslag. De ‘in control’-verklaring maakt namelijk onderdeel uit van het bestuursverslag. Bij aansprakelijkheid(stelling) van de vennootschap is de grondslag dus gelegen in art. 6:162 BW, bij aansprakelijkheid (stelling) van de bestuurder(s) is die gelegen in art. 2:139 BW (en/of art. 6:162 BW).

143. Met het ‘niet op orde zijn van de interne risicobeheersings- en controlesystemen’ bedoel ik hier dat deze systemen *andere* en *ernstigere* tekortkomingen bevatten dan de eventuele tekortkomingen die het bestuur over het desbetreffende boekjaar reeds heeft geconstateerd, en waarover het op grond van Best Practice Bepaling 1.4.2 aanhef en onder iii in het bestuursverslag verantwoording dient af te leggen en waarover het op grond van Best Practice Bepaling 1.4.3 aanhef en onder i in het bestuursverslag (met een duidelijke onderbouwing) dient verklaren dat het verslag in voldoende mate inzicht geeft in die tekortkomingen.

144. Zie over de (bestuurders)aansprakelijkheid wegens het afgeven van een misleidende ‘in control’-verklaring ook Strik 2009, p. 155-163; Strik 2010, p. 199-209. Ik wijs erop dat Strik alleen ingaat op de vraag of een bestuursverslag als misleidend kan worden aangemerkt, wanneer daarin een misleidende ‘in control’-verklaring is opgenomen. Strik gaat niet in op de (hier te beantwoorden) vraag of in de situatie waarin een misleidende ‘in control’-verklaring is afgegeven, sprake kan zijn van een afzonderlijke verplichting tot schadevergoeding voor de koersinflatie die het koerseffect weerspiegelt van de tekortschietende interne informatiesystemen, naast de verplichting die bestaat om de (door de misleidende financiële verslaggeving veroorzaakte) eigenlijke koersinflatie te vergoeden.

145. Vgl. Strik 2009, p. 157-158 en Strik 2010, p. 202-204.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

gaan, in de praktijk is dat echter niet goed voor te stellen. Een beursvennootschap die immers – hoe goed onderbouwd ook – ervoor kiest geen ‘in control’-verklaring af te geven, zal al snel het vertrouwen verliezen van het beleggende publiek. Het is dan ook niet voor niets dat uit de jaarrapporten van de Monitoring Commissie Corporate Governance van de afgelopen jaren blijkt dat nagenoeg alle AEX-vennootschappen de voorganger van Best Practice Bepaling 1.4.3 in de oude Code (versie 2008) netjes naleven.

Een (zelfstandige) verplichting tot schadevergoeding voor (de component van) de koersinflatie die het *gebrek aan integriteit* van het bestuur weerspiegelt, kan bij misleidende financiële verslaggeving – met enige creativiteit – eventueel worden gebaseerd op het door het bestuur afleggen van een misleidende verklaring als bedoeld in art. 5:25c lid 2 aanhef en onder c Wft.¹⁴⁶ Deze bepaling houdt kort gezegd in dat het bestuur moet verklaren dat, *voor zover hem bekend*, de in de jaarlijkse financiële verslaggeving opgenomen gegevens een getrouw beeld geven van de toestand waarin de uitgevende instelling verkeert.¹⁴⁷ De reden dat een schadevergoedingsverplichting voor de genoemde koersinflatie eventueel kan worden gebaseerd op een misleidende art. 5:25c lid 2 aanhef en onder c Wft-verklaring, is dat het bestuur met het afleggen van deze verklaring aan de markt als het ware de ‘belofte’ aflegt dat, voor zover hem bekend, de financiële verslaggeving juist en volledig is opge maakt.¹⁴⁸ Blijkt vervolgens dat het bestuur in de jaarrekening en/of het bestuursverslag de toestand van de vennootschap welbewust te gunstig heeft voorgesteld, dan wordt deze belofte geen gestand gedaan en is daarmee sprake van een afzonderlijke normschending naast de normschending bestaande uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving. Door de misleiding benadeelde beleggers die – naast de eigenlijke koersinflatie – ook de (de component van) de koersinflatie betreffende het verminderde vertrouwen in de integriteit van het bestuur vergoed wensen te zien, dienen dus mede de door het bestuur afgelegde

146. Een vergelijkbare redenering is denkbaar in de sleutel van art. 5:25d lid 2 aanhef en onder c Wft, wanneer de misleiding bestaat uit het publiceren van een misleidende *halfjaarrekening* en/of een misleidend *halfjaarlijks* bestuursverslag.

147. Strikt genomen wordt in art. 5:25c lid 2 aanhef en onder c Wft gerefereerd aan de ‘ter zake verantwoordelijke personen’. Onder deze personen kunnen in ieder geval de statutair bestuurders van de vennootschap worden geschaard.

148. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de grondslag van aansprakelijkheid voor een misleidende art. 5:25c lid 2 aanhef en onder c Wft-verklaring zowel bij aansprakelijkheid(stelling) van de vennootschap als bij aansprakelijkheid(stelling) van de bestuurders is gelegen in art. 6:162 BW. Zie Pijls 2020, p. 158.

HOOFDSTUK 7

art. 5:25c lid 2 aanhef en onder c Wft-verklaring aan hun vordering ten grondslag te leggen.¹⁴⁹

Hoewel in de situatie waarin de misleiding bestaat uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving onder omstandigheden dus eventueel sprake kan zijn van een (afzonderlijke) verplichting tot schadevergoeding voor de (component van de) koersinflatie betreffende het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of kwaliteit van het bestuur, geldt ook in dit geval dat de disloyaliteit van het bestuur en/of het gebrek in de informatiesystemen waarschijnlijk niet pas ontstond(en) toen de misleidende verslaggeving werd gepubliceerd. Ook in dit geval zijn deze gebreken vermoedelijk al eerder ontstaan, en zijn deze er juist de oorzaak van dat de misleiding überhaupt kon plaatsvinden.¹⁵⁰ Maar, als het inderdaad zo is dat de gebreken al eerder zijn ontstaan, is ook al eerder een rechtens relevante norm geschonden, namelijk de verplichting tot publicatie van voorwetenschap. En als die verplichting al eerder is geschonden, betekent dit dat – naast de in het tijdvak van de misleiding togetreden aandeelhouders – ook een deel van de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren, recht heeft op schadevergoeding. Dit wordt wederom een eindeloze zoektocht die – in termen van

149. Voor een aansprekend voorbeeld uit de Amerikaanse rechtspraak waarin een vennootschap door haar aandeelhouders aansprakelijk werd gesteld wegens het doen van mededelingen waarin zij ten onrechte had verklaard dat haar bedrijfsvoering 'integer' was en in overeenstemming met 'letter en geest' van de relevante wet- en regelgeving, wijs ik op de uitspraak *Richman v. Goldman Sach Group, Inc.*, 868 F. Supp. 2d 261, 277-278 (S.D.N.Y. 2012). Zie in dit verband ook de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry*, 575 U.S. 175 (2015). En zie verder ook de uitspraken *Boca Raton Firefighters & Police Pension Fund v. Bahash*, 506 Fed. Appx. 32, 37-38 (2d Cir. 2012); *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187, 205-206 (2d Cir. 2009); *Retail Wholesale & Department Store Union Local 338 Retirement Fund v. Hewlett-Packard Co.*, 845 F.3d 1268 (9th Cir. 2017); *Reese v. Malone*, 747 F.3d 557, 577-579 (9th Cir. 2014); *In re Petrobas Securities Litigation*, 116 F.Supp.3d 368 (S.D.N.Y. 2015); *In re Silvercorp Metals, Inc. Securities Litigation*, 26 F.Supp.3d 266, 273-274 (S.D.N.Y. 2014); *Gusinsky v. Barclays PLC*, 944 F. Supp.2d 279, 289-290 (S.D.N.Y. 2013); *Cement & Concrete Workers District Council Pension Fund v. Hewlett Packard Co.*, 964 F.Supp.2d 1128 (N.D. Cal. 2013).

150. Dat de disloyaliteit van het bestuur en/of de gebrekkige informatiesystemen vermoedelijk al voor het tijdvak van de misleiding zijn ontstaan, neemt niet weg dat deze gebreken zich pas daadwerkelijk manifesteerden en resulteerden in misleiding van het beleggende publiek, toen voor het eerst een misleidende mededeling werd gedaan c.q. voor het eerst relevante informatie werd achtergehouden.

beleggerscompensatie – uiteindelijk niet zoveel oplevert. Dit laatste is voor mij op zichzelf voldoende reden om ook in de situatie waarin de misleiding bestaat uit de publicatie van misleidende financiële verslaggeving, vergoeding van de onderhavige koersinflatie simpelweg af te wijzen.

c. Nog een ander argument dat pleit tegen vergoeding

Een ander argument dat nog pleit *tegen* – het aannemen van een verplichting tot – vergoeding van het koersverlies dat voortkomt uit het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of kwaliteit van het bestuur, en dat in stelling kan worden gebracht ongeacht de wijze waarop de misleiding plaatsvindt (via het publiceren van een misleidend prospectus, het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het verspreiden van een misleidend ad hoc-bericht of het *niet* publiceren van voorwetenschap), is dat dit verlies ook kan intreden wanneer de vennootschap het publiek verkeerd heeft voorgelicht, maar de desbetreffende litigieuze mededeling of omissie (in rechte) uiteindelijk niet als misleidend wordt aangemerkt.¹⁵¹ Ook in dat geval is namelijk aannemelijk dat de markt uit de corrigerende mededeling zal afleiden dat de informatievoorziening van de vennootschap niet op orde is, en dat deze niet (langer) kan worden vertrouwd. Nu zal het in de praktijk echter altijd zo zijn, dat wanneer een bepaalde mededeling of omissie eenmaal als niet-misleidend wordt aangemerkt, iedere vorm van schadevergoeding verder zal worden afgewezen. De rechter zal dan namelijk oordelen dat er geen rechtens relevante norm is geschonden, en dat vergoeding van enige koersschade daarom in het geheel niet aan de orde is.¹⁵² Ook vergoeding van het koersverlies dat samenhangt met het verminderde vertrouwen in de integriteit en/of kwaliteit van het bestuur, zal in dat geval dus onverkort worden afgewezen. Maar, als de vergoeding van deze component van het koersverlies wordt afgewezen in de situatie waarin de (onjuiste en/of onvolledige) litigieuze informatie *niet* als misleidend wordt aangemerkt, moet vergoeding van dit koersverlies denk ik ook worden afgewezen in de situatie waarin de litigieuze informatie *wel* als misleidend wordt aangemerkt. In beide gevallen gaat het namelijk om exact hetzelfde stukje koersverlies, en dan acht ik het niet redelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide situaties een onderscheid te maken.

151. Zie in dit verband ook Dunbar & Sen 2009, p. 238 en Ferrell & Saha 2007, p. 182.

152. Ik wijs erop dat de omstandigheid (dat in rechte komt vast te staan) dat (het bestuur van) de vennootschap het beleggende publiek *welbewust* verkeerd heeft voorgelicht, een op zichzelf *niet*-misleidende mededeling niet ineens misleidend maakt.

HOOFDSTUK 7

7.7 Corrigerende mededeling leidt tot extra koersdaling vanwege gepercipieerd toegenomen beleggingsrisico

7.7.1 *Inleiding*

De zesde aanname die wordt losgelaten, is de aanname dat de corrigerende mededeling *niet* leidt tot extra koersverlies doordat de markt naar aanleiding van (het bekend worden van) de misleiding rekening houdt met een toename van het beleggingsrisico dat wordt gelopen op het litigieuze aandeel. In plaats daarvan wordt uitgegaan van de situatie waarin dit koerseffect zich juist *wel* voordoet. Dat een toename van het beleggingsrisico in de regel een extra koersdaling tot gevolg heeft, wordt verklaard door het feit dat deze toename leidt tot een lagere contante waarde van de (op het aandeel te verdienen) verwachte toekomstige kasstromen. Het is deze afname van de contante waarde die meteen in de koers wordt ingeprijsd en de koersdaling veroorzaakt.

Het toegenomen beleggingsrisico kan *grosso modo* door een tweetal factoren worden verklaard. In de eerste plaats is denkbaar dat de markt naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding er rekening mee houdt dat belangrijke bestuurders het veld zullen moeten ruimen.¹⁵³ Als het zittende bestuur – afgezien van de (naar buiten gekomen) misleiding – tot dusver goed heeft gepresteerd, zal dit tot onzekerheid leiden over de vraag of voor de aftredende bestuurders wel competente vervangers kunnen worden gevonden.¹⁵⁴ Van een dergelijke onzekerheid zal in het bijzonder sprake zijn, wanneer de raad van commissarissen

153. In de praktijk blijkt het vaak voor te komen dat het bekend worden van de misleiding leidt tot het aftreden van belangrijke bestuurders. Zie voor empirisch bewijs Karpoff, Lee & Martin 2008a. Zie in dit verband ook Choi & Pritchard 2016, p. 45-46; Humphery-Jenner 2012; Beneish, Marshall & Yang 2017; Agrawal & Cooper 2017; Desai, Hogan & Wilkins 2006; Niehaus & Roth 1999.

154. Ferrell en Saha wijzen in dit verband op de hevige koersdaling die het aandeel Apple doormaakte toen naar buiten kwam dat Apple zich (beweerdelijk) schuldig had gemaakt aan het zogenoemde ‘options backdating’. Een mogelijke verklaring voor deze koersdaling is volgens hen dat de markt er rekening mee hield dat CEO Steven Jobs vanwege (het bekend worden van) deze malversaties zou moeten aftreden. Aangezien het (bekend worden van het) *options backdating* verder geen gevolgen had voor in het verleden gerapporteerde kasstromen en/of winstcijfers, kan de koersdaling volgens Ferrell en Saha niet worden verklaard door het uit de koers lopen van enige koersinflatie. Zie Ferrell & Saha 2012, p. 378. Zie daarna ook Ferrell & Roper 2015, p. 575-576 en reeds eerder Ferrell & Saha 2007, p. 185. Vgl. in dit verband ook de uitspraak Amerikaanse Voet v. Wonderware Corp., 977 F. Supp. 363, 370-373 (E.D. Pa. 1997).

naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding een onderzoek naar (het functioneren van) zittende bestuur instelt.¹⁵⁵ In de tweede plaats is denkbaar dat de markt er naar aanleiding van de (eerste) corrigerende mededeling rekening mee houdt dat er nog meer corrigerende mededelingen zullen volgen.¹⁵⁶ Dit vanwege het algemene ervaringsgegeven dat de exacte omvang van de misleiding meestal nog niet meteen na één corrigerende mededeling volledig in kaart is gebracht. Zelfs als de omvang van de misleiding in de eerste corrigerende mededeling exact wordt gespecificeerd, zal het waarschijnlijk zo zijn dat de markt alvast additionele corrigerende mededelingen in de beurskoers verdisconteert. Ook een dergelijke perceptie zal leiden tot onzekerheid.

Voor beide situaties is vervolgens wederom de vraag of het koersverlies dat voortkomt uit het door de markt inprijzen van een toename van het beleggingsrisico op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend, wanneer de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht hiervoor wensen te worden gecompenseerd. Deze vraag wordt hierna voor beide situaties achtereenvolgens beantwoord.

7.7.2 Ingeprijsde toename van het beleggingsrisico vanwege verwacht aftreden van capabele zittende bestuurders

In de situatie waarin de corrigerende mededeling tot extra koersverlies leidt vanwege het door de markt incalculeren van een vertrek van (een deel van) het bestuur, kunnen twee scenario's worden onderscheiden.^{157, 158} In de eerste plaats is denkbaar dat de markt in haar bange vermoeden wordt bevestigd, en dat na enige tijd duidelijk wordt dat het bestuur inderdaad moet aftreden. Omdat dit aftreden al was ingecalcu-leerd, zal de koers in reactie op dit nieuws niet of nauwelijks reageren.

155. Aldus Dunbar & Sen 2009, p. 239.

156. Zie hierover Dunbar & Sen 2009, p. 239-240.

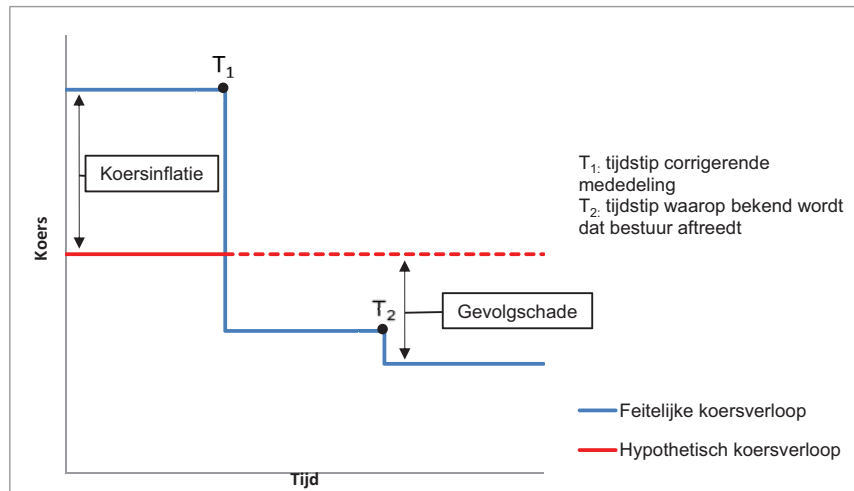
157. Vgl. Dunbar & Sen 2009, p. 239.

158. Ik wijs erop dat in theorie natuurlijk niet is uitgesloten dat het – naar aanleiding van de corrigerende mededeling – door de markt incalculeren van een vertrek van (een deel van) het bestuur tot een (residuele) koersstijging leidt, omdat de markt dit als goed nieuws ervaart. Het bekend worden van de misleiding kan voor de vennootschap en haar aandeelhouders immers een mooie gelegenheid zijn om van een – in de perceptie van de markt – falend bestuur af te komen. Voor een voorbeeld van het scenario waarin het bekend worden van het aftreden van de bestuursvoorzitter een koersstijging tot gevolg had, wijs ik op de uitspraak van het Hof van Justitie in de zaak *Geltl/Daimler AG* (HvJ EU 28 juni 2012, ECLI:EU:C:2012:397, *JOR* 2012/259, m.nt. G.T.J. Hoff). Zo steeg bij het bekend worden van het aftreden van bestuursvoorzitter Schrempp de koers van Daimler van € 40,40 naar € 42,95.

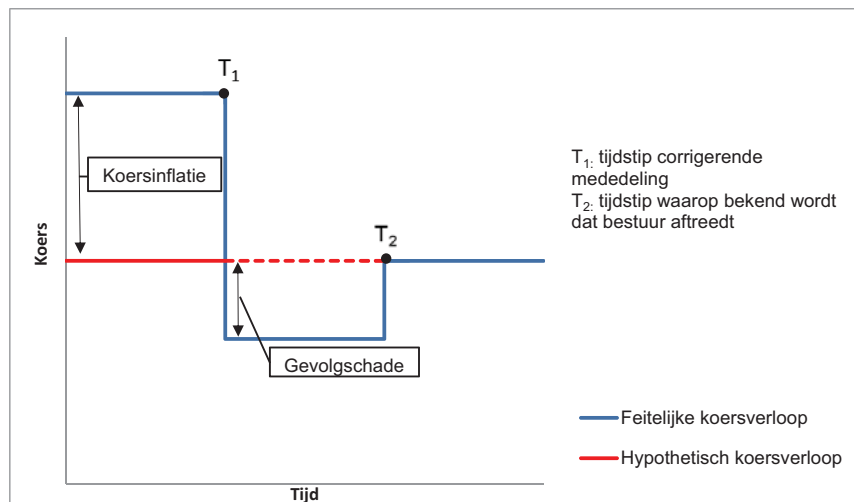
HOOFDSTUK 7

Ten tweede is denkbaar dat de markt juist *niet* in haar bange vermoeden wordt bevestigd en dat na enige tijd duidelijk wordt dat het bestuur mag blijven zitten. Omdat het aftreden van het bestuur al wel was ingecalculleerd, zal de koers in reactie op dit nieuws stijgen. Beide scenario's heb ik hieronder in figuur 9 respectievelijk figuur 10 grafisch weergegeven.

Figuur 9



Figuur 10



BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

Voor beide scenario's geldt dat het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt ingecalculerde vertrek van (een deel van) het bestuur, kan worden aangemerkt als *gevolgschade*. Dit koersverlies wordt namelijk geleden *bovenop* het koersverlies dat wordt geleden als gevolg van het uit de koers lopen van de koersinflatie. Verder geldt dat deze gevolgschade onmiskenbaar in csqn-verband staat met het onrechtmatig handelen van de vennootschap. In de hypothetische situatie zonder misleiding zou er immers geen enkele aanleiding zijn geweest om een mogelijk vertrek van het zittende bestuur in de beurskoers te verdisconteren, dus in dat geval zou de gevolgschade niet zijn ingetreden. Alvorens de vraag te beantwoorden of zij voor vergoeding in aanmerking komt, wijs ik erop dat in het zojuist genoemde tweede scenario deze gevolgschade alleen wordt geleden door de beleggers die in de periode vlak na de corrigerende mededeling hun aandeel verkopen. Zij wordt uiteindelijk niet geleden door de beleggers die hun aandeel aanhouden tot na het moment waarop duidelijk wordt dat het (gehele) bestuur mag blijven zitten. Voor deze beleggers wordt het extra koersverlies dat intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling immers volledig goed gemaakt door de latere (residuele) koersstijging die plaatsvindt nadat duidelijk wordt dat (het bekend worden van) de misleiding verder geen personele consequenties zal hebben. Dit ligt anders in het eerstgenoemde scenario. In dat scenario zijn het zowel de beleggers die hun aandeel in de periode vlak na de corrigerende mededeling verkopen, als de beleggers die hun aandeel aanhouden tot na het bekend worden van het aftreden van (een deel van) het bestuur, die deze gevolgschade lijden.

Wat er eventueel voor pleit de onderhavige gevolgschade voor vergoeding in aanmerking te laten komen, is dat het intreden van het extra koersverlies vanwege het door de markt ingecalculerde vertrek van (een deel van) het bestuur, een redelijkerwijs voorzienbaar gevolg is van het bekend worden van de ware toestand van de vennootschap (gegeven het feit dat eerder misleidende informatie is gepubliceerd).¹⁵⁹ Op grond van de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade*¹⁶⁰ is dan verdedigbaar de gevolgschade op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap toe te rekenen.

Ik zie echter ook twee beleidsmatige argumenten die ervoor pleiten de gevolgschade juist *niet* voor vergoeding in aanmerking te laten komen. In de eerste plaats is dat het argument dat vergoeding van deze schade leidt tot een – vanuit economisch perspectief bezien – merkwaardig verschil in

159. Vgl. voor het Amerikaanse recht Dunbar & Sen 2009, p. 239.

160. Zie over de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade* § 1.3.3.4 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

HOOFDSTUK 7

vermogenspositie tussen enerzijds de beleggers die hun aandelen tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (en die hiervoor als gevolg van de misleiding een te hoge prijs hebben betaald), en anderzijds de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren. De redenering is hier nagenoeg gelijk aan de redenering die werd gevolgd in § 7.5.3 en § 7.6.2 *sub a*, dus die zal ik hier niet herhalen.

Wat daarnaast pleit *tegen* – het aannemen van een verplichting tot – vergoeding van het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt ingecalculerde vertrek van (een deel van) het bestuur, is dat dit koersverlies ook kan intreden wanneer de vennootschap het publiek verkeerd heeft voorgelicht, maar de desbetreffende litigieuze mededeling of omissie (in rechte) uiteindelijk niet als misleidend wordt aangemerkt.¹⁶¹ Ook in dat geval is namelijk aannemelijk dat de markt er naar aanleiding van de corrigerende mededeling rekening mee zal houden dat (een deel van) het zittende bestuur moet aftreden. Er is immers een fout gemaakt in de informatievoorziening aan het beleggende publiek en dat kan personele consequenties hebben, ongeacht of de litigieuze mededeling of omissie (in rechte) uiteindelijk als misleidend wordt gekwalificeerd. Nu zal het in de praktijk echter altijd zo zijn, dat wanneer een bepaalde mededeling of omissie eenmaal als niet-misleidend wordt aangemerkt, iedere vorm van schadevergoeding verder zal worden afgewezen. De rechter zal dan namelijk oordelen dat er geen rechtens relevante norm is geschonden, en dat vergoeding van enige koersschade daarom in het geheel niet aan de orde is. Ook vergoeding van het koersverlies dat samenhangt met het door de markt ingecalculerde vertrek van het zittende bestuur, zal in dat geval dus onverkort worden afgewezen. Maar, als de vergoeding van deze component van het koersverlies wordt afgewezen in de situatie waarin de (onjuiste en/of onvolledige) litigieuze informatie *niet* als misleidend wordt aangemerkt, moet vergoeding van dit koersverlies denk ik ook worden afgewezen in de situatie waarin de litigieuze informatie *wel* als misleidend wordt aangemerkt. In beide gevallen gaat het namelijk om exact hetzelfde stukje koersverlies, en dan acht ik het niet redelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide situaties een onderscheid te maken.

Voor het scenario waarin na verloop van tijd duidelijk wordt dat (een deel van) het bestuur inderdaad moet aftreden, en de (aanvankelijke) verwachting van de markt te dien aanzien derhalve blijkt uit te komen, komt daar nog het volgende argument bij. Zou onverhoopt ervoor worden gekozen de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht voor het onderhavige koersverlies te compen-

161. Zie in dit verband ook Dunbar & Sen 2009, p. 239. Vgl. Ferrell & Saha 2007, p. 182.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

seren, dan moet men denk ik consequent zijn en dan zouden ook de beleggers die reeds aandeelhouder waren toen de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan voor dit koersverlies moeten worden gecompenseerd. Beide groepen beleggers lijden dit koersverlies namelijk op exact gelijke wijze en in exact gelijke mate, en dan lijkt me het niet redelijk om voor de vergoeding ervan tussen beide groepen te differentiëren (economisch gezien zie ik althans geen enkel steekhoudend argument dat een dergelijke differentiatie zou kunnen rechtvaardigen). Maar, het uiteindelijke resultaat waar deze keuze dan toe leidt, is dat *alle* beleggers die op het moment waarop de misleiding naar buiten komt aandeelhouder zijn, recht hebben op vergoeding van de onderhavige gevolgschade.¹⁶² Aangezien dit laatste neerkomt op een – via een schadevergoedingsverplichting van de vennootschap geconstrueerde – verkapte dividenduitkering, lijkt me dit een zeer onwenselijke uitkomst (zie in dit verband ook mijn betoog aan het slot van § 7.5.3). Zo'n onwenselijke uitkomst wordt voorkomen, wanneer vergoeding van deze gevolgschade simpelweg wordt afgewezen.

Kortom, wanneer zuiver juridisch-technisch wordt geredeneerd, is verdedigbaar het koersverlies dat voorkomt uit het door de markt ingecalculerde vertrek van (een deel van) het zittende bestuur voor de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht voor vergoeding in aanmerking te laten komen, maar wanneer ook beleidsmatige argumenten in het toerekeningsoordeel worden betrokken, neigt men tot het oordeel dat dit koersverlies *niet* voor vergoeding in aanmerking dient te komen. Aangezien de genoemde beleidsmatige argumenten voor mij hier het zwaarst wegen, ben ik van mening dat de eisende beleggers voor het onderhavige koersverlies *niet* dienen te worden gecompenseerd.

7.7.3 *Ingeprijsde toename van het beleggingsrisico vanwege ingecalculerde additionele corrigerende mededelingen*

Ook in de situatie waarin de (eerste) corrigerende mededeling tot extra koersverlies leidt vanwege het door de markt bij voorbaat inprijzen van additionele corrigerende mededelingen, kunnen twee scenario's worden

162. Ik wijs erop dat dit argument alleen opgaat in het scenario waarin na verloop van tijd duidelijk wordt dat (een deel van) het bestuur inderdaad moet aftreden, en dat het nadrukkelijk *niet* opgaat in het scenario waarin na verloop van tijd duidelijk wordt dat het bestuur mag blijven zitten. In het laatstgenoemde scenario zijn het namelijk alleen de beleggers die hun aandelen verkopen in de periode gelegen tussen het bekend worden van de misleiding en het tijdstip waarop bekend wordt dat de misleiding verder geen personele consequenties zal hebben, die de onderhavige gevolgschade lijden.

HOOFDSTUK 7

onderscheiden.¹⁶³ Ten eerste is dat het scenario waarin de markt in haar (aanvankelijke) bange vermoeden wordt bevestigd, en waarin er inderdaad additionele corrigerende mededelingen worden gepubliceerd waaruit blijkt dat de (omvang van de) misleiding groter is dan in eerste instantie was aangekondigd. Omdat deze additionele corrigerende mededelingen reeds geheel of gedeeltelijk waren ingecalculleerd, zal de koers in reactie op deze corrigerende mededelingen niet of nauwelijks reageren. Ten tweede is dat het scenario waarin de markt *niet* in haar (aanvankelijke) bange vermoeden wordt bevestigd, en waarin er geen nieuwe corrigerende mededelingen (meer) worden gepubliceerd. Omdat er al wel additionele corrigerende mededelingen waren ingecalculleerd, zal de koers in reactie op het uitblijven van nieuwe corrigerende mededelingen geleidelijk stijgen. Na verloop van tijd zal de aanvankelijk ingetreden extra koersdaling echter weer geheel ongedaan zijn gemaakt, en het koerseffect van de hier bedoelde gevolgschade daarmee volledig zijn 'uitgedoofd'.

Het eerste scenario is nagenoeg gelijk aan het scenario zoals besproken in § 7.3.2. Het enige verschil tussen beide scenario's is dat in het onderhavige scenario op het moment van de (eerste) corrigerende mededeling toekomstige negatieve mededelingen alvast worden ingecalculleerd, waardoor latere mededelingen niet meer als een (negatieve) verrassing komen, terwijl in het scenario van § 7.3.2 deze latere mededelingen wél als een (negatieve) verrassing komen. De (residuele) koersdaling die intreedt naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling zal hierdoor in het onderhavige scenario (relatief) *groter* zijn dan in het laatstgenoemde scenario. De koersdalingen die intreden naar aanleiding van de latere corrigerende mededelingen zullen in het onderhavige scenario echter (relatief) *kleiner* zijn dan in het laatstgenoemde scenario. Wordt dit verschil in koersreactie naar aanleiding van de verschillende corrigerende mededelingen in de analyse voor de schadevaststelling en de schadetoerekening verdisconteerd, dan komt die analyse voor het overige voor beide scenario's volledig overeen. Die analyse zal ik hier niet herhalen; ik verwijs naar § 7.3.2.

Het hier genoemde tweede scenario is nagenoeg gelijk aan het scenario zoals besproken in § 7.3.3. Het enige verschil tussen beide scenario's is dat in het onderhavige scenario de (omvang van de) misleiding blijkt mee te vallen doordat na verloop van tijd duidelijk wordt dat reeds bij voorbaat ingecalculleerde (additionele) corrigerende mededelingen uitblijven, terwijl in het scenario van § 7.3.3 de misleiding blijkt mee te vallen doordat op grond van latere (niet reeds ingecalculleerde) corrigerende mededelin-

163. Vgl. Dunbar & Sen 2009, p. 239-240.

gen duidelijk wordt dat de misleiding aanvankelijk te negatief is voorgesteld. Concreet zal dit verschil tot uitdrukking komen in het feit dat in het onderhavige scenario de koers in de periode na de eerste corrigerende mededeling *geleidelijk* zal stijgen, terwijl in het scenario van § 7.3.3 de koers gedurende deze periode *stapsgewijs* zal stijgen. In het eerste geval reageert de koers op de omstandigheid dat reeds bij voorbaat ingecalculerde (additionele) corrigerende mededelingen vervolgens *niet* blijken te komen, in het tweede geval reageert de koers op de omstandigheid dat nog niet ingecalculerde corrigerende mededelingen vervolgens juist *wel* blijken te komen. Wordt dit verschil in koersverloop in de periode na de eerste corrigerende mededeling in de analyse voor de schadevaststelling en de schadetoerekening verdisconteerd, dan is die analyse voor het overige voor beide scenario's nagenoeg gelijk. Die analyse zal ik hier niet herhalen; ik verwijs naar § 7.3.3.

Het enige wat voor het hier genoemde tweede scenario aan de analyse van § 7.3.3 zou kunnen worden toegevoegd, is dat voor de beleggers die in de periode na de eerste corrigerende mededeling hun aandeel hebben verkocht en die extra koersverlies hebben geleden als gevolg van het reeds bij voorbaat ingeprijsde koerseffect van toekomstige (negatieve) corrigerende mededelingen, er een argument bijkomt dat pleit tegen – het aannemen van een verplichting tot – vergoeding van dit extra koersverlies. Dat argument is dat het hier bedoelde koerseffect ook kan intreden wanneer de vennootschap het publiek verkeerd heeft voorgelicht, maar de desbetreffende litigieuze mededeling of omissie (in rechte) uiteindelijk niet als misleidend wordt aangemerkt.¹⁶⁴ De redenering komt verder volledig overeen met de redenering die werd gevolgd in § 7.6.2 *sub c* en § 7.7.2, dus die zal ik hier niet herhalen.

7.8 De misleiding valt geheel of gedeeltelijk samen met een zeepbel(effect) in de koers

7.8.1 Inleiding

De zevende aanname die wordt losgelaten, is de aanname dat het tijdvak van de misleiding niet geheel of gedeeltelijk samenvalt met een periode waarin zich in de koers van het litigieuze aandeel een zeepbel heeft gevormd. In plaats daarvan wordt uitgegaan van de situatie waarin de koers tijdens (een deel van) het tijdvak van de misleiding fundamenteel

164. Zie in dit verband Dunbar & Sen 2009, p. 240-241. Vgl. Ferrell & Saha 2007, p. 182.

HOOFDSTUK 7

inefficiënt is, en de misleiding *wél* samenvalt met een zeepbel(effect) in de koers.¹⁶⁵ Met een zeepbel(effect) bedoel ik dat de koers als gevolg van irrationeel beleggersgedrag (meestal in combinatie met arbitragebeperkingen) aanzienlijk boven de fundamentele waarde van het aandeel noteert.¹⁶⁶ Wanneer de misleiding geheel of gedeeltelijk samenvalt met een zeepbel, zijn er dus twee factoren die kunstmatig op de koers inwerken: enerzijds de misleidende informatie (resultierend in kunstmatige koersinflatie) en anderzijds het irrationele beleggerssentiment (resultierend in een zeepbel). Hierbij doet de bijzondere omstandigheid zich voor dat de twee factoren tevens met elkaar interfereren. Dit laatste kan men analytisch aldus zien, dat de zeepbel zowel het ‘zuivere’ gedeelte van de koers (het deel van de koers dat niet is beïnvloed door de misleiding) als het ‘onzuivere’ gedeelte (de koersinflatie) met een zeepbeleffect ‘opblaast’.

Wanneer sprake is van een zeepbel in de koers, kan dat zowel bewijsrechtelijke als materieelrechtelijke complicaties met zich brengen. Een lastig bewijsrechtelijk probleem dat zich in dat geval voordoet, is dat de (residuele) koersdaling die wordt gemeten naar aanleiding van een gepubliceerde mededeling, meestal niet representatief zal zijn voor de fundamentele waarde van de in die mededeling vervatte informatie. De geobserveerde koersdaling zal namelijk mede het effect van de zeepbel weerspiegelen, en hierdoor is het lastig(er) het eigenlijke koerseffect van de desbetreffende mededeling (dat wil zeggen: de koersdaling gecorrigeerd voor het effect van de zeepbel) vast te stellen. Een ander bewijsrechtelijk probleem doet zich voor wanneer de zeepbel tegelijkertijd met het naar buiten komen van de misleiding uit elkaar spat. In dat geval zal op het moment van de corrigerende mededeling namelijk niet alleen de koersinflatie die is terug te voeren op de misleiding (inclusief zeepbeleffect) uit de koers lopen, maar zal tevens de lucht waarmee het zuivere gedeelte van de koers (als gevolg van de zeepbel) is opgeblazen, uit de koers lopen. In de praktijk blijkt het lastig beide effecten van elkaar te onderscheiden en dat leidt dan tot extra onzekerheid bij het vaststellen van de (omvang van de) koersinflatie. De genoemde bewijsrechtelijke problemen zullen worden geadresseerd in Deel V, dus die laat ik hier nu verder rusten.¹⁶⁷ Een lastig materieelrechtelijk probleem dat speelt bij het geheel of gedeeltelijk samenvallen van het tijdvak van de misleiding met

165. Ik wijs erop dat het vaak zo zal zijn dat niet alleen het litigieuze aandeel als gevolg van de zeepbel is overgewaardeerd, maar dat ook alle andere aandelen in de desbetreffende sector zijn overgewaardeerd.

166. Zie hierover uitgebreid § 2.4-§ 2.5. Zie over het fenomeen van de zeepbel recent de baanbrekende studie van Greenwood, Shleifer & You 2019.

167. Zie § 8.5.3.3-§ 8.5.3.4.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

een periode van fundamentele inefficiëntie, is (het antwoord op de vraag) welk deel van de koersinflatie rechtens voor vergoeding in aanmerking komt.¹⁶⁸ Is dat het volledige bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie *inclusief* het zeepbeleffect of is dat slechts de koersinflatie *gecorrigeerd* voor het zeepbeleffect?

Alvorens deze vraag te beantwoorden, is van belang erop te wijzen dat de misleiding op verschillende manieren met de zeepbel kan interfereren. In beginsel kunnen volgens mij zes scenario's worden onderscheiden. Dit aantal van zes verkrijgt men door eerst te differentiëren naar het tijdstip waarop de zeepbel ontstaat, en vervolgens naar het tijdstip waarop de zeepbel uit elkaar spat. Voor het eerstgenoemde tijdstip kunnen twee gevallen worden onderscheiden: de zeepbel ontstaat ofwel voorafgaand aan de misleiding, ofwel zij ontstaat tijdens het tijdvak van de misleiding. Voor het laatstgenoemde tijdstip kunnen drie gevallen worden onderscheiden: de zeepbel spat uit elkaar ofwel tijdens het tijdvak van de misleiding, ofwel tegelijkertijd met het bekend worden van de misleiding, ofwel na het tijdvak van de misleiding. Het combineren van de genoemde onderscheidingsgevallen levert in totaal (twee maal drie is) zes scenario's op. Aan dit aantal van zes kan voor de situatie waarin de zeepbel reeds vóór (het begin van het tijdvak van) de misleiding is ontstaan, nog een tweetal scenario's worden toegevoegd. Deze twee extra's scenario's worden verkregen, door tevens rekening te houden met de omstandigheid dat de misleiding als (neven)effect kan hebben dat een 'wake up call' ten aanzien van een (op het moment waarop de misleiding begint) reeds ontstane zeepbel vooralsnog uitblijft. De gedachte is dat zonder de misleiding de markt zich de (aanwezigheid van een) zeepbel wellicht eerder zou hebben gerealiseerd, zodat deze dan eerder uit elkaar zou zijn gespat.¹⁶⁹ In concreto gaat het om de volgende twee scenario's: (i) het scenario waarin (in de feitelijke situatie) de reeds aanwezige zeepbel *in het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat, maar waarin deze (in de hypothetische situatie) zonder de misleiding eerder uit elkaar zou zijn gespat, en (ii) het scenario waarin de reeds aanwezige zeepbel *tegelijker-tijd met het bekend worden* van de misleiding uit elkaar spat, maar waarin deze (eveneens) bij afwezigheid van de misleiding eerder uit elkaar zou zijn gespat. Hierbij teken ik nog aan dat ik het scenario waarin (in de feitelijke situatie) de zeepbel *na het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat, maar waarin deze (in de hypothetische situatie) zonder misleiding

168. Zie hierover in het Amerikaanse recht Dunbar & Heller 2006, p. 512 en Langevoort 2002, p. 183-186.

169. Vgl. Langevoort 2002, p. 186.

HOOFDSTUK 7

eerder uit elkaar zou zijn gespat, niet realistisch acht. Als het namelijk in de feitelijke situatie zo is dat de zeepbel *tijdens het tijdvak* van de misleiding noch tegelijkertijd met het bekend worden van de misleiding uit elkaar is gespat, is het zeer onwaarschijnlijk dat zij in de hypothetische situatie zonder misleiding *wel* tijdens dit tijdvak uit elkaar zou zijn gespat.¹⁷⁰

Met de twee laatstgenoemde scenario's erbij, komt men in totaal dus op (zes plus twee is) acht scenario's. Voor deze acht scenario's zal ik in § 7.8.2-§ 7.8.4 de zojuist gestelde toerekeningsvraag beantwoorden.

7.8.2 *Zeepbel ontstaat tijdens het tijdvak van de misleiding*

Ik behandel eerst de situatie waarin de zeepbel zich tijdens het tijdvak van de misleiding ontwikkelt en waarin deze *tegelijkertijd met het naar buiten komen* van de misleiding, dan wel *na het tijdvak* van de misleiding, uit elkaar spat (het gaat hier dus om *twee* verschillende scenario's). In deze situatie zal de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toenemen. Dat komt omdat de zeepbel haar uitwerking zal hebben op de *gehele* koers, waardoor zowel het 'zuivere' gedeelte van de koers (dat met de misleiding geen verband houdt) als het 'onzuivere' gedeelte (de eigenlijke koersinflatie) met een zeepbeffect wordt 'opgeblazen'. De misleidende mededeling heeft dus een 'normaal' koerseffect als zij voor de eerste keer wordt gepubliceerd, maar zij heeft een – vanuit de fundamenteen bezien – buitensporig koerseffect op het moment (vlak vóór) dat de misleiding naar buiten komt.^{171, 172} Ter illustratie geef ik een eenvoudig voorbeeld van het (tweede) scenario waarin de zeepbel *na het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat.

Stel dat op tijdstip T_0 de koers € 50 noteert. In werkelijkheid zou de koers € 40 moeten noteren, maar de misleidende informatie heeft de koers met € 10

170. Wellicht is het enigszins verwarrend om voor de hypothetische situatie zonder misleiding te refereren aan het 'tijdvak van de misleiding'. Bedoeld wordt hier het tijdvak gelegen tussen het tijdstip waarop in de *feitelijke situatie* de misleiding begon en het tijdstip waarop de misleiding naar buiten kwam.

171. Ik wijs erop dat in de situatie waarin de misleiding bestaat uit het *niet* publiceren van voorwetenschap of waarin deze bestaat uit het onjuist en/of onvolledig informeren van het beleggende publiek teneinde een negatief verrassingseffect te voorkomen, geen residuele koersdaling wordt gemeten op het moment waarop de misleiding begint. Voor deze gevallen geldt dat een residuele koersdaling *zou zijn* gemeten, als de misleiding achterwege zou zijn gebleven.

172. Strikt genomen zou men in het scenario waarin de zeepbel tegelijkertijd met het naar buiten komen van de misleiding uit elkaar spat, kunnen zeggen dat de misleiding op het tijdstip van de bekendwording (weer) een normaal koerseffect heeft. Precies op dat moment verdwijnt het zeepbeffect immers weer uit de koers(inflatie).

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

(kunstmatig) omhoog gedreven. Vervolgens ontwikkelt zich tijdens het tijdvak van de misleiding een zeepbel. Deze zeepbel zorgt ervoor dat de koersen van alle aandelen in de sector waartoe het litigieuze aandeel behoort, verdubbelen. Zo ook de koers van het litigieuze aandeel. Op tijdstip T_1 is de koers daarom gestegen van € 50 naar € 100. Analytisch gezien kan deze koers van € 100 in twee delen worden opgesplitst: een ‘zuiver’ gedeelte van € 80 en een ‘onzuiver’ gedeelte van € 20. Beide delen zijn als gevolg van de zeepbel in omvang verdubbeld. Vervolgens komt op tijdstip T_2 de misleiding naar buiten. De koersinflatie loopt daarmee uit de koers, welke hierdoor terugvalt naar € 80. De koers noteert op dat moment echter nog steeds 100% boven de fundamentele waarde van het aandeel, omdat het zeepbeffect nog steeds in de koers zit. Pas als op tijdstip T_3 de zeepbel uit elkaar spat, zal de koers terugvallen naar de fundamentele waarde van € 40.

Voor de beleggers die hun aandeel hebben gekocht *voordat* de zeepbel in de koers sloop, doet zich bij de *schadetoerekening* hier geen enkele bijzonderheid voor.¹⁷³ Afgezien van het feit dat deze beleggers als gevolg van de misleiding te veel voor hun aandeel betaald, omvat de door hen betaalde koersinflatie immers nog geen zeepbeffect. Het volledige bedrag aan koersinflatie komt daarom onverkort voor vergoeding in aanmerking (ervan uitgaande dat geen andere verweren aan vergoeding in de weg staan). Dit ligt anders voor de beleggers die hun aandeel hebben gekocht *nadat* de zeepbel is ontstaan. De door de laatstgenoemde beleggers betaalde koersinflatie omvat *wel* een zeepbeffect. De vraag die zich vervolgens aandient, is of het volledige bedrag aan koersinflatie (dus inclusief zeepbeffect) op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend (in bovenstaand voorbeeld € 20), of dat slechts de koersinflatie geschoond voor het zeepbeffect kan worden toegerekend (in bovenstaand voorbeeld € 10). Aan de hand van (een onderlinge afweging van) de toerekeningsfactoren *strekking van de geschonden norm*, *verwijderdheid van de schade* en *voorzienbaarheid van de schade* is deze vraag mijns inziens eenvoudig te beantwoorden.¹⁷⁴ Alle drie de factoren wijzen hier namelijk in dezelfde richting en pleiten voor een strenge toerekening.¹⁷⁵ Over de eerstgenoemde toerekeningsfactor kan worden opgemerkt dat de effectenrechtelijke informatieverplichtingen als doelstelling hebben de markttransparantie en de marktefficiëntie te bevorderen, en dat zij ertoe strekken beleggers adequaat – dat wil zeggen: tijdig, volledig en correct – te informeren, maar dat zij er nadrukkelijk *niet* toe

173. Wel doet zich in het kader van de *schadevaststelling* bij deze beleggers het probleem voor dat de (omvang van de) koersinflatie die uit de koers liep toen de misleiding bekend werd, niet representatief is voor de (omvang van de) door hen betaalde koersinflatie.

174. Zie over deze toerekeningsfactoren § 1.3.3 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

175. Streng vanuit het oogpunt van de eisende beleggers.

HOOFDSTUK 7

strekken beleggers te beschermen tegen (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico's.¹⁷⁶ De vorming van een zeepbeleffect in de koersinflatie is zo'n algemeen beleggingsrisico, en dat pleit ervoor slechts de koersinflatie gecorrigeerd voor het zeepbeleffect aan de vennootschap toe te rekenen. Over de tweede genoemde toerekeningsfactor kan men zeggen dat de meest nabije oorzaak van het zeepbeleffect *niet* is gelegen in de misleiding; deze is gelegen in irrationeel beleggerssentiment (eventueel in combinatie met arbitragebeperkingen).¹⁷⁷ Aangezien de laatstgenoemde oorzaak tot de risicosfeer van de beleggers behoort, pleit dat er eveneens voor de *hierdoor* veroorzaakte *extra* koersinflatie niet aan de vennootschap toe te rekenen. Over de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade*¹⁷⁸ kan men zeggen, dat de vennootschap in beginsel niet heeft kunnen voorzien dat zich tijdens het tijdvak van de misleiding een zeepbel zou ontwikkelen. Ook dat pleit ervoor om het zeepbeleffect in de koersinflatie niet aan de vennootschap toe te rekenen. Dit laatste is alleen anders wanneer via het verspreiden van misleidende informatie is geprobeerd een zeepbel te creëren. Dit laatste ligt echter niet voor de hand (doch is ook niet onmogelijk).

Volledigheidshalve wijs ik erop dat het resultaat dat slechts de koersinflatie gecorrigeerd voor het zeepbeleffect voor vergoeding in aanmerking komt, ook kan worden bereikt op de voet van eigen schuld ex art. 6:101 BW.¹⁷⁹ In dat geval is de redenering dat de totale koersinflatie mede is veroorzaakt door een omstandigheid die aan de belegger kan worden toegerekend, in casu de zeepbel, zodat het deel van de koersinflatie dat het effect van de zeepbel weerspiegelt, voor (eigen) rekening van de belegger dient te komen.

De voorgaande analyse blijft nagenoeg gelijk in het scenario waarin de zeepbel *in* het tijdvak van de misleiding uit elkaar spat (in plaats van *tegelijkertijd met het bekend worden* van de misleiding of *na het tijdvak* van de misleiding). Het enige verschil tussen dit scenario en de voorgaande twee scenario's wat de toerekening (ex art. 6:98 BW) aan de

176. Zie over de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm* § 1.3.3.2 *sub a* en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

177. Zie over de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade* § 1.3.3.5 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

178. Zie over de *voorzienbaarheid van de schade* § 1.3.3.4 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

179. Steeds wanneer in de hier besproken scenario's de uitkomst van het toerekeningsoordeel is dat slechts de koersinflatie *geschoond voor het zeepbeleffect* voor vergoeding in aanmerking komt, moet daarbij bedacht worden dat deze uitkomst ook kan worden bereikt via de eigenschuldcorrectie ex art. 6:101 BW. De (alternatieve) oplossing van de eigen schuld correctie zal ik hierna niet steeds herhalen.

vennootschap betreft van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie, is dat er een groep beleggers bijkomt voor wie deze toerekeningsvraag niet relevant is. Dat is de groep beleggers die hun aandeel hebben gekocht in het tijdvak gelegen tussen het uit elkaar spatten van de zeepbel en het bekend worden van de misleiding. Ook voor deze beleggers geldt immers dat de door hen betaalde koersinflatie geen zeepbeffect (meer) omvat, zodat het volledige bedrag aan koersinflatie voor hen voor vergoeding in aanmerking komt. Hiermee zijn de eerste drie van de eerdergenoemde acht scenario's behandeld.

7.8.3 *Zeepbel was reeds aanwezig toen de misleiding begon*

Vervolgens behandel ik de situatie waarin de zeepbel reeds voor de misleiding is ontstaan en waarin deze *tijdens het tijdvak* van de misleiding, *tegelijktijd met het naar buiten komen* van de misleiding, dan wel *na het tijdvak* van de misleiding, uit elkaar spat (het gaat hier dus om *drie* verschillende scenario's).¹⁸⁰ In deze situatie zal – in tegenstelling tot de in § 7.8.2 besproken situatie – de misleiding reeds vanaf het begin een – vanuit de fundamentele bezien – buitensporig koerseffect hebben. Vanwege de (reeds aanwezige) zeepbel (die op zichzelf is veroorzaakt door irrationeel beleggersgedrag) zullen de beleggers immers overgevoelig op de misleidende informatie reageren. Ter illustratie geef ik een eenvoudig voorbeeld van het (eerste) scenario waarin de zeepbel *tijdens het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat.

Stel dat op tijdstip T_0 sprake is van een zeepbel binnen de sector van aandelen waartoe het litigieuze aandeel behoort. Deze zeepbel heeft ervoor gezorgd dat de koers van al deze aandelen zijn verdubbeld ten opzichte van de oorspronkelijke fundamentele waarde. Zo ook het litigieuze aandeel. Op tijdstip T_0 noteert het aandeel € 100, terwijl het zonder de zeepbel € 50 zou noteren. Vervolgens beschikt de vennootschap op tijdstip T_1 over (negatieve) voorwetenschap. Deze voorwetenschap weerspiegelt een fundamentele waarde van € 10, maar onder de huidige marktomstandigheden weerspiegelt zij een waarde van € 20. In strijd met de op haar rustende openbaarmakingsplicht uit hoofde van art. 17 lid 1 verordening Marktmissbruik¹⁸¹ besluit de vennootschap de voorwetenschap niet te publiceren. De koers noteert daardoor nog steeds € 100, terwijl deze zonder de misleiding € 80 zou noteren. Het niet publiceren van de voorwetenschap heeft de koers dus met € 20 kunstmatig geïnflateerd. Vervolgens spat op tijdstip T_2 de zeepbel uit elkaar. De door de zeepbel veroorzaakte overwaardering loopt daarmee uit de koers, waardoor deze terugvalt van € 100 naar € 50. De koers noteert op dat moment echter nog steeds € 10 boven de fundamentele waarde, omdat de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie nog steeds in de koers zit. Pas als op tijdstip T_3 de

180. Zie over deze situatie reeds De Jong 2010, p. 192-193 en p. 225.

181. Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

HOOFDSTUK 7

misleiding bekend wordt, zal de koers terugvallen naar de fundamentele waarde van € 40.

Vervolgens is de vraag of het volledige bedrag aan koersinflatie aan de vennootschap kan worden toegerekend (in bovenstaand voorbeeld € 20) of dat slechts de koersinflatie geschoond voor het zeepbeffect kan worden toegerekend (in bovenstaand voorbeeld € 10)?¹⁸² Deze vraag is minder eenvoudig te beantwoorden dan de in § 7.8.2 besproken toerekeningsvraag. De toerekeningsfactoren *strekking van de geschonden norm*, *verwijderdheid van de schade* en *voorzienbaarheid van de schade* hoeven hier namelijk niet (noodzakelijkerwijs) in dezelfde richting te wijzen.¹⁸³ Enerzijds kan aan de hand van de eerste twee genoemde toerekeningsfactoren worden beargumenteerd dat slechts de koersinflatie *gecorrigeerd voor* het zeepbeffect aan de vennootschap kan worden toegerekend. De redenering is hier exact gelijk aan de redenering die werd gevolgd in § 7.8.2, dus die zal ik hier niet herhalen. Anderzijds is (onder omstandigheden) verdedigbaar dat de vennootschap het zeepbeffect in de koersinflatie heeft kunnen voorzien. Het is immers een feit van algemene bekendheid dat ten tijde van marktgekte beleggers ‘met een zeepbeffect’ op misleidende informatie kunnen reageren. Op grond van de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade*¹⁸⁴ is dan bepleitbaar het volledige bedrag aan koersinflatie aan de vennootschap toe te rekenen. De vraag in welke mate de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie aan de vennootschap kan worden toegerekend, is dus in algemene zin niet te beantwoorden. Het zal van de overige omstandigheden van het geval afhangen aan welke toerekeningsfactor doorslaggevend gewicht moet worden toegekend.

Een relevante omstandigheid die in dit verband mijns inziens moet worden meegewogen, is het antwoord op de vraag of (het bestuur van) de vennootschap zich van (het irrationele sentiment onderliggend aan) de zeepbel bewust was, en of zij er doelbewust van heeft proberen te profiteren dat de beleggers met een zeepbeffect op de misleidende informatie zouden reageren. Dit profijt kan zowel op directe, als op

182. In het scenario waarin de zeepbel tijdens het tijdvak van de misleiding uit elkaar spat, is deze vraag natuurlijk alleen relevant voor de beleggers die hun aandeel voordien hebben gekocht.

183. Zie over deze toerekeningsfactoren § 1.3.3 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

184. Zie over de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade* § 1.3.3.4 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

meer indirecte wijze hebben plaatsgevonden.¹⁸⁵ Bij het *direct* profiteren kan gedacht worden aan de situatie waarin de vennootschap aandelen uitgeeft op een moment dat de markt wordt beheerst door irrationele sentimenten, en zij daarbij doelbewust gebruikt maakt van een misleidend prospectus. De gedachte is dat zij vanwege de ‘opgeblazen’ koersinflatie haar aandelen dan tegen een (veel) hogere prijs kan uitgeven.¹⁸⁶ Bij het *indirect* profiteren kan gedacht worden aan de situatie waarin de vennootschap ten tijde van marktgekte welbewust misleidende informatie de wereld instuurt, omdat zij vanwege het (daardoor veroorzaakte) irrationele koerseffect dan veel gunstigere leningsvoorwaarden met de bank kan afsluiten. Andere beweegredenen voor het bewust verkeerd voorlichten van het beleggende publiek kunnen bijvoorbeeld zijn het niet laten overschrijden van bepaalde ‘debt convenants’,¹⁸⁷ het door het bestuur ontvangen van een hogere (aan de beurskoers gerelateerde) beloning of het door het bestuur verdoezelen van slechte prestaties teneinde in functie te blijven.¹⁸⁸ Dat beleggers ten tijde van marktgekte overgevoelig op misleidende informatie reageren, is natuurlijk niet in de laatste plaats hunzelf aan te rekenen. Dit neemt niet weg dat het voor het vertrouwen van beleggers in de (integriteit van de) effectenmarkt niet bevorderlijk is, wanneer irrationele beleggerssentimenten door slimme(re) spelers door middel van misleiding *extra* worden uitgebuit. Wil men dit vertrouwen stimuleren, dan zal men (onder omstandigheden) bij de

185. Ik wijs in dit verband nog op de historische studie van Gerding uit 2006. Gerding heeft de belangrijkste periodes waarin in het verleden sprake was van zeepvorming in de beurskoers nauwkeurig bestudeerd, en hij laat zien dat deze periodes meestal gepaard gingen met een verhoogde intensiteit van *securities fraud*. Zie Gerding 2006, p. 403-417 en p. 450-453.

186. Een ander voorbeeld van de situatie waarin bestuurders van de vennootschap doelbewust (en direct) van een zeepbeffect in de koers(inflatie) – veroorzaakt door een combinatie van misleidende informatievoorziening en irrationeel beleggerssentiment – proberen te profiteren, is het geval waarin het bestuur de publicatie van (inmiddels bekend geworden) negatieve informatie bewust nog even uitstelt, omdat het weet dat een aantal van hen op korte termijn aandelen gaat verkopen volgens een reeds (met de *compliance officer*) overeengekomen verkoopprogramma. Weliswaar ligt het tijdstip van verkoop in dat geval al enige tijd vast, maar door het bewust ‘timen’ van de negatieve publicatie kunnen de desbetreffende bestuurders dan toch nog van de kunstmatig hoge beurskoers profiteren. Voor een uitgebreide analyse van het verschijnsel van het bewust ‘timen’ van slechts nieuws met het oog op aandelenverkoopprogramma’s van individuele bestuurders, verwijs ik naar Horwich 2016.

187. *Debt covenant* zijn kort gezegd afspraken tussen de vennootschap en haar vreemd vermogenverschaffer(s) die erop neerkomen dat bepaalde financiële kernratio’s (bijvoorbeeld de verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen) binnen een zekere bandbreedte moeten blijven.

188. Vgl. Choi & Pritchard 2019, p. 241-243. Zie in dit verband ook de uitgebreide analyse van Fox in Fox 1999, p. 1356-1368; Fox 2009a, p. 252-273; Fox 2009b, p. 310-318.

HOOFDSTUK 7

schadetoerekening ex art. 6:98 BW niet al te streng moeten zijn.¹⁸⁹ In concreto kan dit betekenen dat het volledige bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie, dus inclusief zeepbeleffect, voor vergoeding in aanmerking komt.

Tot slot wijs ik er nog op dat volgens De Jong in het scenario waarin de zeepbel *na het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat, de rechter zeer terughoudend moet zijn bij het op de voet van art. 6:98 BW aanbrengen van een correctie op de rechte toerekenbare koersinflatie.¹⁹⁰ Zijn argument is dat het aanbrengen van een dergelijke correctie zeer speculatief is, en gebaseerd is op wijsheid achteraf. Op zichzelf ben ik met De Jong eens dat het vaststellen van (de omvang van) het zeepbeleffect in de koersinflatie in de praktijk met grote onnauwkeurigheid – en derhalve onzekerheid – gepaard gaat. Wel zou ik daaraan willen toevoegen dat de mate van onnauwkeurigheid in het scenario waarin de zeepbel *na het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat, in beginsel niet groter is dan in het scenario waarin de zeepbel *tegelijktijd met het naar buiten komen* van de misleiding uit elkaar spat. In beide scenario's zal men – tot op zekere hoogte – over de grootte van de zeepbel moeten speculeren, en in beide scenario's is deze exercitie gebaseerd op wijsheid achteraf. Voor zover dus de rechter in het eerstgenoemde scenario terughoudend zou moeten zijn bij het beperken van de schadevergoeding op de voet van art. 6:98 BW, zal hij niet minder terughoudend moeten zijn in het laatstgenoemde scenario. Dit laatste is wellicht anders wanneer in het scenario waarin de zeepbel *na het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat, het tijdstip waarop dit gebeurt, is gelegen ver na het (einde van het) tijdvak van de misleiding. In dat geval bestaat immers onzekerheid over de vraag of er tijdens het tijdvak van de misleiding überhaupt wel sprake was van een zeepbeleffect.

Als De Jong bedoelt te zeggen dat – specifiek – in het scenario waarin de zeepbel *tijdens het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat, de rechter (relatief) minder terughoudend hoeft te zijn bij het beperken van de schadevergoeding, ben ik dat met hem eens. In dat scenario is op het moment waarop de misleiding bekend wordt de zeepbel immers reeds uit elkaar gespat, zodat het bedrag van de koersinflatie geschoond voor het zeepbeleffect relatief nauwkeurig kan worden vastgesteld.

189. Streng vanuit het oogpunt van de eisende beleggers.

190. De Jong 2010, p. 192-193 en p. 225.

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

7.8.4 *Zeepbel was reeds aanwezig toen de misleiding begon, maar zou zonder de misleiding eerder uit elkaar zijn gespat*

Dan is er nog één situatie niet behandeld. Dat is de situatie waarin de (toen de misleiding begon reeds aanwezige) zeepbel *tijdens het tijdvak* van de misleiding, dan wel *tegelijktijd met het bekend worden* van de misleiding, uit elkaar spat, maar waarin deze zonder de misleiding eerder uit elkaar zou zijn gespat (het gaat hier dus om twee verschillende scenario's). Ter illustratie geef ik een eenvoudig voorbeeld van het (eerste) scenario waarin de zeepbel *tijdens het tijdvak* van de misleiding uit elkaar spat.

Stel dat op tijdstip T_0 sprake is van een zeepbel in de koers van het litigieuze aandeel. Deze zeepbel heeft ervoor gezorgd dat de koers is verdubbeld ten opzichte van de oorspronkelijke fundamentele waarde. Op tijdstip T_0 noteert het aandeel € 100, terwijl het zonder de zeepbel € 50 zou noteren. Vervolgens beschikt de vennootschap op tijdstip T_1 over (negatieve) voorwetenschap. Deze voorwetenschap weerspiegelt een fundamentele waarde van € 10, maar onder de huidige marktomstandigheden weerspiegelt zij een waarde van € 20. In strijd met de op haar rustende openbaarmakingsplicht uit hoofde van art. 17 lid 1 verordening Marktmissbruik¹⁹¹ besluit de vennootschap de voorwetenschap niet te publiceren. Aanvankelijk ontstaat hierdoor een koersinflatie van € 20. Nu doet echter de (bijzondere) omstandigheid zich voor dat deze normschending niet alleen tot gevolg heeft dat de markt niet met de nieuwe (negatieve) informatie bekend wordt, maar deze tevens tot gevolg heeft dat de markt *niet* wordt gealarmeerd over de aanwezigheid van een zeepbel. Zou de informatie *wel* zijn gepubliceerd, dan zou in reactie op de initiële koersdaling van € 20 – meteen of kort daarna – de zeepbel uit elkaar zijn gespat, en zou de koers vervolgens zijn gehalveerd. De koers zou dus uiteindelijk – na eerst te zijn teruggevallen naar € 80 – zijn teruggevallen naar € 40. In totaal heeft de misleiding daarmee in een overwaardering van € 60 geresulteerd. In de feitelijke situatie duurt het zeepbeleffect echter nog even voort. Pas als op tijdstip T_2 de zeepbel uit elkaar spat, zal (ook in de feitelijke situatie) het zeepbeleffect uit de koers lopen en zal de koers terugvallen naar € 50. De koers noteert op dat moment echter nog steeds € 10 boven de fundamentele waarde, omdat de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie nog steeds in de koers zit. Pas als op tijdstip T_3 de misleiding bekend wordt, zal de koers terugvallen naar de fundamentele waarde van € 40.

In de onderhavige situatie leidt de misleidende informatie tot een overwaardering die het bedrag van de oorspronkelijke koersinflatie ver overtreft. Dat komt omdat de misleiding hier op een bijzondere wijze met de zeepbel interfereert. Enerzijds zorgt de zeepbel ervoor dat de totale koers – waaronder de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie – met een zeepbeleffect wordt 'opgeblazen', anderzijds zorgt de misleiding

191. Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

HOOFDSTUK 7

ervoor dat de zeepbel voorsnog niet uit elkaar spat. Analytisch gezien kan deze door de misleiding veroorzaakte overwaardering in drie delen worden opgesplitst: ten eerste het zeepbeleffect in het 'zuivere' gedeelte van de koers (in bovenstaand voorbeeld € 40), ten tweede het zeepbeleffect in het onzuivere gedeelte van de koers (in bovenstaand voorbeeld € 10) en ten derde het bedrag van de eigenlijke koersinflatie (in bovenstaand voorbeeld eveneens € 10). In het kader van de schadetoerekening is vervolgens de vraag welk bedrag aan koersschade aan de vennootschap kan worden toegerekend.¹⁹² Is dat het bedrag van de totale door de misleiding veroorzaakte overwaardering (in bovenstaand voorbeeld € 60), het bedrag van de koersinflatie *niet* gecorrigeerd voor het zeepbeleffect (in bovenstaand voorbeeld € 20) of slechts het bedrag van de koersinflatie *wel* gecorrigeerd voor het zeepbeleffect (in bovenstaand voorbeeld € 10)?

Deze vraag is nog minder eenvoudig te beantwoorden dan de in § 7.8.3 behandelde toerekeningsvraag. Dat komt omdat de eerdergenoemde toerekeningsfactoren in dit geval niet in dezelfde richting hoeven te wijzen, en omdat daarnaast de factoren ook elk afzonderlijk geen eenduidig beeld geven. Zo kan men in het kader van de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm*¹⁹³ enerzijds zeggen dat de effectenrechtelijke informatieverplichtingen er niet toe strekken beleggers te beschermen tegen algemene beleggingsrisico's. De vorming van een zeepbel is zo'n algemeen beleggingsrisico, en dat pleit ervoor slechts de koersinflatie gecorrigeerd voor het zeepbeleffect aan de vennootschap toe te rekenen. Anderzijds kan men zeggen dat de misleiding ervoor heeft gezorgd dat de zeepbel langer heeft voortgeduurd, zodat het aan de vennootschap is toe te rekenen dat de (door de misleiding benadeelde) beleggers aan het risico van een zeepbeleffect zijn blootgesteld.¹⁹⁴ Dit laatste pleit er (op zichzelf) voor het volledige bedrag van de overwaardering aan de vennootschap toe te rekenen. Voor de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade*¹⁹⁵ kan een vergelijkbare redenering worden gevolgd. Enerzijds kan men zeggen dat de meest nabije oorzaak van *het ontstaan van de zeepbel niet* is gelegen in de misleiding; deze is gelegen in

192. In het scenario waarin (in de feitelijke situatie) de zeepbel tijdens het tijdvak van de misleiding uit elkaar spat, is deze vraag natuurlijk alleen relevant voor de beleggers die hun aandeel voordien hebben gekocht.

193. Zie over de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm* § 1.3.3.2 *sub a* en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

194. Volledigheidshalve wijs ik erop dat dit argument alleen geldt voor de beleggers die hun aandeel tijdens het tijdvak van de misleiding hebben gekocht. Dit argument geldt niet voor de beleggers die toen de misleiding begon reeds aandeelhouder waren.

195. Zie over de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade* § 1.3.3.5 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

irrationeel beleggerssentiment (eventueel in combinatie met arbitragebeperkingen). Dat pleit ervoor slechts de koersinflatie exclusief het zeepbeleffect aan de vennootschap toe te rekenen. Anderzijds kan men zeggen dat de meeste nabije oorzaak *van het voortduren* van het zeepbeleffect *wel* is gelegen in de misleiding, en *niet* in het irrationele beleggerssentiment. Dit laatste pleit op zichzelf voor een soepele toerekening.¹⁹⁶ De toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade*¹⁹⁷ geeft in dit geval eventueel wel enig houvast. Zo is onder omstandigheden verdedigbaar dat de vennootschap heeft kunnen voorzien dat de misleiding tot gevolg zou hebben dat de zeepbel langer zou voortduren. Het komt in de praktijk immers nogal eens voor dat de publicatie van negatieve informatie fungeert als een soort ‘wake up call’ ten aanzien van de aanwezigheid van een zeepbel, zodat de vennootschap hier wellicht op bedacht kon zijn. Op grond van de laatstgenoemde toerekeningsfactor is dan bepleitbaar het volledige bedrag van de overwaardering aan de vennootschap toe te rekenen. Dit laatste gezichtspunt kan extra gewicht in de schaal leggen als (kan worden vastgesteld dat) de vennootschap er welbewust op heeft aangestuurd om via misleidende berichtgeving de zeepbel langer te laten voortduren, zodat zij langer (en derhalve meer) van het zeepbeleffect in de koers(inflatie) heeft kunnen profiteren. Ik verwijs in dit verband naar mijn opmerking over het door (het bestuur van) de vennootschap direct of indirect profiteren van een zeepbeleffect in de koers(inflatie) in § 7.8.3. Omdat de verschillende toerekeningsfactoren in dit geval dus geen eenduidig beeld opleveren, is de onderhavige toerekeningsvraag in algemene zin niet te beantwoorden. Het zal van de omstandigheden van het geval afhangen hoe het toerekeningsoordeel uiteindelijk zal uitvallen.

7.9 Het ‘analyst-added premium’-effect

7.9.1 Inleiding

Tot besluit van dit hoofdstuk wil ik nog wijzen op een in de praktijk nogal eens voorkomend verschijnsel dat (in de Amerikaanse literatuur) bekend staat als het zogenoemde ‘analyst-added premium’-effect.¹⁹⁸ Dit verschijnsel vertoont enige overeenkomst met het (in § 7.8 besproken)

196. Soepel vanuit het oogpunt van de eisende beleggers.

197. Zie over de toerekeningsfactor *voorzienbaarheid van de schade* § 1.3.3.4 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

198. Zie over de *analyst-added premium* in de Amerikaanse literatuur Fisher 1997, p. 35-64; Langevoort 2002, p. 178-181. Zie over de koersinvloed van analistenvoorspellingen ook de Amerikaanse uitspraak *La Grasta v. First Union Securities, Inc.*, 358 F.3d 840, 842 (11th Cir. 2004).

HOOFDSTUK 7

fenomeen van de zeepbel, en kan – wanneer het geheel of gedeeltelijk samenvalt met een periode van misleidende berichtgeving – bij de schadevaststelling en schadetoerekening tot vergelijkbare problemen leiden.¹⁹⁹ Het *analyst-added premium*-effect houdt in dat (mede) als gevolg van een te rooskleurige analistenvoorspelling (of een te optimistisch getoonzet analistenrapport) een overwaardering in de koers is ontstaan. Het bedrag waarmee het aandeel is overgewaardeerd, noemt men de ‘analyst added premium’.²⁰⁰ Zolang de vennootschap de voorspelling niet ‘adopteert’ of zich daarmee anderszins vereenzelvigd en zolang zij zich ook niet op andere wijze schuldig maakt aan misleidende berichtgeving, is wat het *analyst-added premium*-effect betreft voor haar in beginsel geen vuiltje aan de lucht. In beginsel is de vennootschap immers niet verantwoordelijk voor mededelingen afkomstig van derden, en in beginsel is zij niet verplicht daarop te reageren en/of –bij onjuistheid en/of onvolledigheid – deze te corrigeren.²⁰¹ Zij kan dus in beginsel ook niet voor (de koersschade veroorzaakt door) dergelijke mededelingen met succes aansprakelijk worden gesteld. Dit laatste kan eventueel anders zijn, wanneer de periode waarin het aandeel vanwege een te optimistische analistenvoorspelling is overgewaardeerd, geheel of gedeeltelijk samenvalt met een periode waarin de vennootschap het beleggende publiek misleidt. In dat geval kan zich namelijk de situatie voordoen dat de misleiding met de *analyst-added premium* gaat interfereren, waardoor de vennootschap zich de te rooskleurige voorspelling wellicht toch moet gaan aantrekken. Met ‘interfereren’ bedoel ik hier dat (het onderwerp van) de misleidende informatie zodanig met (het onderwerp van) de voorspelling samenhangt, dat zij het ontstaan, de omvang en/of de duur van het *premium*-effect kan beïnvloeden. Kan in het processuele debat worden vastgesteld dat van een dergelijke interferentie inderdaad sprake was, dan moet daar bij de schadevaststelling en schadetoerekening rekening mee worden gehouden.²⁰²

199. Dat analistenvoorspellingen aandelenkoersen kunnen beïnvloeden is in de financieel-economische literatuur uitvoerig empirisch onderbouwd. Zie onder meer Brav & Lehavy 2003; Busse & Green 2002.

200. Zie Fisher 1997, p. 38-41.

201. Zie over de vraag of de vennootschap verplicht is te reageren op onjuiste en/of onvolledige mededelingen afkomstig van derden of op onjuiste geruchten als gevolg waarvan een misleidend beeld van de (financiële toestand van de) vennootschap wordt gecreëerd in de literatuur onder meer Stevens 2018, p. 299-301 en Hoff 2011, p. 416-423. En zie hoe in het Amerikaanse recht over deze kwestie wordt gedacht mijn analyse in § 3.5.7.4.

202. Zie over dit probleem ook Fisher 1997, p. 51-63. Zie over Fisher echter kritisch Langevoort 2002, p. 178-181.

7.9.2 *Twee verschillende scenario's*

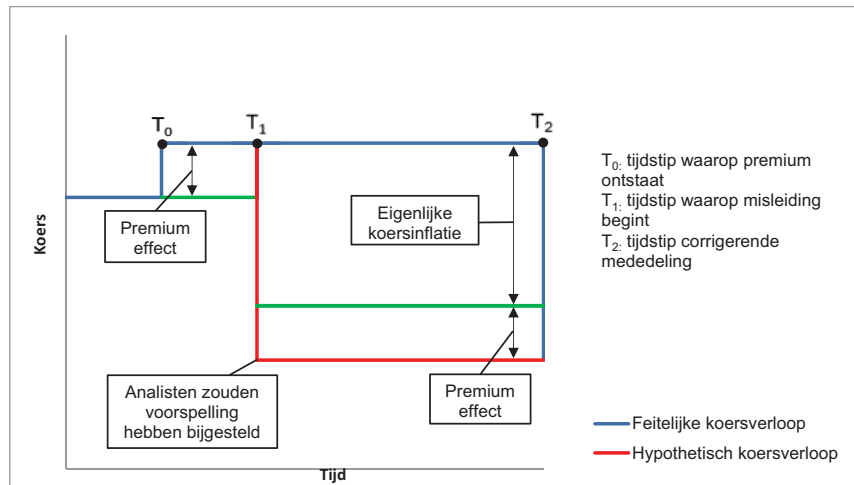
Voor de hier bedoelde interferentie kunnen grofweg twee scenario's worden onderscheiden.²⁰³ Ten eerste is dat het scenario waarin toen de misleiding begon, de *premium* zich reeds had gevormd, maar waarin (kan worden vastgesteld dat) deze zonder de misleiding (eerder) zou zijn weggeëbd. In dit scenario heeft de misleiding er dus voor gezorgd dat een 'wake up call' ten aanzien van (de aanwezigheid van) het *analyst-added premium*-effect vooralsnog is uitgebleven. Zonder de misleiding zouden de analisten hun verkeerde voorspelling (tijdig) hebben bijgesteld of zou de markt (op eigen kracht) erachter zijn gekomen dat de eerdere voorspelling te rooskleurig was. Ten tweede is dat het scenario waarin de *premium* zich tijdens het tijdvak van de misleiding heeft gevormd, maar waarin (kan worden vastgesteld dat) dit zonder de misleiding niet zou zijn gebeurd. In dit scenario heeft de misleiding dus als het ware het klimaat gecreëerd waarin het *premium*-effect kon ontstaan.²⁰⁴ Zonder de misleiding zouden de beleggers de te rooskleurige analistenvoorspelling met een korreltje zout hebben genomen. Of zonder de misleiding zouden de analisten *in het geheel geen* voorspelling hebben gepubliceerd, dan wel zouden zij in ieder geval een *minder rooskleurige* voorspelling hebben gepubliceerd. Beide scenario's heb ik hieronder in figuur 11 respectievelijk figuur 12 grafisch weergegeven.

203. Vgl. Fisher 1997, p. 60-63.

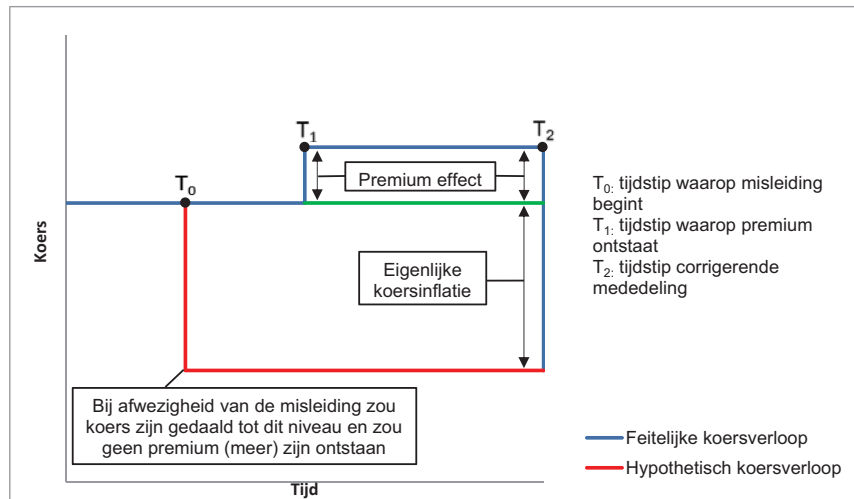
204. Op dit tweede scenario – of althans op een scenario dat daarmee vergelijkbaar is – lijkt de deskundige van de eisende beleggers zich te beroepen bij het aantonen van de koersinvloed van de litigieuze mededelingen in de Amerikaanse zaak *In re Finisar Corporation Securities Litigation*, 2017 WL 6026244, at *7 (N.D. Cal. Dec. 5, 2017).

HOOFDSTUK 7

Figuur 11



Figuur 12



In beide scenario's spelen zowel bewijsrechtelijke als materieelrechtelijke problemen. Een lastig bewijsrechtelijk probleem is dat het nogal eens zal voorkomen dat – naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding – het *premium*-effect tegelijkertijd met de (eigenlijke) koersinflatie uit de koers loopt. In de praktijk blijkt het lastig beide effecten van elkaar te onderscheiden en dat leidt dan tot extra onzekerheid bij het vaststellen van de (omvang van de) door de misleiding veroorzaakte

BEANTWOORDING VAN NOG OPENSTAANDE RECHTSVRAGEN

koersschade.²⁰⁵ Een lastig materieelrechtelijk probleem is (het antwoord op de vraag) of (de vorming van) het *premium*-effect op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend, en of de *premium* – bovenop het bedrag van de koersinflatie – voor vergoeding in aanmerking komt. Deze vraag wordt hierna voor beide scenario's achtereenvolgens beantwoord.

7.9.3 *Kan de analyst-added premium aan de vennootschap worden toegerekend?*

Over het al dan niet toerekenen van de *analyst-added premium* in het eerstgenoemde scenario kan ik kort zijn. Analytisch gezien is dit scenario namelijk nagenoeg gelijk aan het in § 7.8.4 besproken scenario (zonder de misleiding zou de zeepbel eerder uit elkaar zou zijn gespat). Het enige relevante verschil tussen beide scenario's is dat bij een zeepbel niet alleen het *onzuivere* gedeelte van de koers (de eigenlijke koersinflatie) in omvang toeneemt, maar dat tevens het *zuivere* gedeelte van de koers (het deel dat *niet* is beïnvloed door de misleiding) in omvang toeneemt. Dat is bij het *analyst-added premium*-effect niet het geval. Bij dit effect is slechts sprake van een opslag bovenop de koersinflatie. Omdat beide scenario's – analytisch gezien – dus nagenoeg overeenkomen, is hetgeen ik in § 7.8.4 heb opgemerkt over de (onderlinge afweging van de) verschillende toerekeningsfactoren in het onderhavige geval van overeenkomstige toepassing. Daarom kan ik hier volstaan met de opmerking dat het al dan niet toerekenen van het *premium*-effect, zal afhangen van het antwoord op de vraag of de vennootschap heeft kunnen voorzien dat de misleiding tot gevolg zou hebben dat het effect langer zou voortduren.²⁰⁶ Hierbij geldt wederom dat wanneer (kan worden vastgesteld dat) de vennootschap (welbewust) van de door de *premium* veroorzaakte overwaarderung heeft kunnen profiteren, dit een voor het toerekeningsoordeel relevante omstandigheid is.

Ook in het scenario waarin de *analyst-added premium* zich *tijdens het tijdvak* van de misleiding heeft gevormd, zal het al dan niet toerekenen van het *premium*-effect ervan afhangen of de vennootschap het (ontstaan

205. Vgl. Fisher 1997, p. 41.

206. Wederom wijs ik erop dat wanneer de uitkomst van het toerekeningsoordeel is dat de *analyst-added premium* niet aan de vennootschap kan worden toegerekend (en derhalve niet voor vergoeding in aanmerking komt), deze uitkomst ook kan worden bereikt via de eigenschuldcorrectie ex art. 6:101 BW.

HOOFDSTUK 7

van het) *premium*-effect heeft kunnen voorzien.²⁰⁷ Hierbij teken ik aan dat ik het minder waarschijnlijk acht dat de vennootschap in het onderhavige scenario heeft kunnen voorzien dat zich als gevolg van de misleiding een *premium* zou vormen, dan dat zij in het eerstgenoemde scenario heeft kunnen voorzien dat als gevolg van de misleiding het *premium*-effect langer zou voortduren. In het eerstgenoemde scenario was toen de misleiding begon het *premium*-effect immers reeds aanwezig, zodat de vennootschap er eerder op bedacht kon zijn dat hier koerschade uit zou kunnen voortvloeien. Verder pleit ook de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade*²⁰⁸ er in dit geval (op zichzelf) voor het *premium*-effect *niet* aan de vennootschap toe te rekenen. De meest nabije oorzaak van het *premium*-effect is hier namelijk de te rooskleurige analistenvoorspelling, en niet de misleiding. De misleiding is hier een verder gelegen oorzaak.

Kortom, in beide besproken scenario's is (onder omstandigheden) denkbaar dat de *premium* voor vergoeding in aanmerking komt, alleen in het eerste scenario ligt dat meer voor de hand dan in het tweede.

207. In dit scenario is de toerekeningsvraag uiteraard alleen relevant voor de beleggers die hun aandeel hebben gekocht na het moment waarop de *analyst-added premium* is ontstaan. De vraag is niet van belang voor de beleggers die hun aandeel voordien hebben gekocht. De door hen betaalde prijs omvatte immers nog geen *premium*.

208. Zie over de toerekeningsfactor *verwijderdheid van de schade* § 1.3.3.5 en de daar vermelde literatuur en rechtspraak.

Deel V: Causaal verband en schade bij
aansprakelijkheid voor
misleidende beursberichten; het
bewijsrechtelijk kader

Hoofdstuk 8. Het bewijs van *reliance*, *loss causation* en *damages* naar Amerikaans recht en de financieel-economische en econometrische technieken die daarbij behulpzaam kunnen zijn

8.1 Inleiding

In de voorgaande hoofdstukken heb ik uitgebreid de materieelrechtelijke aspecten behandeld van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Bij de bespreking van deze materieelrechtelijke aspecten heb ik vooralsnog geabstraheerd van alle bewijsrechtelijke vragen die bij (het bewijs van) het causaal verband en de schade in de praktijk kunnen rijzen. Het zijn deze bewijsrechtelijke vragen die in de komende twee hoofdstukken centraal staan. In dit hoofdstuk behandel ik eerst het bewijs van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving op grond van het *Amerikaanse federale effectenrecht*. In dit verband zal ik onder meer uitvoerig ingaan op de financieel-economische en econometrische methoden en technieken die in de Amerikaanse *securities fraud class actions* praktijk voor dit bewijs (plegen te) worden gebruikt. In hoofdstuk 9 bespreek ik daarna het bewijs van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid naar *Nederlands recht*. Bij de theorievorming voor het Nederlandse recht zullen de inzichten uit het Amerikaanse recht een belangrijke inspiratiebron vormen.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. In § 8.2 behandel ik eerst het bewijs van *reliance/transaction causation*. Vervolgens ga ik in § 8.3 in op het bewijs van marktefficiëntie. In § 8.4 volgt daarna het bewijs van *loss causation* en *damages*, en tot besluit ga ik in § 8.5 in op de bewijsrechtelijke complicaties die kunnen spelen bij een fundamenteel en/of informatieel *inefficiënte* markt.

HOOFDSTUK 8

8.2 Bewijs van *reliance/transaction causation*

8.2.1 *Inleiding*

De vraag of sprake is van causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger (zou de belegger zonder de misleidende informatie hebben beslist het effect niet – of althans niet tegen de huidige prijs – te kopen?) wordt in het Amerikaanse recht gesteld in het kader van de *reliance*-eis. Of voor aansprakelijkheid op grond van het Amerikaanse federale effectenrecht aan *reliance* moet zijn voldaan, hangt af van de grondslag van aansprakelijkheid. Bij aansprakelijkheid op grond van de Securities Act 1933 (heel kort gezegd gaat het dan om *prospectusaansprakelijkheid*) is beginsel geen *reliance* vereist.¹ Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 (de aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen) is daarentegen wel *reliance* vereist.² De bewijslast dat aan de *reliance*-eis is voldaan, rust in beginsel op de eisende belegger. Algemeen wordt echter onderkend dat het hier om een nogal zware bewijslast gaat.³ Dit om twee redenen. In de eerste plaats zal de belegger vaak niet kunnen aantonen dat hij daadwerkelijk op de misleidende informatie is afgegaan (of bij een ommissie: op de misleidende informatie *zou zijn* afgegaan). Als de belegger dat wel kan aantonen, zal in de tweede plaats vaak niet meer te achterhalen zijn wat de belegger bij juiste en volledige informatie zou hebben beslist.⁴ Vanwege deze zware bewijslast wordt – volgens vaste rechtspraak – in een tweetal situaties ten gunste van de belegger een vermoeden aangenomen. Deze twee situaties en de bijbehorende vermoedens bespreek ik achtereenvolgens in § 8.2.2 en § 8.2.3.

8.2.2 *Bewijs van reliance bij misleiding door middel van het achterhouden van relevante informatie*

De eerste situatie waarin de belegger in zijn zware bewijslast tegemoet wordt gekomen, is wanneer – in strijd met een bestaande ‘duty to disclose’ – relevante informatie (‘material information’) voor hem wordt verzwegen.⁵ Op grond van vaste rechtspraak geldt in dat geval een

1. Zie reeds § 3.4.3.3 en § 6.2.2.

2. Zie reeds § 3.5.5.1-§ 3.5.5.2 en § 6.2.3.

3. Zie onder meer *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 245-246 (1988); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 810-811 (2011); *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 461 (2013); *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 267 (2014). Zie hierover in de literatuur onder meer Fisch 2013, p. 902.

4. Zie in dit verband ook *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891, 908-909 (9th Cir. 1975) en de *dissenting opinion* van Judge Reinhardt bij de uitspraak *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1068-1069 (9th Cir.1999).

5. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 278-279.

HET BEWIJS VAN *RELIANCE*, *LOSS CAUSATION* EN *DAMAGES*

weerlegbaar vermoeden van *reliance*.⁶ De Supreme Court besliste dit voor het eerst als zodanig in de zaak *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* (hierna: ‘*Affiliated Ute*’):⁷

‘Under the circumstances of this case, *involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery*. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision (...) *This obligation to disclose and this withholding of a material fact establish the requisite element of causation in fact.*’ (curs. *ACWP*)

De vaststelling dat de verzwegen informatie *material* was, is volgens de Supreme Court dus indirect bewijs voor het aannemen van *reliance*. Dat het bij deze constructie om een *weerlegbaar* vermoeden gaat waartegen *tegenbewijs* openstaat, blijkt overigens niet met zoveel woorden uit *Affiliated Ute*. Dit is pas in latere rechtspraak als zodanig aanvaard.⁸

Uit latere rechtspraak blijkt verder dat het *Affiliated Ute*-vermoeden in beginsel alleen van toepassing is, wanneer sprake is van (misleiding door middel van) een zogenoemde ‘zuivere’ omissie.^{9,10} Het vermoeden is in

-
6. Zie onder meer *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 243 (1988); *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 159 (2008).
 7. *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 153 (1972). Ik wijs erop dat de grondslag van aansprakelijkheid in dit geval was gelegen in SEC-regel 10b-5 sub a jo. sub c en niet in SEC-regel 10b-5 sub b.
 8. Zie onder meer de uitspraken *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148, 159 (2008); *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534, 547-548 (5th Cir. 1981); *Blackie Barrack*, 524 F.2d 891, 906 (9th Cir. 1975); *Little v. First California* 532 F.2d 1302, 1304-1305 (9th Cir. 1976). En zie relatief recent de uitspraak *In re Smith Barney Transfer Agent Litigation*, 290 F.R.D. 42, 47-49 (S.D.N.Y. 2013)
 9. Zie onder meer de uitspraken *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79, 95-96 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); *Starr ex rel. Estate of Sampson v. Georgeson Shareholder, Inc.*, 412 F.3d 103, 109 & n. 5 (2d Cir. 2005); *Wilson v. Comtech Telecomms. Corp.*, 648 F.2d 88, 93-94 (2d Cir. 1981); *Cox v. Collins*, 7 F.3d 394, 396 (4th Cir.1993); *Regents of Univ. of Cal. v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc.*, 482 F.3d 372, 384 (5th Cir.2007); *Akin v. Q-L Invs., Inc.*, 959 F.2d 521, 529 (5th Cir.1992); *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F.2d 1104, 1118-1119 (5th Cir. 1988); *Finkel v. Docutel/Olivetti Corp.*, 817 F.2d 356, 359-360 (5th Cir. 1987); *Vervaecke v. Chiles, Heider & Co., Inc.*, 578 F.2d 713, 717 (8th Cir. 1978); *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1064 (9th Cir.1999); *Desai v. Deutsche Bank Securities Ltd.*, 573 F.3d 931, 940-941 (9th Cir. 2009); *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155, 1162-1163 (10th Cir. 2000); *Cavalier Carpets, Inc. v. Caylor*, 746 F.2d 749, 756 (11th Cir.1984); *In re Interbank Funding Corporation Securities Litigation*, 629 F.3d 213, 215 (D.C. Cir. 2010).
 10. Volledigheidshalve wijs ik erop dat bij een *zuivere* omissie de aansprakelijkheid is gebaseerd op SEC-regel 10b-5 sub a jo. sub c en niet op SEC-regel 10b-5 sub b.

HOOFDSTUK 8

principe niet van toepassing wanneer in een *gepubliceerde* mededeling relevante informatie wordt verzwegen of wanneer de misleiding bestaat uit een samenstel van misleidende mededelingen en misleidende omissies (in dit laatste geval spreekt men ook wel van een zogenoemde ‘mixed claim’).¹¹ De reden voor deze beperkte toepassing is dat de constructie van het aannemen van (een vermoeden van) *reliance* op grond van slechts (de vaststelling van) *materiality*, een nogal vergaande ingreep in de reguliere bewijslastverdeling impliceert. Een zodanige ingreep acht men alleen gerechtvaardigd bij een *zuivere* omissie, omdat met name in dat geval de bewijspositie van de belegger als knellend wordt ervaren.¹²

Dat toepassing van het Affiliated Ute-vermoeden is beperkt tot *zuivere* omissie-gevallen, heeft overigens als consequentie dat het vermoeden in de praktijk in principe alleen wordt toegepast bij informatieverzuimen in het kader van zogenoemde ‘face-to-face’-transacties.¹³ Het vermoeden wordt in beginsel niet toegepast bij het geven van een misleidende voorstelling van zaken op de publieke effectenmarkt (‘fraud-on-the-market’).¹⁴ De reden hiervoor is dat het in het Amerikaanse recht nauwelijks voorkomt dat een *beursvennootschap* aansprakelijk wordt gehouden voor misleiding van het beleggende publiek wegens (het begaan

-
11. Zie voor een genuanceerde benadering in dit verband echter ook de uitspraken *Hoxworth v. Blinder, Robinson & Co.*, 903 F.2d 186, 202 (3d Cir. 1990); *Sharp v. Coopers & Lybrand* 649 F.2d 175, 188-189 (3d Cir. 1981). En zie in dit verband ook de *dissenting opinion* van Judge Reinhardt bij de uitspraak *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059, 1068-1069 (9th Cir.1999). Verder wijs ik ook op de uitspraken *Burges v. Bancorpsouth, Inc.*, 2017 WL 2772122, at *10 (M.D. Tenn. June 26, 2017); *In re Montage Technology Group Ltd. Securities Litigation*, 2016 WL 1598666, at *6-7 (April 21, 2016); *Dodona I, LLC v. Goldman Sachs & Co.*, 296 F.R.D. 261, 269-270 (S.D.N.Y. 2014) en *Fogarazzao v. Lehman Brothers, Inc.*, 232 F.R.D. 176, 186 (S.D. N.Y. 2005), waarin het toepassingsbereik van het Affiliated Ute-vermoeden niet wordt beperkt tot enkel de situatie van een *zuivere* omissie.
 12. Vgl. *Binder v. Gillespie* 184 F.3d 1059, 1063-1064 (9th Cir. 1999); *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155, 1163 (10th Cir. 2000).
 13. Met de aanduiding ‘face-to-face-transacties’ doel ik op (onderhandelingen over) aandelentransacties in besloten verhoudingen. Vaak zal het hier om een *contractuele* relatie gaan. Dergelijke transacties moeten worden onderscheiden van transacties op de (veelal geanonimiseerde) publieke effectenmarkt.
 14. Er zijn echter ook voorbeelden van *fraud-on-the-market*-zaken waarin het Affiliated Ute-vermoeden wél van toepassing werd geacht. Ik wijs op de volgende uitspraken: *Beaver County Employees’ Retirement Fund v. Tile Shop Holdings, Inc.*, 2016 WL 4098741, at *7-8 (D. Minn. July 28, 2016); *In re Montage Technology Group Ltd. Securities Litigation*, 2016 WL 1598666, at *6-7 (April 21, 2016); *Fogarazzao v. Lehman Brothers, Inc.*, 232 F.R.D. 176, 186 (S.D.N.Y. 2005).

van) een *zuivere* omissie.¹⁵ Dit hangt weer samen met het feit dat in het Amerikaanse recht geen afzonderlijke verplichting bestaat om voorwetenschap te publiceren.¹⁶ Ik breng hierbij nogmaals in herinnering dat naar Amerikaans recht in beginsel alleen sprake kan zijn van aansprakelijkheid voor een ‘failure to disclose material information’ (of anders gezegd: een ‘material omission’), wanneer daar een afzonderlijke ‘duty to disclose’ aan ten grondslag ligt.¹⁷ Wanneer in het Amerikaanse recht een beursvennootschap aansprakelijk wordt gehouden voor een misleidende omissie, zal dat bijna altijd zijn wanneer in een publiekelijk gedane mededeling relevante informatie wordt weggelaten of wanneer de misleiding bestaat uit een samenstel van misleidende mededelingen en misleidende omissies. In de laatstgenoemde gevallen is het *Affiliated Ute*-vermoeden zoals ik al opmerkte niet van toepassing, waardoor de eisende beleggers in deze gevallen zullen moeten terugvallen op het (hierna te bespreken) *fraud-on-the-market*-vermoeden. Een nadeel daarvan is dat zij dan onder meer zullen moeten aantonen dat de litigieuze effecten op een efficiënte markt worden verhandeld (zie § 8.2.3). Voor het inroepen van het *Affiliated Ute*-vermoeden is daarentegen geen (bewijs van) markt-efficiëntie vereist.

8.2.3 *Bewijs van reliance bij het geven van een misleidende voorstelling van zaken op de publieke effectenmarkt*

De tweede situatie waarin de bewijslast van de belegger wat *reliance* betreft wordt verlicht, is het geval waarin (door bijvoorbeeld een beursvennootschap) op de publieke effectenmarkt een misleidende voorstelling van zaken wordt gegeven.¹⁸ Voor deze situatie is in de rechtspraak de *fraud-on-the-market*-theorie ontwikkeld. Zoals uiteengezet in § 6.2.3.2 *sub a*, komt de theorie er kort gezegd op neer dat wanneer sprake is van een ‘material misrepresentation’ op een efficiënte markt, ten gunste van de belegger die op dat moment aandelen heeft gekocht in beginsel een weerlegbaar vermoeden van *reliance* wordt aangenomen.¹⁹ De toepassingsvoorwaarden voor de

15. Voor een uitzondering wijs ik op de uitspraak *Beaver County Employees’ Retirement Fund v. Tile Shop Holdings, Inc.*, 2016 WL 4098741, at *7-8 (D. Minn. July 28, 2016).

16. Zie § 3.3.2 en § 3.5.7.1.

17. Zie § 3.5.7.1.

18. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 165-168; p. 279-281.

19. Zie over de *fraud-on-the-market*-theorie in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 165-168 en p. 279-281; Haazen 2017, p. 84-85.

HOOFDSTUK 8

theorie luiden als volgt: (i) de gedaagde²⁰ heeft *publiekelijk* een onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken gegeven; (ii) deze onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken was *material*; (iii) de litigieuze aandelen worden op een *efficiënte markt* verhandeld; en (iv) de eisende belegger heeft het litigieuze aandeel *in het tijdvak van de misleiding* gekocht.²¹ Hoewel de *fraud-on-the-market*-theorie intuïtief goed te begrijpen is, ligt de juridische uitwerking ervan mijns inziens een paar slagen ingewikkelder dan op het eerste gezicht lijkt. Waarom dat zo is heb ik uiteengezet in § 6.2.3.2 *sub a* en dat zal ik hier niet herhalen.

Hoewel op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie de bewijslast van de belegger aanzienlijk wordt verlicht, is het – teneinde van het *fraud-on-the-market*-vermoeden te kunnen profiteren – wel aan de eisende belegger om aan te tonen dat aan de *toepassingsvoorwaarden* van de theorie is voldaan. De belegger zal dus onder meer moeten bewijzen dat *publiekelijk* een verkeerde voorstelling van zaken is gegeven (‘public misrepresentation’), deze verkeerde voorstelling van zaken *material* was, en de litigieuze effecten op een efficiënte markt werden verhandeld.²² Wat het *materiality*-vereiste betreft, past hierbij de kanttekening dat de Supreme Court in de zaak *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds* heeft beslist dat (bewijs van) *materiality* geen voorwaarde is voor *class certification* en dat *materiality* dus niet reeds in die fase van de procedure hoeft te worden bewezen.²³ Pas in de fase van ‘summary judgement’ of – nog later – in de ‘merits stage’ van de procedure dient de belegger aan te tonen dat aan dit vereiste is voldaan. Aangezien deze procedurele kwestie vanuit rechtsvergelijkend perspectief minder van belang is, laat ik haar hier verder rusten.

Ik wijs nog op een andere procesrechtelijke subtiliteit. Wil de belegger op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie voor schadevergoeding in aanmerking komen, dan is materieelrechtelijk gezien vereist dat hij bij

20. De Amerikaanse term ‘defendant’ vertaal ik in dit boek met de Nederlandse term ‘gedaagde’. De laatstgenoemde term is echter in zoverre niet helemaal zuiver dat zij uiteraard samenhangt met de Nederlandse dagvaardingsprocedure, terwijl het Amerikaanse federale procesrecht deze procedure als zodanig niet kent.

21. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248 n. 27 (1988). Zie voor de toepassingsvoorwaarden van de *fraud-on-the-market*-theorie ook *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804, 811 (2011); *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 462 en 471-472 (2013); *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 268 and 277-278 (2014).

22. De eisende belegger zal uiteraard tevens moeten bewijzen dat hij zijn effecten in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht.

23. *Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 568 U.S. 455, 465-480 (2013).

de aankoop van het litigieuze aandeel op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, en dat hij zijn aandeel als gevolg van de misleiding tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht.²⁴ Komen de desbetreffende feiten en omstandigheden in het processuele debat niet vast te staan, dan wordt zijn vordering tot schadevergoeding afgewezen. Wel geldt op grond van diezelfde *fraud-on-the-market*-theorie dat de bewijslast van de belegger op deze punten wordt verlicht. In beginsel wordt aangenomen dat hij niet van de misleiding op de hoogte was, en ook wordt aangenomen dat de misleidende informatie de beurskoers inderdaad heeft beïnvloed.²⁵ Het is aan de gedaagde om deze vermoedens te weerleggen, waarbij ik aanteken dat de Supreme Court in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* ('Halliburton II') heeft beslist dat de gedaagde reeds in de fase van *class certification* de gelegenheid krijgt aannemelijk te maken dat de misleidende informatie de beurskoers *niet* heeft beïnvloed (en niet pas in de fase van *summary judgement* of – nog later – in de *merits stage* van de procedure).²⁶ Verder is van belang te benadrukken dat het vermoeden dat de misleidende informatie de beurskoers heeft beïnvloed, alleen maar geldt in het kader van het processuele debat over *reliance/transaction causation*. Staat het debat over de al dan niet koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel van *loss causation* of (de omvang van de) *damages* (of eventueel in de sleutel van *materiality*), dan rust de bewijslast onverminderd op de eisende belegger.

8.3 Bewijs van marktefficiëntie

8.3.1 Inleiding

Voor het (indirect) aantonen van *reliance/transaction causation* op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie is dus vereist dat de eisende beleggers aantonen dat de litigieuze effecten worden verhandeld op een efficiënte markt. Het is deze bewijsopdracht die in deze paragraaf centraal staat. In § 8.3.2 bespreek ik eerst op welke wijze in Amerikaanse aansprakelijkheidsprocedures de marktefficiëntie wordt beoordeeld, en wat in dit verband van de eisende beleggers wordt verwacht. In § 8.3.3 ga ik daarna in op een tendens in de Amerikaanse lagere rechtspraak die erop neerkomt dat de eisen die in rechte aan (het bewijs van) marktefficiëntie worden gesteld, strenger lijken te worden.

24. Ik verwijs naar mijn bespreking van de *fraud-on-the-market*-theorie in § 6.2.3.2 *sub a*.

25. Zie § 6.2.3.2 *sub a*, ad(i) respectievelijk ad(ii), en de aldaar aangehaalde rechtspraak.

26. *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 279-284 (2014).

HOOFDSTUK 8

Ik heb een tweetal opmerkingen vooraf. In de eerste plaats wijs ik erop dat het enigszins merkwaardig voorkomt dat in het Amerikaanse recht (het bewijs van) marktefficiëntie zo'n belangrijke rol speelt in het kader van de aansprakelijkheidsvraag. Ook op een relatief inefficiënte markt kan misleidende informatie immers een koerseffect tot gevolg hebben en dientengevolge tot koersschade leiden.²⁷ In hoofdstuk 9 zal ik toelichten waarom (het bewijs van) marktefficiëntie mijns inziens een minder vooraanstaande plaats dient in te nemen bij het beantwoorden van de aansprakelijkheidsvraag naar Nederlands recht.²⁸

In de tweede plaats breng ik nogmaals in herinnering dat in het kader van aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving twee vormen van marktefficiëntie dienen te worden onderscheiden: *informationele* versus *fundamentele* marktefficiëntie.²⁹ Informationele efficiëntie heeft betrekking op de *snelheid* waarmee nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt. De markt is *informationeel* efficiënt wanneer nieuwe informatie zodanig snel in de koers wordt verwerkt, dat beleggers op basis van deze informatie geen abnormale rendementen kunnen behalen.³⁰ Fundamentele efficiëntie betreft de vraag of informatie – behoudens tijdig – tevens *correct* in de koers wordt verwerkt. De markt is *fundamenteel* efficiënt wanneer de koers – gegeven alle publiekelijk beschikbare informatie – op een correcte wijze de contante waarde van de toekomstige kasstromen weerspiegelt. Aangezien voor toepassing van het *fraud-on-the-market*-vermoeden slechts is vereist dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld *informationeel* efficiënt is, zal de analyse in deze paragraaf zich voornamelijk richten op het bewijs van markt(in) efficiëntie in informationele zin.³¹ Het bewijs van markt(in)efficiëntie in

27. Zie hierover § 2.6.

28. Zie § 9.3.3.3 *sub c* en § 9.4.2.3 *sub b*.

29. Zie hierover § 2.5.

30. Met 'abnormale rendementen' wordt hier bedoeld rendementen die *gecorrigeerd voor het risico* boven het statistische gemiddelde (of anders gezegd: boven de statistische verwachting) liggen.

31. Dat voor toepassing van het *fraud-on-the-market*-vermoeden (slechts) is vereist dat de markt *informationeel* efficiënt is, blijkt onder meer uit de uitspraken In re Polymedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 14-17 (1st Cir. 2005); In re Xcelera.com Securities Litigation, 430 F.3d 503, 508-512 (1st Cir. 2005); Sapssov v. Health Management Associates, Inc., 608 Fed. Appx. 855, 861-862 (11th Cir. 2015); Findwhat Investor Group v. Findwhat.com, 658 F.3d 1282, 1310 (11th Cir. 2011); In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation, 295 F.R.D. 240, 247 (N.D. Cal. 2013); Lumen v. Anderson, 280 F.R.D. 451, 460-461 (W.D. Mo. 2012); Beach v. Healthways, Inc., 2010 WL 1408791, at *3 (M.D. Ten. April 2, 2010); In re Healthsouth Corporation Securities Litigation, 257 F.R.D. 260, 283 (N.D. Ala. 2009); In re Countrywide Financial Corporation, 273 F.R.D. 586, 610-612 (C.D. Cal.

fundamentele zin zal in deze paragraaf slechts zijdelings aan bod komen.³²

8.3.2 *Hoe kan de mate van informationele efficiëntie worden vastgesteld?*

8.3.2.1 *Inleiding*

Het beoordelen van de marktefficiëntie geschiedt in het Amerikaanse recht aan de hand van de zogenoemde Cammer- en Krogman-factoren. ‘Cammer’ refereert aan de uitspraak van de District Court voor de District of New Jersey inzake *Cammer v. Bloom* uit 1989.³³ Dit is één van de eerste (belangrijke) uitspraken waarin de *fraud-on-the-market*-theorie zoals door de Supreme Court aanvaard in *Basic v. Levinson* werd toegepast, en waarin een raamwerk werd ontwikkeld om te kunnen beoordelen of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld voldoende efficiënt is om het *fraud-on-the-market*-vermoeden te kunnen inroepen. Het raamwerk bestaat uit een verzameling van factoren die elk afzonderlijk een indicatie geven over de (mate van) marktefficiëntie, en die in elk concreet geval (in onderlinge samenhang) worden afgewogen teneinde een totaaloordeel over de (mate van) marktefficiëntie te kunnen geven. ‘Krogman’ refereert aan de uitspraak van de District Court voor de Northern District of Texas inzake *Krogman v. Sterritt* uit 2001.³⁴ Dit is één van de eerste (belangrijke) uitspraken waarin het raamwerk uit *Cammer v. Bloom* werd uitgebreid en waarin aan de factoren uit de

2009); *In re Accredo Health, Inc. Securities Litigation*, 2006 WL 1716910, at *9-10 (W.D. Tenn. April 19, 2006); *In re VeriFone Securities Litigation*, 784 F. Supp. 1471, 1479 n. 7 (N.D. Cal. 1992). Zie in verband met de (interpretatie van de) markt-efficiëntie-eis ook de volgende uitspraken gewezen na *Halliburton II: Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79, 97-99 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); *In re Petrobras Securities Litigation*, 312 F.R.D. 354, 371 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)); *Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC*, 310 F.R.D. 69, 78 and 84-85 (S.D.N.Y. 2015); *Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc.*, 312 F.R.D. 511, 521 (D. Minn. 2015).

32. Hoewel informationele en fundamentele markt(in)efficiëntie goed van elkaar moeten worden onderscheiden, wijs ik erop dat vanuit bewijsrechtelijk oogpunt beide modaliteiten nauw met elkaar verweven kunnen zijn. Zo kan het feit dat een bepaalde markt (structurele) kenmerken vertoont van fundamentele inefficiëntie, indirect bewijs opleveren voor het feit dat de desbetreffende markt tevens informatieel inefficiënt is, aldus *In re Xcelera.com Securities Litigation* 430 F.3d 503, 517 (1st Cir. 2005); *In re Polymedica Securities Litigation* 432 F.3d 1, 16-17 (1st Cir. 2005); *In re Polymedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 276 (D. Mass. 2006). Zie over deze bewijsrechtelijke subtiliteit ook § 8.3.3.3.

33. *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264 (D.N.J. 1989).

34. *Krogman v. Sterritt*, 202 FRD 467 (N.D. Tex. 2001).

HOOFDSTUK 8

laatstgenoemde uitspraak een aantal nieuwe factoren werd toegevoegd. Hoewel het raamwerk van Cammer- en Krogman-factoren nog steeds in ontwikkeling is, en er nog immer uitspraken verschijnen waarin nieuwe factoren aan het raamwerk worden toegevoegd, vormt het al jaren het standaardinstrumentarium waarmee in *fraud-on-the-market*-procedures de marktefficiëntie wordt beoordeeld. Het is dit raamwerk dat in deze paragraaf centraal staat. In § 8.3.2.2 bespreek ik eerst de verschillende Cammer- en Krogman-factoren zoals die in de rechtspraak zijn ontwikkeld.³⁵ Voor elke factor afzonderlijk zal worden toegelicht waarom deze van belang is (althans in theorie) voor (het oordeel over) de efficiëntie van de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld. In § 8.3.2.3 behandel ik daarna een voorstel dat in de literatuur is gedaan om het raamwerk te verfijnen (*sub a*), en tevens bespreek ik een methode om te toetsen of is voldaan aan één van de belangrijkste factoren, het bestaan van een structurele oorzaakgevolg-relatie tussen de publicatie van nieuws en een daaruit (onmiddellijk) voortvloeiende koersreactie (*sub b*). In § 8.3.2.4 laat ik vervolgens zien op welke wijze – afgezien van de zojuist genoemde verfijningen – het raamwerk in de literatuur is bekritiseerd. Eén van de voornaamste punten van kritiek is, dat de Cammer- en Krogman-factoren weliswaar noodzakelijke voorwaarden zijn voor (de aanwezigheid van) een efficiënte markt, maar dat zij daarvoor geen voldoende voorwaarden zijn. In het bijzonder wanneer de markt kenmerken vertoont van fundamentele *inefficiëntie*, bestaat de reële mogelijkheid dat de factoren ten onrechte in de richting wijzen van (het bestaan van) een efficiënte markt.

Terzijde teken ik nog aan dat het raamwerk van Cammer- en Krogman-factoren zich in de rechtspraak met name heeft ontwikkeld in het kader van de beoordeling van de marktefficiëntie van de *aandelenkoers*. Hoewel het raamwerk in de rechtspraak ook wel wordt toegepast voor het beoordelen van de marktefficiëntie van de *obligatiekoers*, is het daar niet specifiek op toegespitst.³⁶ In de literatuur wordt deze uniforme

35. Zie over de Cammer- en Krogman-factoren in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 233-235.

36. Zie voor het beoordelen van de marktefficiëntie van de *obligatiekoers* onder meer de uitspraken *Teamsters Local 445 Freight Division Pension Fund v. Bombardier Inc.*, 546 F.3d 196, 210 (2d Cir. 2008); *In re DVI, Inc. Securities Litigation*, 639 F.3d 623, 633-636 (3d Cir. 2011); *In re Petrobras Securities Litigation*, 312 F.R.D. 354, 366-367 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)); *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 175-181 (S.D.N.Y. 2010); *In re Enron Corp. Sec., Derivative & ERISA Litigation*, 529 F. Supp. 2d 644, 745-772 (S.D.Tex. 2006).

toepassing bekritiseerd.³⁷ Deze kritiek is er in de eerste plaats op gericht dat de wijze waarop (en de snelheid waarmee) de gemiddelde *aandelen*-koers reageert op de publicatie van nieuwe (onverwachte) informatie, aanzienlijk kan verschillen van de wijze waarop de gemiddelde *obligatie*-koers reageert.³⁸ In het verlengde hiervan wordt erop gewezen dat de *aandelen*koers in de regel ook op veel meer (soorten) informatie reageert dan de *obligatie*koers, waardoor de *aandelen*koers doorgaans ook veel volatieler is.³⁹ Het traditionele Cammer- en Krogman-raamwerk zou voor *obligaties* dus niet geschikt zijn, en daarom zou daarvoor een aangepast raamwerk moeten worden ontwikkeld. Aangezien *fraud-on-the-market*-procedures in de praktijk veel vaker voorkomen in het kader van (misleiding bij de aankoop van) *aandelen* dan in het kader van *obligaties*, laat ik deze discussie hier verder rusten, en beperk ik mij in het hiernavolgende gemakshalve tot het processuele debat over het vereiste van marktefficiëntie in het kader van (misleiding bij de aankoop van) *aandelen*.

8.3.2.2 *Cammer- en Krogman-factoren in de rechtspraak*

De Cammer- en Krogman-factoren kunnen worden onderscheiden in enerzijds operationele factoren en anderzijds koersgerelateerde factoren.⁴⁰ Beide categorieën behandel ik achtereenvolgens.

a. Operationele factoren

1. Handelsvolume

De eerste relevante factor voor het beoordelen van de marktefficiëntie is het gemiddelde wekelijkse handelsvolume gemeten over het tijdvak van de misleiding (uitgedrukt in een percentage van het totaal aantal uitstaande aandelen).⁴¹ Een groot handelsvolume betekent dat er veel in het litigieuze aandeel wordt gehandeld, en dat er veel belangstelling voor het

37. Zie over het verschil tussen aandelen en obligaties wat de invloed van (misleidende) informatie op de beurskoers betreft uitgebreid Hartzmark, Schipani & Seyhun 2011. Zie hierover in de rechtspraak de uitspraken *Bennett v. Sprint Nextel Corp.*, 298 F.R.D. 498, 509 and 512 (D. Kan. 2014); *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 615 (C.D. Cal. 2009); *In re HealthSouth Corp. Securities Litigation*, 261 F.R.D. 616, 635-635 (N.D. Ala. 2009). Zie verder in dit verband ook de AFM-brochure 'Openbaarmaking van voorwetenschap' (Publicatiedatum: juni 2016; Update: juli 2017), p. 9.

38. Zie Hartzmark, Schipani & Seyhun 2011, p. 668-677.

39. Zie Hartzmark, Schipani & Seyhun 2011, p. 669-674 en p. 676-677.

40. Zie voor dit onderscheid onder meer Hartzmark, Schipani & Seyhun 2011, p. 663-666.

41. Zie over deze factor in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 233.

HOOFDSTUK 8

aandeel bestaat.⁴² Deze belangstelling maakt het op haar beurt aanneemelijk dat veel beleggers handelen op basis van nieuw beschikbare informatie. Dat duidt op een grote mate van marktefficiëntie. In de rechtspraak is geoordeeld dat een gemiddeld wekelijks handelsvolume van 1 à 2 procent van het totaal aantal uitstaande aandelen het vermoeden rechtvaardigt van (het bestaan van) een efficiënte markt.⁴³

2. *Aantal analisten*

De tweede relevante factor is het aantal analisten dat het litigieuze aandeel volgt en dat daarover rapporteert.⁴⁴ In het algemeen geldt dat hoe meer analisten het aandeel volgen, hoe groter de kans dat het beleggende publiek (indirect) zal afgaan op de informatie die door de vennootschap wordt gepubliceerd.^{45, 46} De aanwezigheid van een groot aantal analisten betekent namelijk dat deze informatie door een groot aantal (veelal professionele) marktpartijen nauwlettend in de gaten wordt gehouden en wordt geanalyseerd. Deze marktpartijen verwerken die informatie vervolgens in hun aan- en verkoopadviezen aan cliënten. Op deze wijze wordt nieuwe informatie op korte termijn in de beurskoers verwerkt, hetgeen de marktefficiëntie ten goede komt.

3. *Aantal market makers en aantal arbitrageurs*

Een volgende factor die van belang is voor de marktefficiëntie, is het aantal *market makers* en het aantal arbitrageurs dat actief in het litigieuze

42. Cammer v. Bloom 711 F. Supp. 1264, 1286 (D.N.J. 1989); O'Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479, 501 (W.D.Mich. 1996); Serfaty v. Int'l Automated Systems, 180 F.R.D. 418, 421 (D.Utah 1998); Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 474 (N.D. Tex. 2001); In re Xcelera.com Securities Litigation 430 F.3d 503, 514 (1st Cir. 2005); In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 266-267 (D. Mass. 2006).

43. Cammer v. Bloom 711 F. Supp. 1264, 1286 (D.N.J. 1989); In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 266-267 (D. Mass. 2006).

44. Zie over deze factor in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 233-234.

45. Cammer v. Bloom 711 F. Supp. 1264, 1286 (D.N.J. 1989); O'Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479, 501 (W.D.Mich. 1996); Serfaty v. Int'l Automated Systems, 180 F.R.D. 418, 422 (D.Utah 1998); Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 475 (N.D. Tex. 2001); In re Xcelera.com Securities Litigation 430 F.3d 503, 514-515 (1st Cir. 2005); In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 267 (D. Mass. 2006).

46. Ik benadruk dat het van groot van belang is om niet alleen te kijken naar de mate waarin op meer traditionele wijze over het litigieuze aandeel wordt gerapporteerd (waarbij natuurlijk in de eerste plaats kan worden gedacht aan officiële analistenrapporten), maar ook – en misschien wel vooral – naar de mate waarin het aandeel wordt geanalyseerd en daarover wordt gerapporteerd op (serieuze) online-beleggersfora, en/of naar de mate waarin over het aandeel wordt gediscussieerd via de *social media*. Zie over dit aspect onder meer Brooks & Hu 2013.

aandeel handelt.⁴⁷ *Market makers* zijn professionele tussenpersonen die zich opwerpen als tegenpartij voor marktpartijen die willen kopen of verkopen. Hun dienstverlening bestaat primair uit het verschaffen van liquiditeit. Aangezien *market makers* de vraag- en aanbodcondities omtrent het litigieuze aandeel (de zogenoemde ‘order flow’) nauwlettend in de gaten houden, worden zij doorgaans meteen ‘gealarmeerd’ wanneer nieuwe informatie over het aandeel bekend wordt.⁴⁸ Zij zullen hierop meteen hun bied- en laatprijzen aanpassen, waardoor – via de zogenoemde ‘bid-ask spread’ (zie hieronder *sub 7*) – de nieuwe informatie op korte termijn in de beurskoers zal worden verwerkt. In algemene zin geldt dat hoe meer *market makers* in het aandeel actief zijn, hoe sneller (en efficiënter) de markt over nieuw beschikbare informatie zal worden ‘gealarmeerd’, en dus ook hoe sneller de informatie door de koers zal worden geabsorbeerd.⁴⁹ Ook voor arbitrageurs geldt zij dat alle informatie die over het litigieuze aandeel wordt gepubliceerd, nauwlettend in de gaten houden, en dat zodra nieuwe informatie beschikbaar komt, zij hierop meteen zullen gaan handelen.⁵⁰ De beurskoers zal zich hierdoor meteen naar de nieuwe informatie richten, hetgeen bijdraagt aan een grotere mate van marktefficiëntie. Wederom kan in algemene zin worden gesteld dat hoe meer arbitrageurs in het aandeel actief zijn, des te sneller nieuwe informatie in de koers wordt verwerkt.

Overigens is in latere uitspraken het belang van de factor ‘aantal *market makers*’ genuanceerd.⁵¹ In deze uitspraken werd geoordeeld dat louter het *aantal market makers* dat in het litigieuze aandeel actief is, op zichzelf niet indicatief hoeft te zijn voor de mate waarin de desbetreffende markt

47. Zoals uitgelegd in § 2.2.2, zijn arbitrageurs professionele beleggers die door middel van het aan- of verkopen van effecten door hen opgespoorde marktinefficiënties proberen uit te winnen. Zie over (de werkzaamheden van) arbitrageurs onder meer de uitspraken *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 10 (1st Cir. 2005); *In re Xcelera.com Securities Litigation* 430 F.3d 503, 516 (1st Cir. 2005); *In re PolyMedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 273 (D. Mass. 2006).

48. Zie ook Barber, Griffin & Lev 1994, p. 291.

49. *Cammer v. Bloom* 711 F. Supp. 1264, 1286-1287 (D.N.J. 1989); *Serfaty v. Int’l Automated Systems*, 180 F.R.D. 418, 422 (D.Utah 1998); *Krogman v. Sterritt*, 202 F.R.D. 467, 476 (N.D. Tex. 2001); *In re Xcelera.com Securities Litigation* 430 F.3d 503, 515-516 (1st Cir. 2005); *Cheney v. Cyberguard Corporation*, 213 F.R.D. 484, 500 (S.D.Fla. 2003); *In re PolyMedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 267-268 (D. Mass. 2006).

50. *O’Neil v. Appel*, 165 F.R.D. 479, 501-502 (W.D.Mich. 1996); *In re Xcelera.com Securities Litigation* 430 F.3d 503, 516 (1st Cir. 2005); *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 10 (1st Cir. 2005).

51. Zie onder meer de uitspraken *O’Neil v. Appel*, 165 F.R.D. 479, 502 (W.D.Mich. 1996); *Serfaty v. Int’l Automated Systems*, 180 F.R.D. 418, 422 (D.Utah 1998); *Griffin v. GK Intelligent Systems*, 196 F.R.D. 298, 304 (S.D. Tex. 2000); *In re*

HOOFDSTUK 8

efficiënt kan worden geacht. Waar het om gaat, is dat deze *market makers* daadwerkelijk bereid zijn om een substantieel aantal aan- en verkooptransacties aan te gaan tegen de door hen afgegeven bied- en laatprijzen.⁵² Zij moeten met andere woorden daadwerkelijk (bereid zijn om) een bijdrage te leveren aan het vergroten van de liquiditeit van de markt. De factor ‘aantal *market makers*’ mag daarom alleen in de marktefficiëntie-analyse worden betrokken, wanneer aan de laatstgenoemde eis is voldaan.

4. Bevoegdheid van de vennootschap om een *Form S-3 Registration Statement* in te dienen

De vierde factor is de bevoegdheid van de vennootschap om een zogenoemde ‘*Form S-3 Registration Statement*’ te mogen indienen bij de SEC. *Form S-3* is een verkort prospectus waarmee een vennootschap die reeds een beursnotering heeft onder omstandigheden mag volstaan bij een nieuwe uitgifte van effecten.⁵³ De reden dat een daarvoor in aanmerking komende vennootschap met zo’n verkort prospectus mag volstaan, is dat de door haar uitgegeven effecten reeds op een open en ontwikkelde markt (lees: efficiënte markt) worden verhandeld, zodat het niet nodig wordt geacht om bij een nieuwe uitgifte het beleggende publiek van uitgebreide informatie te voorzien.⁵⁴ Om voor de bevoegdheid tot *Form S-3 Registration* in aanmerking te komen, moet aan twee voorwaarden zijn voldaan.⁵⁵ Ten eerste moet de vennootschap een marktkapitalisatie hebben van meer dan 75 miljoen dollar. Daarnaast moet zij over een aaneengesloten periode van ten minste twaalf maanden versla-

Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 268 (D. Mass. 2006); Bennett v. Sprint Nextel Corp., 298 F.R.D. 498, 508-509 (D. Kan. 2014); Unger v. Amedisys Inc., 401 F.3d 316, 324 (5th Cir. 2005); Bell v. Ascendant 422 F.3d 307, 315 (5th Cir. 2005).

52. Zie in dit verband ook de uitspraak Teamsters Local 445 Freight Division Pension Fund v. Bombardier Inc., 546 F.3d 196, 206 (2d Cir. 2008) waarin wordt gerefereerd aan de door de SEC gehanteerde definitie van *market makers*: ‘We begin with the SEC’s definition of a “market maker” as a dealer who, with respect to a particular security, (i) regularly publishes bona fide, competitive bid and offer quotations in a recognized interdealer quotation system; or (ii) furnishes bona fide competitive bid and offer quotations on request; and, (iii) is ready, willing and able to effect transactions in reasonable quantities at his quoted prices with other brokers or dealers.’

53. Zie voor de bevoegdheid tot *Form S-3 Registration* 17 C.F.R § 239.13.

54. Cammer v. Bloom 711 F. Supp. 1264, 1287 (D.N.J. 1989); O’Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479, 502 (W.D.Mich. 1996); Serfaty v. Int’l Automated Systems, 180 F.R.D. 418, 422 (D.Utah 1998); Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 476 (N.D. Tex. 2001); Griffin v. GK Intelligent Systems, 196 F.R.D. 298, 304 (S.D. Tex. 2000); In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 268 (D. Mass. 2006).

55. Zie 17 C.F.R § 239.13.

gen hebben ingediend bij de SEC. De effecten uitgegeven door een vennootschap die aan deze voorwaarden voldoet, zullen naar verwachting op grote schaal worden verhandeld en door een groot publiek actief worden gevolgd, en daarmee is de bevoegdheid tot *Form S-3 Registration* een belangrijke indicator voor het bestaan van een efficiënte markt.

5. *Marktkapitalisatie*

De vijfde factor die van belang is voor de marktefficiëntie, is de marktkapitalisatie van de vennootschap (deze kan worden berekend door het aantal uitstaande aandelen te vermenigvuldigen met de actuele beurskoers). Deze factor is van belang, omdat de marktkapitalisatie een maatstaf vormt voor de mate waarin er voor marktpartijen financiële prikkels ('economic incentives') bestaan om marktinefficiënties in het litigieuze aandeel op te sporen en om deze vervolgens uit te winnen.⁵⁶ Bij een hoge marktkapitalisatie zal de 'pay off' van iedere euro die wordt gespenseerd aan marktonderzoek immers groter zijn dan bij een lage marktkapitalisatie. In het algemeen geldt dat hoe groter de marktkapitalisatie, des te meer zal worden geïnvesteerd in het opsporen van marktinefficiënties, des te meer marktinefficiënties naar verwachting zullen worden gevonden (en vervolgens uitgewonnen), en dus hoe efficiënter de markt. Overigens kan men zich wel afvragen of aan de hiervoor genoemde factor 'bevoegdheid tot *Form S-3 Registration*' naast de factor 'marktkapitalisatie' nog wel zelfstandige betekenis toekomt. De bevoegdheid van een vennootschap om een *Form S-3 Registration Statement* te mogen indienen is immers mede afhankelijk van haar marktkapitalisatie, zodat beide factoren nauw samenhangen.⁵⁷

6. 'Public float' (versus percentage aandelen gehouden door 'insiders')

De volgende relevante factor is het percentage aandelen dat daadwerkelijk vrij verhandelbaar is op de beurs (de 'public float' of 'free float'). Dit percentage moet worden gezien in relatie tot het percentage aandelen dat wordt gehouden door *insiders*. In het algemeen geldt dat hoe groter de *public float*, des te meer er door beleggers zal worden gehandeld op basis van publiek beschikbare informatie, en dus hoe groter (naar verwachting) de (mate van) marktefficiëntie.⁵⁸ Omgekeerd geldt dat hoe hoger het percentage aandelen dat wordt gehouden door *insiders*, des te *minder* zal worden gehandeld op basis van publiek beschikbare informatie, en dus hoe kleiner naar verwachting de (mate van) marktefficiëntie. In dit laatste

56. O'Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479, 503 (W.D.Mich. 1996); Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 478 (N.D. Tex. 2001).

57. Vgl. Cammer v. Bloom 711 F. Supp. 1264, 1287 (D.N.J. 1989).

58. Vgl. Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 478 (N.D. Tex. 2001).

HOOFDSTUK 8

geval zal relatief veel *inside information* aan het beleggende publiek worden onthouden.

7. Breedte van de 'bid-ask spread'

De zevende factor is de breedte van de zogenoemde 'bid-ask spread'.⁵⁹ De *bid-ask spread* is het verschil tussen enerzijds de koers waartegen *market makers* bereid zijn aandelen te kopen (de 'biedkoers') en anderzijds de koers waartegen zij bereid zijn aandelen te verkopen (de 'laatkoers'). De *bid-ask spread* is om twee redenen – die overigens in elkaars verlengde liggen – van belang voor de marktefficiëntie.⁶⁰ In de eerste plaats vormt de *bid-ask spread* een maatstaf voor de mate van informatieasymmetrie in een bepaalde markt. Met informatieasymmetrie bedoel ik dat de informatie die over het desbetreffende aandeel beschikbaar is, niet in gelijke mate over het beleggende publiek is verdeeld, zodat de ene groep beleggers over meer informatie beschikt dan de andere groep. Wanneer informatieasymmetrie in een bepaalde markt toeneemt, betekent dit dat minder informatie omtrent het desbetreffende aandeel publiekelijk (in zin van: voor iedereen) beschikbaar is, waardoor naar verwachting minder informatie in de koers wordt verwerkt. In de tweede plaats is de *bid-ask spread* een maatstaf voor de mate van liquiditeit van het litigieuze aandeel, en daarmee voor de kosten om in het aandeel te handelen.⁶¹ Bij een toenemende *bid-ask spread* is het minder aantrekkelijk om in het aandeel te handelen, waardoor het wederom zo is dat minder informatie in de koers wordt verwerkt. Voor de twee genoemde elementen geldt in algemene zin dat hoe groter de informatieasymmetrie en hoe kleiner de liquiditeit, hoe minder efficiënt de markt naar verwachting zal zijn.

8. Percentage aandelen gehouden door institutionele beleggers

De achtste en laatste operationele factor is het percentage aandelen dat wordt gehouden door institutionele beleggers. Institutionele beleggers zijn doorgaans fanatieke 'newswatchers'.⁶² Daarmee bedoel ik dat zij alle informatie die beschikbaar komt over aandelen die zij in hun portefeuille houden of die zij overwegen daaraan toe te voegen, nauwlettend in de gaten houden.⁶³ De verkregen informatie wordt meestal ook grondig geanalyseerd, en daarmee leveren institutionele beleggers een belangrijke bijdrage aan de marktefficiëntie. In het algemeen geldt dat hoe meer door

59. Zie over de *bid-ask spread* in de financieel-econom(etri)sche literatuur onder meer Campbell, Lo & MacKinlay 1997, p. 99-107.

60. Vgl. Barber, Griffin & Lev 1994, p. 291-292.

61. Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 478 (N.D. Tex. 2001).

62. De term is ontleend aan Hong & Stein 1999.

63. Vgl. Barber, Griffin & Lev 1994, p. 292.

institutionele beleggers in het litigieuze aandeel wordt gehandeld, des te groter (naar verwachting) de marktefficiëntie.^{64, 65} Het percentage aandelen gehouden door institutionele beleggers houdt overigens ook op een meer indirecte wijze nog verband met de marktefficiëntie. Een groter percentage aandelen dat wordt gehouden door institutionele beleggers, betekent doorgaans namelijk een grotere *public float* en een kleiner percentage aandelen dat wordt gehouden door *insiders*.⁶⁶

b. Koersgerelateerde factoren

1. (Snelheid van de) koersreactie naar aanleiding van de publicatie van nieuwe (en onverwachte) informatie

De belangrijkste koersgerelateerde factor voor het beoordelen van marktefficiëntie is het bestaan van een structurele oorzaak-gevolgrelatie ('cause and effect relationship') tussen enerzijds de publicatie van onverwacht bedrijfsspecifiek nieuws en anderzijds een daaruit voortvloeiende (onmiddellijke) reactie van de beurskoers.^{67, 68} Kan een dergelijke structurele relatie worden aangetoond, dan is dat een zwaarwegend argument

64. Vgl. Local 703, I.B. of T. Grocery and Food Employees Welfare Fund v. Regions Financial Corp., 762 F.3d 1248, 1258 (11th Cir. 2014); In re Enron Corp. Sec., Derivative & ERISA Litigation, 529 F. Supp. 2d 644, 750 (S.D.Tex. 2006).

65. Daarnaast zal het in het algemeen zo zijn dat naarmate een groter deel van de *public float* wordt gehouden door institutionele beleggers, er voor *short sellers* meer aandelen beschikbaar zullen zijn om te lenen en deze vervolgens (*short*) te verkopen. Een groter percentage aandelen gehouden door institutionele beleggers werkt daarmee bevorderend voor (de werking van) het arbitrageproces, hetgeen de markefficiëntie eveneens ten goede komt. Zie in dit verband ook Boettrich 2013, p. 16-17 onder verwijzing naar Asquith, Pathak & Ritter 2005, p. 243-276.

66. Zie de hierboven sub 6 besproken operationele factor 'public float'.

67. In de Freddie Mac-uitspraak wordt dit als volgt verwoord: '(...) evidence of a cause-and-effect relationship between unexpected news and market price (...) is (...) the *sine qua non* of efficiency', Freddie Mac Securities Litigation, 281 F.R.D. 174, 182 (S.D.N.Y. 2012). Zie over deze koersgerelateerde factor verder onder meer de volgende uitspraken: Cammer v. Bloom 711 F. Supp. 1264, 1287 (D.N.J. 1989); O'Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479, 502 (W.D.Mich. 1996); Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 477 (N.D. Tex. 2001); In re Lehocky v. Tidel Technologies, Inc., 220 F.R.D. 491, 506-508 (S.D. Tex. 2004); In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp.2d 260, 269-270 (D. Mass. 2006); In re Xcelera.com Securities Litigation 430 F.3d 503, 512-514 (1st Cir. 2005); In re DVI, Inc. Securities Litigation, 639 F.3d 623, 634-635 (3d Cir. 2011); Bell v. Ascendant 422 F.3d 307, 316 (5th Cir. 2005); Unger v. Amedisys Inc., 401 F.3d 316, 325 (5th Cir. 2005).

68. En zie over de vraag hoe de operationele factoren zich verhouden tot deze koersgerelateerde factor bij het beantwoorden van de vraag of aan het vereiste van marktefficiëntie is voldaan, onder meer de uitspraken Waggoner v. Barclays PLC, 875 F.3d 79, 97-99 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is

HOOFDSTUK 8

om aan te nemen dat inderdaad sprake is van een efficiënte markt.⁶⁹ Het snel reageren van de beurskoers op nieuwe (en onverwachte) informatie, is immers de essentie van de efficiënte markthypothese.⁷⁰ Het bestaan van een oorzaak-gevolgrelatie tussen nieuws en koersreactie is overigens niet het enige kenmerk waarmee een efficiënte markt kan worden gekarakteriseerd.⁷¹ De keerzijde van dit kenmerk is dat in principe *geen* (abnormaal) rendement wordt gemeten als *geen* sprake is van nieuws.⁷² Worden op een bepaalde markt dus zowel op nieuwsdagen als op dagen waarop *geen* nieuws wordt gepubliceerd abnormale rendementen gemeten, dan moet ernstig aan de efficiëntie van deze markt worden getwijfeld.

Ik benadruk dat bij het antwoord op de vraag of sprake is van de hier bedoelde *structurele* oorzaak-gevolgrelatie, niet louter mag worden gekeken naar de koersreactie die wordt gemeten naar aanleiding van de mededeling die de eerdere misleiding corrigeert. Zo is het enerzijds goed mogelijk dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld *wel* efficiënt is, maar dat – desondanks – op het moment van de corrigerende mededeling toch geen koersreactie wordt gemeten.⁷³ Voor mogelijke verklaringen van dit fenomeen verwijs ik naar mijn commentaar op de benadering van de Third Circuit van het *materiality*-vereiste.⁷⁴ En zo is het anderzijds ook goed mogelijk dat de desbetreffende markt *niet* efficiënt is, maar dat – desondanks – op het moment van de corrigerende mededeling toch ‘gewoon’ een koersreactie wordt geme-

afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); In re Petrobras Securities Litigation, 862 F.3d 250, 276-279 (2d Cir. 2017); Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC, 310 F.R.D. 69, 82-86 (S.D.N.Y. 2015); Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc., 312 F.R.D. 511, 520-522 (D. Minn. 2015).

69. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 235.

70. Aldus Cammer v. Bloom 711 F. Supp. 1264, 1287 (D.N.J. 1989); In re Xcelera.com Securities Litigation 430 F.3d 503, 512-514 (1st Cir. 2005); Teamsters Local 445 Freight Division Pension Fund v. Bombardier Inc., 546 F.3d 196, 207 (2d Cir. 2008).

71. Vgl. Krogman v. Sterritt, 202 F.R.D. 467, 477 (N.D. Tex. 2001).

72. Met ‘abnormaal rendement’ wordt hier bedoeld het geobserveerde rendement gecorrigeerd voor het effect van markt- en/of sectorspecifieke factoren.

73. Dit lijkt door de Third Circuit enigszins te worden veronachtzaamd, aangezien dit *circuit* in het kader van *materiality* eist dat naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding een (significante) koersreactie wordt gemeten (zie hierover § 3.5.3.1). Verder lijkt de Second Circuit in het kader van (het bewijs van) markt-efficiëntie te eisen dat komt vast te staan dat naar aanleiding van de corrigerende mededeling een (significante) koersreactie wordt gemeten, zie de uitspraak Teamsters Local 445 Freight Division Pension Fund v. Bombardier Inc., 546 F.3d 196, 210 (2d Cir. 2008).

74. Zie § 3.5.3.1.

ten.⁷⁵ Ook op een relatief inefficiënte markt is het immers goed denkbaar dat de koers binnen kort tijdbestek zal reageren op berichtgeving over mogelijke fraude. Of al dan niet sprake is van een koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling, is daarom niet meer dan slechts een gezichtspunt bij het antwoord op de vraag of is voldaan aan het vereiste van een structurele oorzaak-gevolgrelatie tussen de publicatie van nieuws en een daaruit (onmiddellijk) voortvloeiende koersreactie. In § 8.3.2.3 *sub b* bespreek ik een methodologie waarmee kan worden getoetst of aan dit vereiste is voldaan.

2. *Statistische kenmerken op basis van tijdreeksanalyse*

Een andere belangrijke koersgerelateerde factor is het antwoord op de vraag of in de tijdreeks⁷⁶ van aandelenkoersen en/of aandelenrendementen bepaalde statistische patronen zijn te ontdekken. Een voor de hand liggende test om in dit verband uit te voeren is de zogenoemde ‘autocorrelatietest’ (ook wel genoemd ‘seriële correlatietest’).⁷⁷ Aan de hand van deze test kan worden getoetst – het woord zegt het eigenlijk al – of de tijdreeks van dagelijkse aandelenrendementen zogenoemde ‘autocorrelatie’ bevat. Autocorrelatie (of seriële correlatie) is een maatstaf voor de (statistische) relatie tussen het aandelenrendement op tijdstip *t* en het rendement op datzelfde aandeel op tijdstip *t-i*, waarbij *t-i* staat voor een bepaald tijdstip in het verleden, en *i* refereert aan de orde van de correlatie die wordt onderzocht. Er is sprake van zogenoemde ‘eerste orde autocorrelatie’ als er een statistisch significant verband bestaat tussen het aandelenrendement van gisteren en het aandelenrendement van vandaag. Men zou dit ook aldus kunnen zien dat de aandelenkoers van gisteren voorspellende waarde heeft voor de aandelenkoers van vandaag. Op een efficiënte markt zou de tijdreeks van aandelenrendementen in principe geen enkele autocorrelatie mogen bevatten.⁷⁸ Op een efficiënte markt wordt nieuwe informatie immers zodanig snel in de koers

75. Zie in dit verband *Gariety v. Grant Thornton*, 368 F.3d 356, 368 (4th Cir. 2004); *Bell v. Ascendant* 422 F.3d 307, 316 (5th Cir. 2005).

76. Een tijdreeks is niets anders dan een serie data die volgens het verloop van de tijd zijn geordend. Tijdreeksanalyse is het via statistische methoden analyseren van tijdreeksdata om te kijken of de desbetreffende tijdreeks bepaalde statistische kenmerken bevat.

77. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *In re Lehocky v. Tidel Technologies, Inc.*, 220 F.R.D. 491, 506-507 (S.D. Tex. 2004); *In re Polymedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 276-277 (D. Mass. 2006); *In re REMEC Inc. Securities Litigation*, 702 F. Supp. 2d 1202, 1274-1275 (S.D. Cal. 2010); *Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC*, 310 F.R.D. 69, 93 (S.D.N.Y. 2015). Zie hierover ook Hartzmark, Schipani & Seyhun 2011, p. 666.

78. Zie echter kritisch over de rechtspraak waarin een autocorrelatietest wordt uitgevoerd om te testen of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld al

HOOFDSTUK 8

verwerkt, dat de koers van vandaag geen enkele voorspellende waarde heeft voor de koers van morgen (of voor de koers van overmorgen, etc.).⁷⁹ De koers op een efficiënte markt volgt met andere woorden een ‘random walk’.

Een andere test die in het kader van de tijdreeksanalyse van aandelenrendementen in de praktijk nogal eens wordt uitgevoerd, is de zogenoemde ‘variance of returns test’. Aan de hand van deze test kan worden onderzocht of de tijdreeks van *varianties* van (abnormale) aandelenrendementen – bekeken over het tijdvak van de misleiding – bepaalde statistische kenmerken bevat.⁸⁰ Worden dergelijke kenmerken inderdaad gevonden, dan is dat op zichzelf een indicatie voor marktinefficiëntie.⁸¹ Op een efficiënte markt zou historische koersinformatie in principe immers geen enkele voorspellende waarde mogen hebben voor de variantie van het aandelenrendement van vandaag.

8.3.2.3 *Verfijningluitwerking van het Cammer- en Krogman-raamwerk in de literatuur*

Zowel in de financieel-economische als in de juridische literatuur is aan het Cammer- en Krogman-raamwerk de nodige aandacht besteed. In deze paragraaf bespreek ik een voorstel dat in de literatuur is gedaan om het raamwerk van operationele factoren te verfijnen (*sub a*), en tevens bespreek ik een methode om te toetsen of is voldaan aan de eerste koersgerelateerde factor, het bestaan van een structurele oorzaakgevolgrelatie tussen de publicatie van nieuws en een daaruit (onmiddellijk) voortvloeiende koersreactie (*sub b*).

a. Verfijning raamwerk van operationele factoren

In de literatuur is door verschillende auteurs betoogd dat aan het raamwerk van operationele factoren nog een factor moet worden toegevoegd.⁸² De factor waar deze auteurs op doelen is het geldbedrag dat het aantal aandelen dat wekelijks wordt verhandeld, vertegenwoordigt, met andere woorden de omzet van het wekelijkse handelsvolume (‘dollar

dan niet efficiënt is Hu & Marcus 2012; Isaacson 2015, p. 965-966. Zie in dit verband ook de kritiek in de empirische studie van Bhattacharya & O’Brien 2015, p.667. En zie voor kritiek op Hu & Marcus 2012 het betoog van Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 198-199, voetnoot 77.

79. Zie in dit verband ook reeds § 2.2.3.

80. De variantie is een statistische grootheid die de spreiding van een variabele rond zijn gemiddelde meet.

81. Vgl. Barber, Griffin & Lev 1994, p. 291-292 en Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 118.

82. Aldus Bernard, Botosan & Philips 1994, p. 794; Barber, Griffin & Lev 1994, p. 291 en Bhushan 1994, p. 46-50 en p. 62-63.

trading volume’). Volgens deze auteurs heeft deze factor voor (het beoordelen van) de marktefficiëntie zelfstandige betekenis naast de bestaande Cammer- en Krogman-factor die betrekking heeft op het handelsvolume, het *percentage* aandelen dat wekelijks wordt verhandeld (‘percentage trading volume’). De gedachte is dat er voor (professionele) marktpartijen alleen maar sprake kan zijn van financiële prikkels om bestaande marktinefficiënties op te sporen (en deze vervolgens uit te winnen), wanneer het aantal aandelen dat wekelijks wordt verhandeld ook daadwerkelijk een groot geldbedrag vertegenwoordigt.⁸³ Deze financiële prikkels bestaan niet of in mindere mate wanneer het wekelijkse handelsvolume slechts een gering geldbedrag omvat.

Analytisch gezien kan deze gedachte als volgt worden toegelicht. Voor de factor *percentage trading volume* geldt dat – grofweg – twee scenario’s kunnen worden onderscheiden. Deze factor kan ofwel een (relatief) kleine waarde aannemen, ofwel een (relatief) grote waarde. Ook voor de beurskoers van het litigieuze aandeel geldt dat – grofweg – twee scenario’s kunnen worden onderscheiden. De beurskoers kan ofwel (relatief) hoog zijn, ofwel (relatief) laag zijn. Worden voor beide variabelen de twee scenario’s vervolgens met elkaar gecombineerd, dan levert dat in totaal (twee maal twee is) vier mogelijke situaties op.⁸⁴

- i. In de eerste plaats kan sprake zijn van een laag *percentage trading volume* en een hoge beurskoers. In dat geval zal een middelgroot *dollar trading volume* worden gemeten.
- ii. In de tweede plaats kan sprake zijn van een laag *percentage trading volume* en een lage beurskoers. In dat geval zal een klein *dollar trading volume* worden gemeten.
- iii. In de derde plaats kan sprake zijn van een hoog *percentage trading volume* en een hoge beurskoers. In dat geval zal een groot *dollar trading volume* worden gemeten.
- iv. Tot slot kan sprake zijn van een hoog *percentage trading volume* en een lage beurskoers. In dat geval zal wederom een middelgroot *dollar trading volume* worden gemeten.

Voor de bovengenoemde vier situaties kan over de (mate van) marktefficiëntie het volgende worden gezegd.

Ad i. In de eerste situatie zullen er vanwege de hoge beurskoers voor arbitrageurs op zichzelf wel enige financiële prikkels bestaan om

83. Zie Bernard, Botosan & Philips 1994, p. 794 en p. 796-797 en Barber, Griffin & Lev 1994, p. 291. Zie in dit verband ook Erenburg, Smith & Smith 2011, p. 283.

84. Ten behoeve van de analyse wordt hier – *ceteris paribus* – uitgegaan van een vast aantal uitstaande aandelen.

HOOFDSTUK 8

marktinefficiënties op te sporen. Vanwege het lage *percentage trading volume* zal het echter relatief lastig zijn om eventueel opgespoorde marktinefficiënties uit te winnen. De arbitrageur zal immers langer de tijd moeten nemen om een opgebouwde informatievoorsprong te kunnen verzilveren. Heeft de arbitrageur dit geduld niet, en probeert hij op korte termijn zijn informatiepositie uit te winnen, dan zal de prijs als gevolg van zijn transacties meteen (in voor hem ongunstige zin) gaan bewegen, waardoor hij niet meer (volledig) van zijn informatievoorsprong kan profiteren. Dat het bij een laag *percentage trading volume* relatief lastig is om opgespoorde marktinefficiënties uit te winnen, heeft op zichzelf weer tot gevolg dat arbitrageurs in hun onderzoeksinspanningen worden ontmoedigd. Dit laatste heeft een negatieve invloed op de marktefficiëntie, en daarom zal in de situatie van een laag *percentage trading volume* en een hoge beurskoers (naar verwachting) sprake zijn van een relatief *inefficiënte* markt.

Ad ii. In de tweede situatie zullen er vanwege de lage beurskoers en het lage *percentage trading volume* in het geheel geen financiële prikkels bestaan om marktinefficiënties op te sporen. In deze situatie zal de markt (naar verwachting) dus zeer *inefficiënt* zijn.

Ad iii. In de derde situatie is er vanwege de hoge beurskoers ten eerste sprake van aanzienlijke financiële prikkels om marktinefficiënties op te sporen, en daarnaast hebben arbitrageurs vanwege het hoge *percentage trading volume* daadwerkelijk de mogelijkheid om een eventueel verkregen informatievoorsprong te verzilveren. In deze situatie zal dus (naar verwachting) sprake zijn van een relatief efficiënte markt.

Ad iv. In de vierde situatie hebben arbitrageurs vanwege het hoge *percentage trading volume* op zichzelf wel de mogelijkheid om een eventueel opgebouwde informatievoorsprong uit te winnen, maar vanwege de lage beurskoers zullen ze slechts in beperkte mate voor hun onderzoeksinspanningen worden beloond. Dit laatste zorgt ervoor dat arbitrageurs slechts in beperkte mate worden geprikkeld om op zoek te gaan naar marktinefficiënties, hetgeen een belemmering vormt voor de marktefficiëntie. In de situatie van een hoog *percentage trading volume* en een lage beurskoers zal daarom sprake zijn van een relatief *inefficiënte* markt.

Uit de bovenstaande analyse volgt dat alleen in de situatie waarin sprake is zowel van een hoog *percentage trading volume* als een hoge beurskoers

(dus alleen wanneer een hoog wekelijks handelsvolume tevens een hoog geldbedrag vertegenwoordigt), de markt naar verwachting efficiënt zal zijn. Dit laatste illustreert dat de factor *dollar trading volume* zelfstandige betekenis heeft naast de (huidige Cammer- en Krogman-)factor *percentage trading volume*.⁸⁵

Zou het hier besproken voorstel uit de literatuur in de praktijk worden overgenomen, en de factor *dollar trading volume* inderdaad aan het bestaande Cammer- en Krogman-raamwerk worden toegevoegd, dan zou dat als consequentie hebben dat de factoren *marktkapitalisatie* en *public float* hun rol als relevante indicator voor (het voorspellen van) de marktefficiëntie verliezen. De laatstgenoemde factoren hebben voor het beoordelen c.q. voorspellen van de marktefficiëntie immers geen toegevoegde waarde naast de beide handelsvolume-factoren. Voor de factor *marktkapitalisatie* is dit zo, omdat de financiële prikkels waarvan bij aandelen met een hoge marktkapitalisatie in potentie sprake is, alleen maar daadwerkelijk kunnen worden verzilverd, wanneer deze hoge marktkapitalisatie in de praktijk gepaard gaat met een hoog *dollar trading volume*.⁸⁶ Is weliswaar sprake van een hoge marktkapitalisatie, maar gaat deze gepaard met een (relatief) klein *dollar trading volume*, dan zal slechts in beperkte mate kunnen worden geprofiteerd van opgespoorde marktinefficiënties, en zal dus slechts in beperkte mate sprake zijn van financiële prikkels. Men zou het voorgaande ook aldus kunnen zien, dat de factor *dollar trading volume* een nauwkeurigere voorspeller (ook wel genoemd ‘proxie’) is voor de marktefficiëntie dan de factor *marktkapitalisatie*. Voor de factor *public float* kan een vergelijkbare redenering worden gevolgd. Ook voor deze factor geldt dat de financiële prikkels die potentieel in aandelen met een grote *public float* liggen besloten, alleen maar daadwerkelijk kunnen worden verzilverd, wanneer deze grote *public float* in de praktijk gepaard gaat met een hoog *percentage trading volume* en een hoog *dollar trading volume*.

De stelling dat de beide handelsvolume-factoren een belangrijke rol spelen bij het beoordelen van de marktefficiëntie, is empirisch onderzocht in een studie van Bernard, Botosan en Philips uit 1994.⁸⁷ In deze studie bekeken de auteurs een steekproef van aandelen bestaande zowel uit aandelen waarvan (ex ante) bekend was dat deze werden verhandeld op een efficiënte markt (de ‘efficiënte aandelen’), als uit aandelen waarvan

85. Vgl. in dit verband Erenburg, Smith & Smith 2011, p. 283.

86. Vgl. Bernard, Botosan & Philips 1994, p. 797.

87. Bernard, Botosan & Philips 1994. Zie voor vergelijkbare studies Barber, Griffin & Lev 1994 en Bhushan 1994. Zie kritisch over deze studies Brav & Heaton 2003, p. 536.

HOOFDSTUK 8

(ex ante) bekend was dat deze werden verhandeld op een inefficiënte markt (de ‘inefficiënte aandelen’). Het doel van deze studie was om voor de aandelen uit de steekproef te bepalen wat de zogenoemde ‘main efficiency drivers’ waren. Met ‘main efficiency drivers’ worden die factoren bedoeld die het meeste gewicht in de schaal leggen bij het antwoord op de vraag of de markt voor een bepaald aandeel al dan niet efficiënt is. Het bepalen van de ‘main efficiency drivers’ kwam er kort gezegd op neer dat voor alle aandelen uit de steekproef de factoren *firm size* (gemeten in termen van marktkapitalisatie), *institutional holding*, *analyst following*, *percentage trading volume* en *dollar trading volume* in samenhang werden bekeken, en dat vervolgens werd getoetst welke combinatie van factoren het beste in staat was om de efficiënte aandelen van de inefficiënte aandelen te onderscheiden.⁸⁸ De uitkomst was dat alleen de beide handelsvolume-factoren gezamenlijk statistisch significant waren, en dat de factoren *firm size*, *institutional holding* en *analyst following* (in samenhang gezien met de beide handelsvolume-factoren) niet statistisch significant waren.⁸⁹ Vrij vertaald betekent deze uitkomst dat – statistisch gezien – de beide handelsvolume-factoren op zichzelf voldoende voorspellingswaarde hebben om voor een bepaald aandeel vast te stellen of dit al dan niet op een efficiënte markt wordt verhandeld.⁹⁰ De factoren *firm size*, *institutional holding* en *analyst following* voegen hier qua voorspellingswaarde op zichzelf niets aan toe.

b. Het toetsen van (het bestaan van) een structurele oorzaak-gevolgrelatie tussen nieuws en koersreactie

In de praktijk blijkt de nodige onduidelijkheid te bestaan over hoe kan worden vastgesteld of aan het vereiste van een structurele oorzaak-gevolgrelatie tussen de publicatie van onverwacht nieuws en een daaruit (onmiddellijk) voortvloeiende koersreactie is voldaan. Deze onduidelijkheid blijkt onder meer uit het feit dat men in de lagere rechtspraak verschillende methoden tegenkomt waarmee beleggers proberen te bewijzen dat een dergelijke relatie inderdaad bestaat. Vooralsnog lijkt niet echt sprake te zijn van een uniforme methodologie. Een voor de hand liggende – doch zeer onbetrouwbare (zie hierna) – methode die nog wel

88. De methodologie die hiervoor werd gebruikt was (statistische) regressie-analyse, zie Bernard, Botosan & Philips 1994, p. 806-809.

89. Zie Bernard, Botosan & Philips 1994, p. 796-798.

90. In een enigszins vergelijkbare studie vinden Barber, Griffin en Lev dat de factoren *dollar trading volume* en *analyst following* op zichzelf voldoende voorspellingswaarde hebben om efficiënte van inefficiënte aandelen te kunnen onderscheiden, zie Barber, Griffin & Lev 1994, p. 305-309. In een eveneens vergelijkbare studie vindt Bhushan dat de factoren *dollar trading volume* en *share price* op zichzelf voldoende voorspellende kracht hebben om tussen efficiënte en inefficiënte aandelen te kunnen ‘discrimineren’, zie Bhushan 1994, p. 55-63.

eens wordt gebruikt, is dat een aantal dagen uit de *class period* wordt geselecteerd waarop sprake was nieuws, en dat voor deze dagen wordt aangetoond dat in reactie op het nieuws een (statistisch) significante koersreactie plaatsvond.⁹¹ Een andere – doch eveneens onbetrouwbare (zie hierna) – methode die men nogal eens tegenkomt, is dat alle dagen uit de *class period* worden geselecteerd waarop sprake was van nieuws, en dat voor deze dagen wordt gekeken op welk deel van het aantal dagen (uitgedrukt in een percentage) tevens sprake was van een significante koersreactie.⁹² Is dit percentage groter dan een vooraf vastgestelde ondergrens (zeg bijvoorbeeld 25%), dan wordt ervan uitgegaan dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld, efficiënt is.⁹³ Een variant van de laatstgenoemde methode die ook nog wel eens wordt gebruikt, is dat de selectie van de nieuwsdagen en van de dagen met een significante koersreactie in omgekeerde volgorde plaatsvindt.⁹⁴ In dat

-
91. Zie bijvoorbeeld de insteek van de eisende beleggers (of de door hen geraadpleegde deskundige) in de zaken *In re Accredo Health, Inc. Securities Litigation*, 2006 WL 1716910, at *7 (W.D. Tenn. April 19, 2006); *In re Polymedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 269 (D. Mass. 2006); *In re Scientific-Atlanta, Inc. Securities Litigation*, 571 F. Supp. 2d 1315, 1340 (N.D. Ga. 2007); *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 178-179 (S.D.N.Y. 2010); *In re Healthsouth Corporation Securities Litigation*, 257 F.R.D. 260, 281-282 (N.D. Ala. 2009); *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 619 (C.D. Cal. 2009); *Dean v. China Agritech*, 2012 WL 1835708, at *7 (C.D. Cal. May 3, 2012); *In re Winstar Communications Securities Litigation*, 290 F.R.D. 437, 448-449 (S.D.N.Y. 2013); *Willis v. Big Lots, Inc.*, 2017 WL 1063479, at *14 (S.D. Ohio Mar.17, 2017); *Bing Li v. Aeterna Zentaris, Inc.*, 324 F.R.D. 331, 344 (D.N.J. 2018).
92. Zie bijvoorbeeld toets 4(a) van de door de eisende beleggers geraadpleegde deskundige in de zaak *George v. China Automative Systems, Inc.*, 2013 WL 3357170, at *11-12 (S.D.N.Y. July 3, 2013), en de analyse van de door de beleggers geraadpleegde deskundige in de zaak *IBEW Local 90 Pension Fund v. Deutsche Bank AG*, 2013 WL 5815472, at *6 (S.D.N.Y. Oct. 29, 2013). Zie ook de methode van de gedaagde in de zaak *In re Lehocky v. Tidel Technologies, Inc.*, 220 F.R.D. 491, 507 (S.D. Tex. 2004), en zie daarnaast de uitspraken *In re Xcelera.com Securities Litigation* 430 F.3d 503, 513-514 (1st Cir. 2005) en *Smilovits v. First Solar, Inc.* 295 F.R.D. 423, 435-437 (D. Ariz. 2013).
93. Ik wijs erop dat Brav & Heaton kritisch zijn over de gedachte om de marktefficiëntie af te meten aan het aantal nieuwsdagen waarop sprake is van een statistisch significante koersreactie, zie Brav & Heaton 2015, p. 602-603. Hun kritiek komt er in de kern op neer dat het zeer wel mogelijk is dat de publicatie van nieuws resulteert in een *directe* koersreactie (en de markt dus in zoverre efficiënt is), zonder dat die koersreactie tevens statistisch significant is. Een eenvoudige verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de koersreactie kennelijk niet groot genoeg is – en het desbetreffende nieuws kennelijk niet belangrijk genoeg is – om eruit te springen als statistisch significant. Dit laatste doet echter niets af aan (de mate van) de marktefficiëntie. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick, p. 611.
94. Zie bijvoorbeeld de uitspraak *In re DVI, Inc. Securities Litigation*, 639 F.3d 623, 634-635 (3d Cir. 2011).

HOOFDSTUK 8

geval wordt dus eerst voor alle dagen uit de *class period* vastgesteld op welke dagen sprake was van een significante koersreactie, en vervolgens wordt voor deze dagen bepaald op welk deel van het aantal dagen tevens sprake was van nieuws.

Hoewel de bovengenoemde methoden op het eerste gezicht wellicht logisch en aantrekkelijk lijken om het bewijs van (het bestaan van) een structurele oorzaak-gevolgrelatie tussen nieuws en koersreactie mee te leveren, zijn zij zowel vanuit economisch als methodologisch oogpunt onbetrouwbaar (en derhalve onverantwoord).⁹⁵ De eerstgenoemde methode is onbetrouwbaar, omdat met de enkele vaststelling dat het litigieuze aandeel op een aantal (bewust?) geselecteerde nieuwsdagen een significante koersreactie vertoonde, nog niets is gezegd over de koersreactie van het aandeel op andere (niet geselecteerde) nieuwsdagen.⁹⁶ Goed denkbaar is dat de aandelenkoers op deze andere dagen in het geheel niet op het nieuws reageerde. Aan deze methode kleeft daarom het bezwaar, dat de beleggers zorgvuldig een aantal nieuwsdagen selecteren waarop (toevalligerwijs?) sprake was van een significante koersreactie, en zij de nieuwsdagen waarop *geen* sprake was van een (significante) koersreactie bewust buiten beschouwing laten.⁹⁷ De methode is daarmee nogal gevoelig voor manipulatie, en derhalve dient zij niet te worden geaccepteerd.

Ook de hierboven genoemde tweede methode is onbetrouwbaar. Als namelijk is vastgesteld dat het aandeel op een groot deel van het aantal nieuwsdagen een significante koersreactie vertoonde, is daarmee nog niets gezegd over de koersreactie op de dagen dat geen nieuws werd gepubliceerd.⁹⁸ Goed denkbaar is dat het aandeel op een groot deel van de laatstgenoemde dagen eveneens een significante koersreactie vertoonde.⁹⁹ Is dit laatste inderdaad het geval, dan moet de desbetreffende markt als *inefficiënt* worden aangemerkt. Het basisprincipe van een efficiënte markt is immers dat naar verwachting een abnormaal rendement wordt gemeten

95. Zie hierover Tabak 2010, p. 2-4; Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 179-181.

96. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 269-270 (D. Mass. 2006).

97. Vgl. Tabak 2010, p. 2. Vgl. ook Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 179-180.

98. De door de belegger geraadpleegde deskundige in de Freddie Mac-zaak ging op dit punt in eerste instantie de mist in, maar probeerde later in de procedure deze fout te herstellen, zie Freddie Mac Securities Litigation, 281 F.R.D. 174, 179-180 (S.D.N.Y. 2012).

99. Zie hierover Tabak 2010, p. 2-4. Een ander punt van kritiek ten aanzien van de hierboven genoemde tweede methode is, dat op voorhand niet een bepaalde ondergrens is vast te stellen waarboven het aantal nieuwsdagen (uitgedrukt in een percentage) moet liggen waarop tevens sprake is van een statistisch significante koersreactie. Zie over dit kritiekpunt uitgebreid de empirische studie Tabak 2016, p. 5-14.

op dagen waarop nieuws wordt gepubliceerd, en dat naar verwachting geen abnormaal rendement wordt gemeten op dagen waarop geen nieuws wordt gepubliceerd.¹⁰⁰

Wat dus nodig is om te kunnen vaststellen of er een structurele oorzaak-gevolgrelatie bestaat tussen nieuws en koersreactie, is een vergelijkende methodologie waarmee kan worden getoetst of sprake is van een (statistisch) significant verschil in koersreactie tussen enerzijds de dagen waarop nieuws werd gepubliceerd, en anderzijds de dagen waarop *geen* nieuws werd gepubliceerd.¹⁰¹ Voor een dergelijke toets is in de literatuur een voorstel gedaan door Ferrillo, Dunbar en Tabak.¹⁰² (De procedure voor) deze toets ziet er in het kort als volgt uit:

Stap 1: Eerst moet uit de *class period* een representatieve steekproef van aandelenrendementen worden samengesteld.¹⁰³ Dit doet men door uit de *class period* een aantal dagen met bijbehorende rendementen te selecteren.¹⁰⁴ Wanneer op een of meer van de geselecteerde dagen sprake was van een corrigerende mededeling, en/of wanneer op een of meer van deze dagen de misleiding anderszins bekend werd, moeten deze dagen uit de steekproef worden verwijderd.¹⁰⁵ Eventueel kan men ervoor kiezen om ter vervanging van deze dagen een aantal nieuwe dagen uit de *class period* te selecteren. Is de *class period* niet lang genoeg om daaruit een representatieve steekproef te

100. Met 'abnormaal rendement' wordt hier bedoeld het geobserveerde rendement gecorrigeerd voor het effect van markt- en/of sectorspecifieke factoren.

101. Zie in dit verband ook Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 179-181; Fisher 2005, p. 976-977.

102. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 119-122. De door deze auteurs voorgestelde toets heeft inmiddels ook in de rechtspraak haar intrede gedaan. Relatief recente voorbeelden van uitspraken waarin de toets expliciet door de rechter werd aanvaard, zijn *In re Petrobras Securities Litigation*, 312 F.R.D. 354, 369-370 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)); *Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc.*, 312 F.R.D. 511, 521 (D. Minn. 2015) en *McIntire v. China Mediaexpress Holdings, Inc.*, 38 F. Supp. 3d 415, 429-430 en 433 (S.D.N.Y. 2014). Zie over deze ontwikkeling in de rechtspraak ook Tabak 2016, p. 2-5.

103. Wanneer de *class period* een relatief korte periode beslaat, doet men er verstandig aan om de gehele *class period* als steekproef te nemen. In dat geval omvat de gekozen steekproef dus alle dagen uit de *class period*.

104. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 619 (C.D. Cal. 2009); *In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation*, 295 F.R.D. 240, 248-250 (N.D. Cal. 2013).

105. Deze dagen moeten uit de steekproef worden verwijderd, omdat het meestal zo is dat een corrigerende mededeling zowel op een efficiënte als op een inefficiënte markt gepaard gaat met een significante (negatieve) koersreactie. Ex ante weet men dus eigenlijk al dat op deze dagen een significante koersreactie wordt gemeten. Zouden deze dagen dus niet uit de steekproef worden verwijderd, dan zou dat de (uitkomst van de) analyse vertroebelen. Zie in dit verband ook Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 179-180.

HOOFDSTUK 8

kunnen samenstellen, dan moet de periode waaruit dagen voor de steekproef kunnen worden geselecteerd, worden uitgebreid. Dit kan men doen door de selectieperiode uit te breiden met de periode gelegen vlak vóór de *class period*, en/of de periode gelegen vlak na de *class period*. Overigens is hiervoor wel vereist dat de twee laatstgenoemde periodes qua beleggerssentiment, nieuwsintensiteit en volatiliteit¹⁰⁶ van de aandelenkoers enigszins overeenkomen met de *class period*.

Stap 2. De dagen uit de steekproef moeten vervolgens worden onderverdeeld in enerzijds dagen waarop (relevant) nieuws werd gepubliceerd (zogenoemde ‘news days’) en anderzijds dagen waarop geen (relevant) nieuws werd gepubliceerd (zogenoemde ‘non-news days’).¹⁰⁷ Bij het maken van deze onderverdeling is het uiteraard van groot belang dat een consistente procedure wordt gevolgd voor de wijze waarop in persberichten of anderzootige publicaties naar nieuws wordt gezocht. Ook is het van belang dat objectieve criteria worden gehanteerd bij het beantwoorden van de vraag of een bepaald persbericht al dan niet als ‘nieuws’ kan worden gekwalificeerd.^{108, 109}

Stap 3. Daarna moet voor elke dag uit de steekproef worden vastgesteld of op de desbetreffende dag sprake was van een statistisch significant aandelenrendement. De geëigende procedure om dit vast te stellen, is door voor elke dag uit de steekproef een zogenoemde ‘event study’ uit te voeren.¹¹⁰ Een *event study* houdt kort gezegd in dat eerst met behulp van regressieanalyse over een bepaalde controleperiode (de ‘estimation period’) een (historische) relatie wordt geschat tussen enerzijds het dagelijkse rendement op het litigieuze aandeel en anderzijds het dagelijkse rendement op een bepaalde

106. De volatiliteit van het aandelenrendement (of van de aandelenkoers) is – evenals de eerdergenoemde variantie – een maatstaf voor de (mate van) spreiding van het aandelenrendement rond het gemiddelde rendement. Men zou ook kunnen zeggen een maatstaf voor de beweeglijkheid van de aandelenkoers. Ik wijs erop dat hoewel de termen ‘volatiliteit van het *aandelenrendement*’ en ‘volatiliteit van de *aandelenkoers*’ in de praktijk door elkaar worden gebruikt, met beide termen hetzelfde wordt bedoeld.

107. Zie in dit verband echter kritisch over Ferrillo, Dunbar & Tabak de analyse van Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 180.

108. In de uitspraak *Dean v. China Agritech*, 2012 WL 1835708, at *3 (C.D. Cal. May 3, 2012) lijkt de District Court echter te oordelen dat voor het selecteren van *event days* ook subjectieve criteria mogen worden gehanteerd.

109. Ook moet men erop letten dat een nieuwsbericht waarin over een bepaalde koersbeweging werd gerapporteerd en/of waarin een bepaalde koersbeweging werd geanalyseerd, niet wordt aangemerkt als ‘nieuws’ in de hier bedoelde zin. In de uitspraak *Hayes v. MagnaChip Semiconductor Corp.*, 2016 WL 7406418, at *6 (N.D. Cal. Dec. 22, 2016) lijkt de rechter dit te veronachtzamen. Zie over deze kwestie ook Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 120.

110. Zie over de *event study* uitgebreid § 8.4.2.

HET BEWIJS VAN *RELIANCE*, *LOSS CAUSATION* EN *DAMAGES*

benchmark. Vervolgens wordt aan de hand van de aldus geschatte (historische) relatie voor de onderzochte handelsdag het (dagelijkse) rendement voorspeld. Deze voorspelling wordt verkregen door de geschatte relatie te combineren met (of wellicht beter gezegd: toe te passen op) het in werkelijkheid over de onderzochte handelsdag op de benchmark gemeten rendement. Daarna wordt dit voorspelde rendement vergeleken met het in werkelijkheid over de onderzochte handelsdag gemeten rendement, en wordt getoetst of het verschil (het ‘abnormale rendement’) statistisch significant is.

Stap 4: Tot slot wordt het percentage van het aantal *news days* waarop sprake was van een (statistisch) significante koersreactie vergeleken met het aantal *non-news days* waarop sprake was van een significante koersreactie, en wordt wederom getoetst of het verschil statistisch significant is.¹¹¹ Als bijvoorbeeld op 20% van het aantal *news days* een significante koersreactie werd gemeten en op 10% van het aantal *non-news days*, moet worden gekeken of het verschil tussen 20% en 10% statistisch significant is. Is dat inderdaad het geval, dan moet de nulhypothese dat de beurskoers – gemiddeld genomen – *niet* reageert op informatie, worden verworpen. Is dat niet het geval, dan kan deze nulhypothese niet worden verworpen.

Analytisch kan de hier beschreven toets als volgt worden uitgedrukt.¹¹² Stel dat w staat voor het aantal dagen waarop *geen* sprake was van nieuws, en waarop tevens *geen* (statistisch) significant rendement werd gemeten, dat x staat voor het aantal dagen waarop *geen* sprake was van nieuws, maar waarop *wel* een significant rendement werd gemeten, dat y staat voor het aantal dagen waarop *wel* sprake was van nieuws, maar waarop *geen* significant rendement werd gemeten, en dat z staat voor het aantal dagen waarop *wel* sprake was van nieuws, en waarop tevens een significant rendement werd gemeten. In tabelvorm ziet dit er als volgt uit:¹¹³

	Geen significant rendement	Wel significant rendement
Geen publicatie van nieuws	w	x
Wel publicatie van nieuws	y	z

111. Een alternatieve toets die als vierde stap zou kunnen worden uitgevoerd is dat de gemiddelde absolute waarde van de abnormale rendementen gemeten over de *news days* wordt vergeleken met de gemiddelde absolute waarde van de abnormale rendementen gemeten over de *non-news days*. Zie voor deze alternatieve toets Tabak 2010, p. 7. De alternatieve toets heeft zowel voor- als nadelen ten opzichte van de in de hoofdttekst voorgestelde toets. Zie daarover Tabak 2010, p. 7-8.

112. Zie Tabak 2010, p. 6.

113. Dit schema is ontleend aan Tabak 2010, p. 6.

HOOFDSTUK 8

Om te kunnen beoordelen of aan het vereiste van een structurele oorzaak-gevolgrelatie tussen (de publicatie van) nieuws en (daaruit onmiddellijk voortvloeiende) koersreactie is voldaan, worden de respectieve percentagens ($x/(w+x)$) en ($z/(y+z)$) met elkaar vergeleken en wordt getoetst of het verschil statistisch significant is.

Het is van groot belang dat in de bovengenoemde toetsingsprocedure de verschillende stappen in de juiste volgorde worden uitgevoerd. Dit geldt in het bijzonder voor de stappen 2 en 3.¹¹⁴ In de praktijk komt het echter nog wel eens voor dat de volgorde van deze stappen wordt omgedraaid, en dat dus eerst wordt gekeken op welke dagen een significant rendement werd gemeten, en dat vervolgens wordt gekeken op welke van deze dagen nieuws werd gepubliceerd.¹¹⁵ Dit was onder meer het geval in de uitspraak van de Third Circuit in de zaak *In re DVI*.¹¹⁶ Het in deze (omgekeerde) volgorde uitvoeren van voormelde stappen is vanuit methodologisch oogpunt onjuist (en derhalve onverantwoord).¹¹⁷ De reden hiervoor is dat het selecteren van *news days* een activiteit is die naar zijn aard nogal gevoelig is voor subjectieve beïnvloeding (door degene die de selectie uitvoert).¹¹⁸ Teneinde deze subjectieve beïnvloeding zoveel mogelijk te minimaliseren, moet de procedure zo objectief mogelijk worden uitgevoerd. Dit kan men doen door van tevoren objectieve criteria en/of beslisregels op te stellen aan de hand waarvan kan worden vastgesteld of een bepaald persbericht als ‘nieuws’ heeft te gelden, en of de desbetreffende dag dus als *news day* moet worden aangemerkt.¹¹⁹ Is

114. Zie hierover Tabak 2010, p. 4-5. Zie in dit verband ook Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 180.

115. Ook in de door Fisher beschreven procedure worden de in de hoofdttekst genoemde stappen mijns inziens in de verkeerde volgorde uitgevoerd. Zie Fisher 2005, p. 976-977.

116. *In re DVI, Inc. Securities Litigation*, 639 F.3d 623, 634-635 (3d Cir. 2011). Een ander manco van de toets die in deze zaak werd uitgevoerd, was dat alleen maar werd gekeken naar welk deel (uitgedrukt in een percentage) van het totaal aantal dagen waarop een statistisch significant rendement werd gemeten tevens sprake was van nieuws, en dat dit percentage ten onrechte niet werd vergeleken met het percentage van het totaal aantal dagen waarop een statistische significant rendement werd gemeten, maar waarop *geen* sprake was van nieuws. In deze zaak werd dus mijns inziens ten onrechte geen *vergelijkende* methodologie uitgevoerd.

117. Zie Tabak 2010, p. 4-5; Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 180. Zie in dit verband ook de uitspraak *George v. China Automotive Systems, Inc.*, 2013 WL 3357170, at *12 & n. 13 (S.D.N.Y. July 3, 2013)

118. Vgl. *Bell v. Ascendant Solutions, Inc.*, 2004 WL 1490009, at *3 (N.D. Tex. July 1, 2004).

119. Zie over het belang van het hanteren van een nauwkeurige definitie voor het begrip ‘news day’ Tabak 2016, p. 6. En zie over het belang van het hanteren van *objectieve* criteria en/of beslisregels onder meer de uitspraken *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 618 (C.D. Cal. 2009); *In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation*, 295 F.R.D. 240, 249 (N.D. Cal. 2013); *Smilovits v. First Solar, Inc.* 295 F.R.D. 423, 435 (D. Ariz. 2013); *McIntire v. China Mediaexpress Holdings*,

echter alvorens de nieuwsselectie wordt gemaakt reeds bekend op welke dagen in de steekproef sprake was van een significante koersreactie, dan bestaat het reële risico dat de beslissing om een bepaalde dag al dan niet als *news day* aan te merken, sterk wordt gekleurd door de omstandigheid of op de desbetreffende dag al dan niet een significant rendement werd gemeten. Op deze wijze sluipt er een onzuiverheid in het selecteren van de *news days*, waardoor de toetsingsprocedure onbetrouwbaar wordt.¹²⁰

Hoewel aan de hand van de beschreven toetsingsprocedure op methodologisch verantwoorde wijze kan worden onderzocht of aan het vereiste van een structurele oorzaak-gevolgrelatie tussen nieuws en koersreactie is voldaan, moet worden benadrukt dat de test zeker niet concludent is voor het antwoord op de vraag of al dan niet sprake is van een efficiënte markt.¹²¹ Voor het beoordelen van de marktefficiëntie mag men dus niet blindvaren op de uitkomst van deze test. Een positieve uitkomst van de test is in twee opzichten namelijk slechts een noodzakelijke voorwaarde voor marktefficiëntie, maar zeker geen voldoende voorwaarde.¹²² Zo is in de eerste plaats goed denkbaar dat de uitkomst van de test weliswaar in de richting wijst van (het bestaan van) een efficiënte markt, maar dat daar in werkelijkheid toch geen sprake van is, bijvoorbeeld omdat de aandelenrendementen serieel zijn gecorreleerd.¹²³ Denk in dit verband bijvoorbeeld aan de situatie waarin de markt na publicatie van nieuwe informatie steevast een aantal dagen (in plaats van een aantal uren of minuten) nodig heeft om de informatie correct (en volledig) in de koers te verwerken. Hoewel het in zo'n geval waarschijnlijk nog steeds zo zal zijn dat de test netjes een verschil in koersreactie detecteert tussen enerzijds de *news days* en anderzijds de *non-news days*, mag men hier niet spreken van

Inc., 38 F. Supp. 3d 415, 429 (S.D.N.Y. 2014); Larry Brown, et al. v. China Integrated Energy Inc. et al., CV 11-02559 BRO, § III.A.2.a (niet gepubliceerd); In re Petrobras Securities Litigation, 312 F.R.D. 354, 368 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)).

120. Voor een voorbeeld van een zaak waarin de deskundige van de beleggers de *event days* zodanig onzorgvuldig had gekozen dat het deskundigenbericht op (onder meer) dit punt als onbetrouwbaar werd aangemerkt, wijs ik op de uitspraak Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC, 752 F.3d 82, 91-92 (1st Cir. 2014).

121. Zie hierover Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 122; Fisher 2005, p. 977; Tabak 2010, p. 7-8. Zie in idt verband ook de uitspraak Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc., 312 F.R.D. 511, 521 (D. Minn. 2015).

122. Met een 'positieve uitkomst' van de test bedoel ik dat de test een *statistisch significant* verschil in koersreactie tussen enerzijds de *news days* en anderzijds de *non-news days* detecteert, en dat de nulhypothese dat de beurskoers – gemiddeld genomen – *niet* op de publicatie van nieuwe informatie reageert, derhalve moet worden verworpen.

123. Vgl. Tabak 2010, p. 8.

HOOFDSTUK 8

een efficiënte markt.¹²⁴ Op een efficiënte markt wordt nieuwe informatie immers *meteen* en *volledig* na publicatie geabsorbeerd.

De tweede reden waarom een positieve uitkomst van de test slechts een noodzakelijke voorwaarde voor marktefficiëntie is, maar zeker geen voldoende voorwaarde, is dat met deze test slechts wordt onderzocht *of* de koers (op structurele wijze) op de publicatie van nieuws reageert, maar dat niet wordt onderzocht of de koers hierop tevens *correct* reageert.¹²⁵ De test heeft dus slechts betrekking op marktefficiëntie in *informationele* zin, en uitdrukkelijk *niet* op marktefficiëntie in *fundamentele* zin. Voor het beoordelen van de marktefficiëntie in fundamentele zin zijn ander-soortige testen nodig. Deze testen laat ik vooralsnog even rusten en komen pas aan bod in § 8.5.

Hoewel de hierboven beschreven methodologie nog niet behoort tot het standaardinstrumentarium voor het bewijs van marktefficiëntie in *fraud-on-the-market*-zaken, wordt zij tegenwoordig steeds vaker toegepast. Voor relatief recente voorbeelden wijs ik op de uitspraken *In re Petrobras Securities Litigation*, *Forsta AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc.* en *McIntire v. China Mediaexpress Holdings*.¹²⁶

8.3.2.4 Kritiek op het Cammer- en Krogman-raamwerk

In de literatuur is het gebruik van het raamwerk van Cammer- en Krogman-factoren als instrument om te beoordelen of een bepaalde markt al dan niet efficiënt is, door verschillende auteurs bekritiseerd.¹²⁷ Deze kritiek bestaat in essentie uit drie elementen. De drie elementen bespreek ik hier achtereenvolgens.

124. Vgl. *In re Polymedica* (D. Mass. 2006), p. 270 en p. 276.

125. Aldus Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 122; Fisher 2005, p. 977.

126. *In re Petrobras Securities Litigation*, 312 F.R.D. 354, 369-370 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)) respectievelijk *Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc.*, 312 F.R.D. 511, 521 (D. Minn. 2015) respectievelijk *McIntire v. China Mediaexpress Holdings, Inc.*, 38 F. Supp. 3d 415, 429-430 en 433 (S.D.N.Y. 2014). Voor eerdere voorbeelden waarin de toets werd toegepast, wijs ik op de uitspraken *Bell v. Ascendant* 422 F.3d 307, 316 (5th Cir. 2005); *In re Polymedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 269-270 (D. Mass. 2006) en *In re Lehocky v. Tidel Technologies, Inc.*, 220 F.R.D. 491, 506-507 (S.D. Tex. 2004).

127. Zie onder meer Brav & Heaton 2015, p. 601-603; Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 172-173 en p. 183-190; Erenburg, Smith & Smith 2011, p. 300-302; Brav & Heaton 2003, p. 535; Rapp 2002, p. 317-327.

Een eerste punt van kritiek is, dat onduidelijk is aan hoeveel factoren (en/of aan welke combinatie van factoren) moet zijn voldaan om aan te kunnen nemen dat sprake is van marktefficiëntie.¹²⁸ Hoe moet bijvoorbeeld over de marktefficiëntie worden geoordeeld wanneer de verschillende factoren conflicterende signalen afgeven? Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin het handelsvolume zodanig groot is dat dit op zichzelf wijst op (het bestaan van) een efficiënte markt, terwijl tegelijkertijd het aantal analisten dat het litigieuze aandeel volgt zodanig klein is dat dit wijst op een *inefficiënte* markt. In de rechtspraak wordt deze vraag niet eenduidig beantwoord.¹²⁹ De onduidelijkheid over het aantal factoren dat toereikend is (en/of over welke combinatie van factoren toereikend is) voor het aannemen van marktefficiëntie, hangt overigens mede samen met het feit dat een aantal factoren onderling (statistisch) is gecorreleerd.¹³⁰ Doordat een aantal factoren namelijk onderling is gecorreleerd, heeft voor het beoordelen van de marktefficiëntie de ene combinatie van factoren geen toegevoegde waarde naast de andere combinatie van factoren. Zo hebben Bernard, Botosan en Philips in een empirische studie aangetoond dat de factoren *firm size* (uitgedrukt in termen van marktkapitalisatie), *institutional holding* en *analyst following* qua voorspellingswaarde geen zelfstandig bestaansrecht hebben naast de factoren *percentage trading volume* en *dollar trading volume*.¹³¹ En zo hebben Barber, Griffin en Lev empirisch aangetoond dat de factoren aantal *market makers*, *firm size*, *bid-ask spread* en *institutional holding* qua voorspellingswaarde geen zelfstandig bestaansrecht hebben naast de factoren *dollar trading volume* en *analyst following*.¹³²

Een tweede punt van kritiek is dat voor de meeste factoren eigenlijk niet bekend is welke (minimum)waarde zij ten minste moeten aannemen om te mogen concluderen dat de desbetreffende factor pleit vòòr het

128. Aldus onder meer Fisher 2005, p. 863; Barber, Griffin & Lev 1994, p. 293. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 236-237.

129. Wel wijs ik in dit verband op het empirische onderzoek van Tabak 2012b. Aan de hand van een analyse van alle *fraud-on-the-market*-uitspraken die zijn geweest in de periode 2002-2011, toont Tabak aan dat in meer dan 98% van de gevallen het uiteindelijke oordeel over (wel of geen) marktefficiëntie kan worden voorspeld door simpelweg het verschil te nemen tussen enerzijds het aantal factoren dat in de richting wijst van marktefficiëntie en anderzijds het aantal factoren dat in de richting wijst van marktinefficiëntie. Is dit verschil positief, dan luidt het oordeel dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld efficiënt is. Is dit verschil kleiner of gelijk aan nul, dan luidt het oordeel dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld inefficiënt is.

130. Vgl. Barber, Griffin & Lev 1994, p. 293. Vgl. ook Langevoort 2009, p. 167.

131. Zie Bernard, Botosan & Philips 1994, p. 796-797.

132. Zie Barber, Griffin & Lev 1994, p. 305-309.

HOOFDSTUK 8

aannemen van marktefficiëntie.¹³³ Door hoeveel analisten moet het litigieuze aandeel bijvoorbeeld worden gevolgd om dit te mogen concluderen?¹³⁴ Hoeveel arbitrageurs moeten bijvoorbeeld in het litigieuze aandeel actief zijn om dit te mogen concluderen? En als in de rechtspraak al wordt aangenomen dat zo'n drempelwaarde wel bestaat, is de empirische onderbouwing daarvan nogal zwak.¹³⁵ Zo is eigenlijk geen overtuigend empirisch bewijs beschikbaar voor de stelling dat een gemiddeld wekelijks handelsvolume van 1-2% indicatief zou zijn voor marktefficiëntie.

De zojuist beschreven onduidelijkheid heeft in de praktijk tot gevolg dat het Cammer- en Krogman-raamwerk door rechters niet op uniforme wijze wordt toegepast.¹³⁶ Dit is een onwenselijke ontwikkeling, omdat dit met zich brengt dat het nogal arbitrair kan zijn of een bepaalde markt als efficiënt wordt aangemerkt, en of de benadeelde beleggers dus van het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen profiteren. Het niet op uniforme wijze toepassen van het raamwerk leidt daarmee tot rechtsonzekerheid.¹³⁷

Een derde punt van kritiek is, dat voor een aantal van de Cammer- en Krogman-factoren geldt dat zij weliswaar noodzakelijke voorwaarden zijn voor het aannemen van marktefficiëntie (in de zin dat is vereist dat zij een waarde aannemen die groter is dan de voor deze factoren geldende drempelwaarde), maar dat zij zeker geen voldoende voorwaarden zijn.¹³⁸ Zo is goed denkbaar dat de factoren een waarde aannemen die in theorie wijst op (het bestaan van) een efficiënte markt, terwijl de desbetreffende markt in werkelijkheid kenmerken vertoont van informationele of fundamentele inefficiëntie.¹³⁹ Voor de factoren *handelsvolume*, *aantal analisten*, *aantal market makers*, *marktkapitalisatie* en *bid-ask spread* zal ik dit hieronder toelichten.

133. Ik wijs erop dat het bij de factor *bid-ask spread* gaat om een maximumwaarde in plaats van een minimumwaarde; bij deze factor is de vraag welke maximumwaarde zij ten hoogste mag aannemen om nog te kunnen concluderen dat zij pleit vóór het aannemen van een efficiënte markt.

134. Zie over deze kritiek onder meer Fisher 2005, p. 863; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 102; Tabak 2010, p. 1-2; Barber, Griffin & Lev 1994, p. 290. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 236-237.

135. Aldus Fisher 2005, p. 863.

136. Zie hierover onder meer Fisher 2005, p. 863; Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 102; Rapp 2002, 309-317.

137. Vgl. Langevoort 2009, p. 167.

138. Aldus dus onder meer Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 106-107. Vgl. Fisher 2005, p. 930, p. 972-973 en p. 976.

139. Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 172-173 en p. 183-190.

(i) *Handelsvolume*

Een groot wekelijks handelsvolume is normaal gesproken indicatief voor een efficiënte markt, omdat dit impliceert dat er veel belangstelling voor het litigieuze aandeel bestaat, waardoor er naar verwachting veel beleggers zullen handelen op basis van (analyse) van nieuw beschikbare informatie.¹⁴⁰ Deze redenering hoeft echter niet op te gaan wanneer er veel irrationele beleggers in de markt actief zijn die op grote schaal kuddegedrag vertonen (en er dus sprake is van marktgekte).^{141, 142} Wordt in dat geval namelijk een groot handelsvolume gemeten, dan wordt dit waarschijnlijk niet zozeer veroorzaakt door een groot aantal transacties van rationele beleggers die op basis van (het analyseren van) de beschikbare informatie een weloverwogen beleggingsbeslissing nemen, maar veeleer door een groot aantal transacties van irrationele beleggers die zich bij hun beleggingsbeslissing laten leiden door (irrationele) sentimenten. Is op deze markt tevens sprake van arbitragebeperkingen (waarbij ten eerste kan worden gedacht aan beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling*), dan zullen deze sentimenten vroeg of laat resulteren in de vorming van een zeepbel.¹⁴³ Ten tijde van marktgekte is een groot handelsvolume dus veeleer indicatief voor een inefficiënte markt (waarbij in de eerste plaats kan worden gedacht aan marktinefficiëntie in fundamentele zin).¹⁴⁴

Verder hebben Erenburg, Smith en Smith in een empirische studie aangetoond dat voor de factor *handelsvolume* (tot op zekere hoogte) sprake is van ‘endogeniteit’.¹⁴⁵ Daarmee bedoelen zij dat een groot handelsvolume juist indicatief is voor een (informatieel of fundamenteel) inefficiënte markt, omdat dit impliceert dat er op deze markt kennelijk veel inefficiënties te

140. Zie § 8.3.2.2 *sub a* onder het kopje ‘Handelsvolume’.

141. Vgl. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 106-107 en p. 124; Fisher 2005, p. 930 en p. 976; Dunbar & Heller 2006, p. 516-518.

142. Deze redenering hoeft evenmin op te gaan, wanneer er op een bepaalde markt op grote schaal aan *high frequency trading* wordt gedaan (voor een korte bespreking van dit verschijnsel verwijs ik naar § 7.4.2 en naar de aldaar aangehaalde literatuur). Wordt op een dergelijke markt namelijk een groot handelsvolume gemeten, dan hoeft dit niet noodzakelijkerwijs zijn terug te voeren op (frequente) transacties van professionele beleggers die op basis van (het analyseren van) de beschikbare informatie een weloverwogen beleggingsbeslissing nemen. Evengoed kan dit grote handelsvolume dan worden verklaard door het feit dat *high frequency traders* op grote schaal kortetermijnhandelsstrategieën implementeren, waarbij zij gebruik maken van geavanceerde algoritmes die niet primair het analyseren van (fundamentele) informatie tot uitgangspunt nemen. Zie over deze kwestie uitgebreid Yadav 2014, p. 51-54.

143. Zie in dit verband ook § 2.4-§ 2.5.

144. Aldus Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 106-107 en p. 124; Fisher 2005, p. 930 en p. 976.

145. Erenburg, Smith & Smith 2011, p. 283 en p. 291. Zie in dit verband ook de empirische studie van Bhattacharya & O’Brien 2015, p. 667-668.

HOOFDSTUK 8

vinden zijn die nog moeten worden uitgewonnen. Volgens deze auteurs werkt voor de factor handelsvolume de causale keten dus precies in omgekeerde richting dan zoals verondersteld in het Cammer- en Krogman-raamwerk.¹⁴⁶

(ii). *Aantal analisten*

Wanneer het litigieuze aandeel door een groot aantal analisten wordt gevolgd, is dat normaal gesproken indicatief voor een efficiënte markt. Dit impliceert namelijk dat alle informatie die over het aandeel wordt gepubliceerd door een groot aantal professionele marktpartijen nauwlettend in de gaten wordt gehouden, en vervolgens op korte termijn in de koers wordt verwerkt.¹⁴⁷ Deze redenering hoeft echter niet op te gaan wanneer er veel irrationele beleggers in de markt actief zijn die op grote schaal kuddedgedrag vertonen.¹⁴⁸ Is in dat geval namelijk sprake is van een groot aantal analisten dat het litigieuze aandeel volgt, dan hoeft geenszins aannemelijk te zijn dat dit allemaal ‘newswatchers’ zijn die alle beschikbare informatie uitpluizen, en daarmee een bijdrage leveren aan de marktefficiëntie.¹⁴⁹ Veel waarschijnlijker is het dat dit voornamelijk ‘kuddedieren’ zijn die het aandeel volgen, juist *omdat* er zoveel (door voornamelijk irrationele beleggers!) in wordt gehandeld.¹⁵⁰

Erenburg, Smith en Smith verdedigen in de eerdergenoemde empirische studie dat het aantal analisten een *neutrale* factor is bij het beoordelen van de marktefficiëntie (in plaats van dat deze factor zonder meer zou pleiten vóór marktefficiëntie).¹⁵¹ Enerzijds erkennen zij dat een groot

146. Idem.

147. Zie § 8.3.2.2 *sub a* onder het kopje ‘Aantal analisten’.

148. Vgl. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 124; Fisher 2005, p. 972-973 en p. 976; Dunbar & Heller 2006, p. 516.

149. Vgl. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 124; Fisher 2005, p. 972-973 en p. 976.

150. De gedachte dat analisten een positieve bijdrage leveren aan de marktefficiëntie, is mede gebaseerd op de veronderstelling dat zij alle informatie die over het litigieuze aandeel wordt gepubliceerd nauwkeurig bestuderen, en zij hier vervolgens op onafhankelijke en objectieve wijze over rapporteren. Aan deze aanname hoeft in de praktijk echter lang niet altijd te zijn voldaan. Zo speelde ten tijde van de *dotcom*-hype op grote schaal het probleem dat *sell side*-analisten nauw waren gelieerd aan de vennootschappen waarover zij rapporteerden, waardoor hun adviezen veelal waren ingegeven door oneigenlijke commerciële motieven. Zie hierover uitgebreid Fisher 2005, p. 932-974, en zie ook de uitspraak *La Grasta v. First Union Securities, Inc.*, 358 F.3d 840, 845 (11th Cir. 2004). Een andere reden waarom een groot aantal analisten dat het litigieuze aandeel volgt niet noodzakelijkerwijs indicatief hoeft te zijn voor een efficiënte markt, kan derhalve gelegen zijn in het feit dat (een deel van) de analisten te maken (heeft) hebben met conflicterende belangen.

151. Zie Erenburg, Smith & Smith 2011, p. 290. Zie in dit verband ook de empirische studie van Bhattacharya & O’Brien 2015, p. 668-669.

aantal analisten betekent dat er veel informatie over het litigieuze aandeel wordt gegenereerd en geanalyseerd, hetgeen de marktefficiëntie ten goede komt. Anderzijds laten deze auteurs zien dat het in de praktijk nogal eens voorkomt dat analisten – evenals irrationele beleggers – kuddegedrag vertonen. Dit kuddegedrag uit zich dan onder meer in het feit dat deze analisten – in plaats van dat zij alle informatie die de desbetreffende vennootschap zelf publiceert goed in de gaten houden en analyseren – vooral de informatie die andere analisten over het litigieuze aandeel publiceren nauwlettend in de gaten houden. Dit kan als (neven)effect hebben dat de analistenpopulatie als geheel overgevoelig reageert op door de vennootschap gepubliceerde informatie. Deze (korte termijn) overreactie heeft op haar beurt weer tot gevolg dat er (korte termijn) autocorrelatie ontstaat in de aandelenrendementen. Het zijn in dit geval dus de analisten zelf die de marktinefficiëntie veroorzaken.

(iii). *Aantal market makers*

Wanneer een groot aantal *market makers* in het litigieuze aandeel actief is, is dat normaal gesproken indicatief voor een efficiënte markt, omdat dit impliceert dat alle nieuw gepubliceerde informatie door een groot aantal professionele marktpartijen nauwlettend in de gaten wordt gehouden, waardoor deze informatie via (aanpassing van) de bied- en laatkoersen op korte termijn in de koers wordt verwerkt.¹⁵² Wederom houdt deze argumentatie echter geen stand wanneer er sprake is van marktgekte.¹⁵³ De redenering is exact gelijk aan de redenering die zojuist werd gevolgd in het kader van de factor *aantal analisten*.

(iv). *Marktkapitalisatie*

Een hoge marktkapitalisatie is normaal gesproken indicatief voor een efficiënte markt, omdat dit betekent dat er veel financiële prikkels zijn om marktinefficiënties op te sporen en deze vervolgens uit te winnen.¹⁵⁴ Deze redenering hoeft echter niet noodzakelijkerwijs op te gaan wanneer er veel irrationele beleggers in de markt actief zijn die op grote schaal kuddegedrag vertonen.¹⁵⁵ Gaat dit irrationele kuddegedrag namelijk gepaard met arbitragebeperkingen, dan zal dat onvermijdelijk leiden tot zeepbelvorming in de koers. Een grote marktkapitalisatie is in dat geval dus veeleer indicatief voor een *inefficiënte* markt (waarbij in de eerste plaats wordt gedacht aan marktinefficiëntie in fundamentele zin).

152. Zie § 8.3.2.2 *sub a* onder het kopje ‘Aantal market makers en aantal arbitrageurs’. Zie echter voor een empirische weerlegging van de stelling dat een groot aantal *market makers* indicatief is voor een efficiënte markt Bhattacharya & O’Brien 2015, p. 667.

153. Vgl. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 124; Dunbar & Heller 2006, p. 516.

154. Zie § 8.3.2.2 *sub a* onder het kopje ‘Marktkapitalisatie’.

155. Vgl. Fisher 2005, p. 976.

HOOFDSTUK 8

(v). *Bid-ask spread*

Een lage *bid-ask spread* is normaal gesproken indicatief voor een efficiënte markt, omdat dit betekent dat het makkelijk en goedkoop is om in het litigieuze aandeel te handelen, zodat nieuwe informatie snel en goedkoop in de koers kan worden verwerkt.¹⁵⁶ Deze redenering gaat echter niet op wanneer de lage *bid-ask spread* gepaard gaat met beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling*, de zogenoemde ‘short sale constraints’ (waarbij in de eerste plaats kan worden gedacht aan hoge *loan fees*).¹⁵⁷ Een effectieve arbitragestrategie vereist immers dat het net zo gemakkelijk (en goedkoop) is om een *long*-positie in te nemen, als om een *short* positie in te nemen.¹⁵⁸ Wanneer dus sprake is van *short sale constraints*, kan het arbitrageproces maar in één richting efficiënt werken en wordt het dus gedeeltelijk gefnuikt. Voor een zuivere beoordeling van de marktefficiëntie moet daarom zowel worden gekeken naar de kosten voor het innemen van een *long*-positie (de *bid-ask spread*), als naar de kosten voor het innemen van een *short* positie.

Verder tonen Erenburg, Smith en Smith in de eerdergenoemde studie aan dat ook voor de factor *bid-ask spread* sprake kan zijn van een zekere mate van endogeniteit.¹⁵⁹ Daarmee wordt in dit geval bedoeld dat juist bij aandelen met een lage *bid-ask spread* nogal eens inefficiënties kunnen ontstaan, omdat juist bij dit soort aandelen bepaalde *momentum*-strategieën profijtelijk kunnen zijn. De reden hiervoor is dat het (vanwege de lage *bid-ask spread*) relatief goedkoop is om in deze aandelen te handelen, zodat juist deze aandelen erg geschikt zijn voor dergelijke strategieën. Deze (empirisch aangetoonde) endogeniteit illustreert dus eens te meer dat een lage *bid-ask spread* geenszins indicatief hoeft te zijn voor een efficiënte markt.

Uit de bovenstaande analyse volgt dat de genoemde Cammer- en Krogman-factoren in ieder geval niet geschikt zijn om de marktefficiëntie te toetsen, wanneer het gaat om marktefficiëntie in fundamentele zin. In § 8.5.3 zal worden besproken op welke wijze deze vorm van marktefficiëntie dan wel kan worden beoordeeld.

156. Zie § 8.3.2.2 *sub a* onder het kopje ‘Bid-ask spread’.

157. Vgl. Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004, p. 124.

158. Zie in dit verband ook Boettrich 2013, p. 4-6.

159. Erenburg, Erenburg & Smith 2011, p. 291-292.

8.3.3 *Tendens in de lagere rechtspraak om de eisen die aan (het bewijs van) informatieve marktefficiëntie worden gesteld, aan te scherpen*

8.3.3.1 *Inleiding*

Een ontwikkeling die vanaf halverwege de jaren nul in de Amerikaanse lagere rechtspraak viel waar te nemen, was dat de eisen die in rechte aan (het bewijs van) marktefficiëntie werden gesteld, strenger leken te worden.¹⁶⁰ Aanvankelijk speelde deze ontwikkeling alleen binnen de First Circuit, maar na verloop van tijd vielen er ook in de andere *circuits* sporen van te ontwaren.^{161, 162} De nieuwe lijn werd ingezet in de bekende uitspraak van de First Circuit in de zaak *In re PolyMedica Securities Litigation*.¹⁶³ Deze zaak wordt in het hiernavolgende besproken.¹⁶⁴

-
160. Wel teken ik hierbij aan dat het naar aanleiding van de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Halliburton II* onzeker is of deze ontwikkeling zich zal doorzetten. De *Halliburton II*-uitspraak bevat namelijk verschillende overwegingen waaruit is af te leiden dat in het kader van de *fraud-on-the-market*-theorie relatief snel is voldaan aan het vereiste van marktefficiëntie, zie *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 272-274 (2014). Zie over de consequenties van de *Halliburton II*-uitspraak in dit verband ook de uitspraken *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79, 97-99 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); *In re Petrobras Securities Litigation*, 312 F.R.D. 354, 371 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)); *Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC*, 310 F.R.D. 69, 78 and 84-85 (S.D.N.Y. 2015); *Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc.*, 312 F.R.D. 511, 521 (D. Minn. 2015). Zie hierover in de literatuur Langevoort 2015, p. 53; Miller 2015, p. 64-65; Tabak 2015, p. 469-472; Gross 2015, p. 490-492; Murdock 2015, p. 555; Isaacson 2015, p. 962-967.
161. Zie voor de First Circuit de uitspraken *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005) en *In re Xcelera.com Securities Litigation*, 430 F.3d 503 (1st Cir. 2005).
162. Zie voor de andere *circuits* bijvoorbeeld de uitspraken *Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 259 F.3d 154 (3d Cir. 2001); *Johnston v. HBO Film Mgmt.*, 265 F.3d 178 (3d Cir. 2001); *Unger v. Amedisys Inc.*, 401 F.3d 316 (5th Cir. 2005); *In re Countrywide Financial Corporation*, 273 F.R.D. 586, 611-613 (C.D. Cal. 2009). Zie verder in dit verband ook de uitspraken van de Third Circuit in de zaken *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410, 1425 (3d Cir. 1997) en *In re Merck & Co., Inc. Securities Litigation*, 432 F.3d 261, 269 (3d Cir. 2005), waarin de appelrechter het volgende overweegt: ‘We have defined an efficient market as that in which information important to reasonable investors (in effect, the market) is *immediately* incorporated into the stock prices.’
163. *In re PolyMedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1, 14-15 (1st Cir. 2005). Zie ook de op dezelfde dag gewezen uitspraak *In re Xcelera.com Securities Litigation*, 430 F.3d 503, 509-511 (1st Cir. 2005).
164. Zie over deze zaak ook De Jong 2010, p. 237-238.

HOOFDSTUK 8

8.3.3.2 *De uitspraak van de First Circuit in de zaak In re PolyMedica Securities Litigation*

In de PolyMedica-uitspraak introduceert de First Circuit in het kader van de *fraud-on-the-market*-theorie een nieuwe definitie van het begrip marktefficiëntie.¹⁶⁵

‘For purposes of establishing the fraud-on-the-market presumption of reliance, we adopt the prevailing definition of market efficiency, which provides that *an efficient market is one in which the market price of the stock fully reflects all publicly available information*. By “fully reflect,” we mean that *market price responds so quickly to new information that ordinary investors cannot make trading profits on the basis of such information*. This is known as “informational efficiency.” We reject a second and much broader meaning of “fully reflect,” known as “fundamental value efficiency,” which requires that a market respond to information not only quickly but accurately, such that the market price of a stock reflects its fundamental value.’ (curs. *ACWP*)

Volgens de appelrechter is dus pas sprake van een efficiënte markt, als de beurskoers ‘fully reflects all publicly available information’. Met ‘fully reflects’ wordt hier bedoeld dat nieuwe informatie zodanig snel in de koers wordt verwerkt, dat ‘gewone’ beleggers op basis van deze informatie geen handelswinsten kunnen behalen. De appelrechter benadrukt dat het hier slechts gaat om marktefficiëntie in *informatieele* zin, en dat voor het invoeren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden niet is vereist dat tevens sprake is marktefficiëntie in *fundamentele* zin.

De District Court was volgens de appelrechter van een verkeerde definitie uitgegaan.¹⁶⁶ Deze had geoordeeld dat reeds sprake is van een efficiënte markt als (komt vast te staan dat) ‘market professionals generally considered most publicly announced material statements about PolyMedica, thereby affecting the stock market price’.¹⁶⁷ Naar het oordeel van de appelrechter legt deze definitie de bewijslast voor marktefficiëntie te laag. Weliswaar had de District Court vervolgens netjes getoetst of aan de Cammer-factoren was voldaan, maar omdat hij daarbij van een verkeerde definitie was uitgegaan, had hij volgens de appelrechter wellicht ten onrechte het door PolyMedica ingebrachte deskundigenbewijs buiten beschouwing gelaten. Dit bewijs had immers nader licht kunnen werpen op de vraag of de beurskoers van PolyMedica ‘fully and rapidly reflected[ed] all the publicly available material information’, aldus de appelrechter.¹⁶⁸

165. In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 19 (1st Cir. 2005). Zie over deze uitspraak ook Isaacson 2015, p. 963-964.

166. In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 18-19 (1st Cir. 2005).

167. In re PolyMedica Securities Litigation, 224 F.R.D. 27, 42-43 (D. Mass. 2004).

168. In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 18-19 (1st Cir. 2005).

Het ingebrachte deskundigenbewijs omvatte onder meer een deskundigenbericht waaruit bleek dat sprake was van beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling*. Als gevolg van deze *short sale constraints* waren er volgens de deskundige onbenutte winstmogelijkheden ontstaan, hetgeen zou blijken uit een tweetal door de deskundige uitgevoerde testen: een seriële correlatietest en een *put-call* pariteitstest.¹⁶⁹ Aan de hand van een seriële correlatietest (ook wel genoemd: autocorrelatietest) kan worden getoetst of de tijdreeks van dagelijkse aandelenrendementen autocorrelatie bevat (zie § 8.3.2.2 *sub b* hiervoor). Is dat inderdaad het geval, dan betekent dit dat de aandelenkoers van vandaag voorspellende waarde heeft voor de aandelenkoers van morgen (en/of voor de koers van overmorgen, etc.), hetgeen een inefficiënte markt impliceert.¹⁷⁰ Aan de hand van een *put-call* pariteitstest kan worden getoetst of voor het litigieuze aandeel is voldaan aan de zogenoemde ‘*put-call* pariteit’.¹⁷¹ De *put-call* pariteit is een op grond van de financiële wiskunde geldende (theoretische) relatie tussen enerzijds de beurskoers van een aandeel en anderzijds de prijzen van *put*- en *call*-opties in dat aandeel.¹⁷² Is niet aan deze relatie voldaan, dan wijst dat op (de aanwezigheid van) mogelijke arbitragewinsten, hetgeen het vermoeden vestigt van een inefficiënte markt.¹⁷³

Na een uitgebreide (voornamelijk financieel-economische) beschouwing over hoe het begrip marktefficiëntie in de context van de *fraud-on-the-market*-theorie moet worden begrepen, verwijst de appelrechter de zaak uiteindelijk terug naar de District Court.¹⁷⁴ De District Court kan dan aan de hand van de aangepaste (en juiste) definitie (nogmaals) beoordelen of de markt voor aandelen Polymedica al dan niet efficiënt was. Het wordt verder volledig aan de District Court overgelaten welke (additionele) factoren hij voor deze beoordeling relevant acht en hoe hij het ingebrachte deskundigenbewijs op dat punt zal waarderen.

169. In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 18 n. 21 (1st Cir. 2005).

170. Zie in dit verband echter kritisch Hu & Marcus 2012. En zie voor kritiek op Hu & Marcus 2012 het betoog van Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 198-199, voetnoot 77.

171. Zie over de *put-call* pariteit in de juridische literatuur onder meer Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 182; Boettrich 2013, p. 12-13; Dunbar & Heller 2006, p. 518-519. Zie daarover in de econometrische literatuur het standaardwerk Hull 2015, p. 241-245 en p. 256-258.

172. Zie over de *put-call* pariteitstest ook § 8.5.3.2.

173. Vgl. Boettrich 2013, p. 13; Dunbar & Heller 2006, p. 518-519.

174. In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 19 (1st Cir. 2005).

HOOFDSTUK 8

8.3.3.3 *Het oordeel van de District Court na verwijzing*

In de verwijzingszaak wordt het door Polymedica aangevoerde deskundigenbewijs door de District Court alsnog relevant geacht.¹⁷⁵ De door de deskundige uitgevoerde autocorrelatietest acht de District Court relevant, omdat dit volgens hem *direct* bewijs oplevert voor markt(in)efficiëntie in informationele zin.¹⁷⁶ (De aanwezigheid van) autocorrelatie in de dagelijkse aandelenrendementen duidt er immers op dat het een aantal dagen (in plaats van een aantal uren of minuten) duurt voordat nieuwe informatie in de koers is verwerkt, zodat niet is voldaan aan het vereiste van een ‘full and rapid reflection’.¹⁷⁷ De door de deskundige geobserveerde *short sale constraints* en de door hem uitgevoerde *put-call* pariteitstest acht de District Court relevant, omdat dit volgens hem factoren zijn die kunnen wijzen op tekortkomingen in het arbitrageproces.¹⁷⁸ En als sprake is van tekortkomingen in het arbitrageproces, heeft dat waarschijnlijk tot gevolg dat niet alle nieuw gepubliceerde informatie meteen en volledig in de koers wordt verwerkt, zodat niet kan worden uitgegaan van een informatieel efficiënte markt, aldus de District Court.¹⁷⁹ Het bestaan van *short sale constraints* in combinatie met geobserveerde overtredingen van de *put-call* pariteit levert met andere woorden *indirect* bewijs (‘circumstantial evidence’) op voor (het bestaan van) een informatieel inefficiënte markt.¹⁸⁰

De eisende beleggers hebben nog tegen dit oordeel ingebracht dat de District Court de laatstgenoemde factoren ten onrechte relevant acht voor de marktefficiëntie in *informationele* zin. Volgens de beleggers zijn deze factoren alleen relevant voor de marktefficiëntie in *fundamentele* zin. In reactie op dit betoog oordeelt de District Court dat deze factoren weliswaar *primair* betrekking hebben op marktefficiëntie in fundamentele zin, maar dat dit niet wegneemt dat deze factoren ook een rol kunnen spelen bij het beoordelen van de marktefficiëntie in informationele zin.¹⁸¹ Wanneer immers de markt wordt gekenmerkt door bepaalde (structurele)

175. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 272-278 (D. Mass. 2006). Zie kritisch over deze uitspraak Isaacson 2015, p. 964-966.

176. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 276-278 (D. Mass. 2006).

177. In re Polymedica Securities Litigation is niet de eerste zaak waarin (de uitkomst van) een autocorrelatie test relevant werd geacht voor het oordeel over de marktefficiëntie. Zie reeds eerder de uitspraak Lehocky v. Tidel Technologies, Inc., 220 F.R.D. 491, 506-507 (S.D. Tex. 2004).

178. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 273-276 (D. Mass. 2006).

179. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 273 (D. Mass. 2006). Zie in dit verband ook Boettrich 2013, p. 2-6.

180. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 276 (D. Mass. 2006).

181. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 276 (D. Mass. 2006). Zie ook reeds In re PolyMedica Securities Litigation, 432 F.3d 1, 19 (1st Cir. 2005).

tekortkomingen in het arbitrageproces die er normaal gesproken voor zorgen dat deze markt fundamenteel inefficiënt is, zullen deze zelfde tekortkomingen er waarschijnlijk voor zorgen dat de markt tevens informatieel inefficiënt is, aldus kennelijk de redenering van de District Court. Is bijvoorbeeld sprake van *short sale constraints* waardoor arbitrageurs worden belemmerd in hun mogelijkheden om opgespoorde inefficiënties uit te winnen, dan zullen deze beperkingen niet alleen tot gevolg hebben dat de beurskoers raakt overgewaardeerd ten opzichte van zijn fundamentele waarde, maar dan zullen die beperkingen tevens tot gevolg hebben dat nieuwe informatie met vertraging in de koers wordt verwerkt.¹⁸² In de redenering van de District Court kan het feit dat een bepaalde markt (structurele) kenmerken vertoont van fundamentele inefficiëntie dus indirect bewijs ('circumstantial evidence') opleveren voor het feit dat de desbetreffende markt tevens informatieel inefficiënt is.¹⁸³ Over het bewijs van markt(in)efficiëntie in fundamentele zin kom ik zoals reeds opgemerkt in § 8.5.3 nader te spreken.

8.3.3.4 *Commentaar in de literatuur*

In de literatuur is de benadering van de (appelrechter van de) First Circuit voor (het bewijs van) marktefficiëntie en de door haar in dat verband gehanteerde definitie door verschillende auteurs bekritiseerd.¹⁸⁴ Deze kritiek richt zich niet louter op de definitie als zodanig, maar mede (en misschien wel: vooral) op de wijze waarop zij door de appelrechter wordt toegepast, en op de wijze waarop wordt getoetst of aan de definitie is voldaan.¹⁸⁵

Een eerste punt van kritiek is dat het in de praktijk onmogelijk is om te testen of de aandelenkoers daadwerkelijk alle publiek beschikbare informatie weerspiegelt.¹⁸⁶ De verklaring hiervoor is het in hoofdstuk 2 besproken 'joint hypothesis problem'.¹⁸⁷ Een tweede punt van kritiek is dat de First Circuit met haar definitie van marktefficiëntie uitgaat van

182. Zie in dit verband ook de uitspraak *IBEW Local 90 Pension Fund v. Deutsche Bank AG*, 2013 WL 5815472, at *5 & 21 (S.D.N.Y. Oct. 29, 2013).

183. In re *Polymedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 276 en 278 (D. Mass. 2006).

184. Zie het commentaar bij de uitspraak van de First Circuit in de *Harvard Law Review* 2006, p. 2284-2291; Langevoort 2009, p. 168-173; Cox 2013a, p. 1725-1731. Zie over deze kritiek in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 237-238.

185. Voor een doorwrochte analyse van de benadering van de First Circuit verwijs ik naar Langevoort 2009, p. 168-178 en p. 184-189. Langevoort zet mijns inziens op heldere wijze uiteen hoe deze benadering moet worden begrepen, en welke rechtspolitieke overwegingen hieraan ten grondslag liggen.

186. Zie in dit verband ook Cox 2013a, p. 1728.

187. Zie § 2.2.5.

HOOFDSTUK 8

een soort academisch ideaalbeeld dat in werkelijkheid niet bestaat. In de reële wereld heeft men immers onvermijdelijk te maken met bepaalde marktimperfecties (denk bijvoorbeeld aan transactiekosten), waardoor het praktisch gezien onmogelijk is dat alle publiek beschikbare informatie in de koers is verwerkt. Ik wijs in dit verband op de eveneens in hoofdstuk 2 besproken ‘efficiency paradox’.¹⁸⁸ Door uit te gaan van zo’n academisch ideaalbeeld, stuurt de appelrechter er eigenlijk op aan dat het processuele debat over de vraag of de markt al dan niet efficiënt is, ‘ontaardt’ in een ‘battle of experts’ over de al dan niet geldigheid van de Efficiënte Markthypothese.^{189, 190} Voor een dergelijk academisch debat is het civiele proces uiteraard niet bedoeld. Een derde punt van kritiek is, dat de benadering van de appelrechter moeilijk is te rijmen met het basisprincipe van de *fraud-on-the-market*-theorie inhoudende dat beleggers mogen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, wanneer de markt (in algemene zin) wordt gekenmerkt door structurele mechanismen die bewerkstelligen dat publiekelijk beschikbare informatie in de koers wordt verwerkt.¹⁹¹ Dit principe houdt nadrukkelijk *niet* in dat beleggers alleen zouden mogen vertrouwen op de integriteit van de beurskoers, wanneer de markt efficiënt is in haar meest optimale vorm.¹⁹² Dit laatste is natuurlijk ook vrij logisch, wanneer men zich bedenkt dat ook op een niet honderd procent efficiënte markt – men zou zelfs kunnen zeggen: op een relatief *inefficiënte* markt – misleidende informatie koersschade kan veroorzaken, en het dus ook op zo’n markt van belang is privaatrechtelijke handhaving (niet on)mogelijk te maken.¹⁹³

188. Zie § 2.2.3.

189. Zie het commentaar bij de uitspraak van de First Circuit in de *Harvard Law Review* 2006, p. 2289.

190. Zie in dit verband ook de uitspraak *Cammer v. Bloom*, 711 F. Supp. 1264, 1292 (D.N.J. 1989): ‘Expensive experts with complex equations and long computer printouts are highly likely to reach opposite conclusions on efficiency of the market’.

191. Zie hierover uitgebreid § 6.2.3.2 *sub a*.

192. Vgl. De Jong 2010, p. 238. Vgl. ook Hu & Marcus 2012, p. 3-4.

193. Zie over het feit dat ook op een niet honderd procent efficiënte markt misleidende informatie koersschade kan veroorzaken reeds § 2.6, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de *Halliburton II*-uitspraak van de Supreme Court: ‘That the price of a stock may be inaccurate *does not detract from the fact that false statements affect it, and cause loss (...)*’ (leestekens weggelaten en curs. *ACWP*), *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 272 (2014). En zie voorts de uitspraak *Eckstein v. Balcors Film Investors*, 8 F.3d 1121, 1130 (7th Cir. 1993).

8.4 Bewijs van *loss causation* en *damages*

8.4.1 Inleiding

Naast het vereiste van *reliance/transaction causation* moet voor aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5 ook zijn voldaan aan het vereiste van *loss causation*.¹⁹⁴ Deze eis houdt in dat vast moet komen te staan dat de belegger als gevolg van de misleiding *rechtens relevante* schade heeft geleden.¹⁹⁵ In *fraud-on-the-market*-zaken betekent dit dat de eisende belegger moet aantonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat hij daardoor zijn aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, en dat hij toen de misleiding bekend werd en de koersinflatie weer uit de koers liep, zijn aandeel nog niet had verkocht. In de praktijk zal deze bewijsopdracht er meestal op neerkomen dat de belegger moet aantonen hoe en wanneer de misleiding naar buiten is gekomen en de koersinflatie uit de koers is gelopen (waarmee dan meteen is gegeven dát er sprake was van koersinflatie). Bij het bewijs van (het uit de koers lopen van) koersinflatie wordt in het Amerikaanse recht meestal gebruik gemaakt van een *event study* (zie over de *event study* ook reeds § 8.3.2.3 *sub b*). Wat een *event study* is, op welke wijze een *event study* wordt uitgevoerd en geïnterpreteerd, en met welke complicaties een en ander gepaard kan gaan, bespreek ik in § 8.4.2.

Als eenmaal is vastgesteld dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed (en de belegger zijn aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht), is vervolgens de vraag in welke mate (en gedurende welke periode) de misleiding de koers heeft beïnvloed. Deze vraag betreft (het bewijs van) de *omvang* van de schade, of anders gezegd, de *schadebegroting*. In dit verband kunnen grofweg twee methoden worden onderscheiden: enerzijds de zogenoemde methode van ‘back casting’, anderzijds de zogenoemde methode van ‘forward casting’. Wat beide methoden inhouden, hoe beide methoden werken, en wat de voor- en nadelen zijn van *back* respectievelijk *forward casting*, bespreek ik achtereenvolgens in § 8.4.3 en § 8.4.4.

194. Bij aansprakelijkheid op grond van Section 11 van de Securities Act moet (materieelrechtelijk gezien) ook zijn voldaan aan de *loss causation*-eis, alleen in dat geval geldt een andere bewijslastverdeling dan bij aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b(5). Bij de eerstgenoemde aansprakelijkheid is het aan de gedaagde om aan te tonen dat de door de belegger gestelde koersschade geheel of gedeelte is terug te voeren op andere oorzaken dan het misleidende *registration statement*. Zie hierover § 3.4.3.5.

195. Zoals ik reeds opmerkte, kunnen aan de *loss causation*-eis verschillende betekenissen worden toegekend (die overigens in elkaars verlengde liggen). Zie § 3.5.5.3 en § 6.3.1.

HOOFDSTUK 8

8.4.2 Bewijs van koersinvloed van de misleidende informatie; de event study

8.4.2.1 Inleiding

Het vaststellen van de koersinvloed van de misleidende informatie gebeurt in het Amerikaanse recht zoals ik al opmerkte meestal met behulp van een *event study*. Een *event study* is een statistische techniek waarmee kan worden bepaald wat het effect is van een bepaalde gebeurtenis, in dit geval het beschikbaar komen van nieuwe informatie, op een bepaalde afhankelijke variabele, in dit geval de beurskoers.¹⁹⁶ Een *event study* is daarmee dus ook een geschikt instrument om te bepalen wat het effect is van *misleidende* informatie op de beurskoers.^{197, 198} In verschillende uitspraken is geoordeeld dat (het uitvoeren van) een *event study* zelfs noodzakelijk is voor het aantonen van (het bestaan en de omvang van de) koersinflatie.¹⁹⁹

196. Zie over de *event study* in de financieel-economische literatuur onder meer Corrado 2011; Kothari & Warner 2007; Bhagat & Romano 2002a en 2002b; Binder 1998; MacKinlay 1997; Campbell, Lo & MacKinlay 1997, p. 149-180; Gilson & Black 1993, p. 185-230; Herderson 1990; Brown & Warner 1985; Bowman 1983; Schwert 1981. Zie ook het AFM-rapport 2007, p. 3-6.

197. Zie over de *event study* in de juridische literatuur onder meer Fisch, Gelbach & Klick 2018; Baker 2016; Fox jr., Fox & Gilson 2016, p. 346-392; Fox jr., Fox & Gilson 2013; Bruegger & Dunbar 2009, p. 15-25; Gelbach, Helland & Klick 2009, p. 3-7; Ferrell & Saha 2007, p. 166-170; Allen 2007, p. 957-959; Gold, Korman & Nabi 2017, p. 8-12; Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 109-112; Marais & Schipper 2005; Finnerty & Pushner 2003, p. 221-224; Mitchell & Netter 1994, p. 556-572; Macey e.a. 1991, p. 1028-1042; Koslow 1991, p. 819-826. Zie hierover in de Nederlandse juridische literatuur Nelemans 2007, p. 26-27; De Jong 2010, p. 239-244; De Jong 2015, p. 322-323.

198. Brav en Heaton zijn echter zeer kritisch over het gebruik van een *event study* voor het beoordelen van het koerseffect van bepaalde informatie op de beurskoers van een bedrijf, en trekken de geschiktheid ervan zelfs in twijfel, zie Brav & Heaton 2015, p. 583-614. Volgens hen is de *event study* alleen maar een geschikt instrument om het koerseffect van een bepaald *event* te meten, wanneer zij wordt uitgevoerd in de vorm van een zogenoemde 'multi-firm' *event study*. Bij een dergelijke studie wordt aan de hand van een *cross-sectionele* data-analyse gekeken wat de invloed is van een bepaalde gebeurtenis, bijvoorbeeld (de aankondiging van) de invoering van een nieuwe wettelijke regeling in een bepaalde sector, op de beurskoers van de bedrijven uit de desbetreffende sector. Zie voor een vervolg van de kritiek van Brav & Heaton 2015 de studie Dove, Heath & Heaton 2019. En zie over het hier gesignaleerde probleem ook de uitspraken Strougo v. Barclays PLC, 312 F.R.D. 307, 321-322 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 875 F.3d 79 (2d Cir. 2017)) en Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC, 310 F.R.D. 69, 84-86 (S.D.N.Y. 2015).

199. Zie onder meer de uitspraken Fener v. Belo Corporation 579 F.3d 401, 409-410 (5th Cir. 2009); Mauss v. NuVasive, 2018 WL 656036, at *5 (S.D. Cal. Feb. 1, 2018); In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 634 F. Supp. 2d 352, 364 (S.D.N.Y. 2009).

Doorgaans staat de discussie over de koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel van *loss causation*. Het zal dus meestal zo zijn dat de beleggers in het kader van de stelplicht en/of de bewijslast voor *loss causation* op de proppen komen met een *event study*. Een *event study* kan echter ook naar voren worden gebracht als ondersteunend bewijs in het kader van de stelplicht en/of de bewijslast voor *materiality*.²⁰⁰ De vaststelling dat de litigieuze informatie de beurskoers heeft beïnvloed, is immers een sterke aanwijzing voor het feit dat de informatie inderdaad *material* was.²⁰¹ Dat de eisende beleggers op de proppen komen met een *event study* in het kader van het bewijs van *reliance/transaction causation*, ligt echter minder voor de hand. Op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie wordt de koersinvloed van de misleidende informatie immers verondersteld.²⁰² Wel is het uiteraard goed mogelijk dat de gedaagde zich in het kader van *reliance/transaction causation* beroept op de uitkomst van een *event study* om daarmee aan te tonen dat de misleidende informatie *niet* van invloed was op de beurskoers, en om aldus het *fraud-on-the-market*-vermoeden te weerleggen.

In het licht van § 8.3 over het bewijs van marktefficiëntie, wijs ik er nog op dat wanneer het processuele debat over de koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel staat van *loss causation*, de vraag of de markt waarop de litigieuze effecten werden verhandeld efficiënt was, in principe niet meer ter discussie zal staan. De discussie over de marktefficiëntie zal dan immers al zijn beslecht in het kader van het al dan niet kunnen inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden. Bij het processuele debat over *loss causation*, zal de (mate van) markt-efficiëntie eventueel alleen nog een rol kunnen spelen in het kader van de *bewijswaardering* van de *event study*.²⁰³

Het vervolg van deze paragraaf is als volgt opgebouwd. In § 8.4.2.2 leg ik eerst uit waarom bij het meten van de koersinflatie met behulp van een *event study* meestal wordt aangeknoopt bij het tijdstip waarop de misleiding bekend werd (en niet bij het tijdstip waarop de misleidende mededeling werd gedaan c.q. de litigieuze informatie werd achtergehouden). Vervolgens behandel ik in § 8.4.2.3 de methodologie van de *event study*. Daarna bespreek ik in § 8.4.2.4 een aantal complicaties waarmee men te maken heeft wanneer een *event study* wordt gebruikt om het

200. Zie ook Tabak 2007a, p. 2-5.

201. Ik wijs in dit verband op de nogal strenge benadering (streng vanuit het oogpunt van de benadeelde belegger) van de Third Circuit ten aanzien het *materiality*-vereiste. Zie hierover § 3.5.3.1.

202. Dit heeft de Supreme Court nogmaals bevestigd in zijn uitspraak in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 277-279 (2014).

203. Zie in dit verband ook § 9.4.2.3 *sub b*.

HOOFDSTUK 8

koerseffect van de misleidende informatie te bepalen. Tot slot ga ik in § 8.4.2.5 in op het scenario waarin de misleidende informatie de koers wél heeft beïnvloed, maar waarin – niettegenstaande deze koersinvloed – op het moment van de corrigerende mededeling tóch geen (significante) koersreactie wordt geobserveerd.

8.4.2.2 *In beginsel wordt aangeknoopt bij het tijdstip waarop de misleiding bekend werd*

Bij het bepalen van de koersinvloed van de misleidende informatie kan in beginsel worden gekozen voor een tweetal tijdstippen. Ten eerste zou kunnen worden aangeknoopt bij het tijdstip waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan c.q. het tijdstip waarop de litigieuze informatie voor de eerste keer werd achtergehouden. Ten tweede kan worden aangeknoopt bij het tijdstip waarop de misleiding naar buiten kwam. Bij het meten van de koersinvloed met behulp van een *event study*, wordt in de praktijk meestal gekozen voor het laatstgenoemde tijdstip.²⁰⁴ Dit om twee redenen. In de eerste plaats omdat een *event study* uitgevoerd rondom het tijdstip waarop de misleiding begon alleen maar werkt, wanneer (i) de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam, *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt werd verwacht.²⁰⁵ Bestond de misleiding echter uit (i) het ten onrechte *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie), (ii) het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen (of althans, een grotere (negatieve) verrassing te voorkomen dan de verrassing waarmee de markt thans werd geconfronteerd), *of* (iii) werd de in de misleidende mededeling vervatte informatie reeds geheel of gedeeltelijk door de markt verwacht, dan werkt een *event study* uitgevoerd rondom het tijdstip waarop de misleiding begon niet (althans, dan is de uitkomst daarvan onbetrouwbaar). In het eerstgenoemde geval werkt de *event study* niet, omdat in de situatie waarin relevante informatie wordt achtergehouden, de markt daar niet op kan reageren en derhalve ook geen koersreactie kan plaatsvinden. In het tweede en derde geval werkt de *event study* niet, omdat in deze gevallen de markt reeds geheel of gedeeltelijk op de (inhoud van de) misleidende mededeling heeft

204. Zie in in dit verband ook Bruegger & Dunbar 2009, p. 24; Fox 2015, p. 441-442.

205. Zie over dit probleem uitgebreid Couture 2016; Ferrell & Roper 2015, p. 571-575; Torchio 2009. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 564-565; Langevoort 2015, p. 44-45.

geanticipeerd, zodat de litigieuze informatie reeds geheel of gedeeltelijk in de koers is verwerkt.^{206, 207}

De tweede reden waarom bij het bepalen van de koersinvloed van de misleidende informatie met behulp van een *event study* doorgaans wordt aangeknoopt bij het tijdstip waarop de misleiding naar buiten kwam, is dat voor het bewijs van *loss causation* niet kan worden volstaan met het bewijs dat de litigieuze mededeling resulteerde in koersinflatie toen deze voor de eerste keer werd gedaan.²⁰⁸ Voor *loss causation* moet in beginsel tevens worden bewezen hoe en wanneer de koersinflatie weer uit de koers is gelopen.²⁰⁹ Dit argument geldt overigens niet wanneer de *event study* wordt gebruikt als ondersteunend bewijs bij het aantonen van *materiality*. Voor het bewijs van *materiality* is immers niet vereist dat aangetoond wordt hoe en wanneer de koersinflatie is verdwenen. Bij het met behulp van een *event study* aantonen van *materiality*, kan dus in beginsel worden aangeknoopt zowel bij het tijdstip waarop de misleiding begon, als bij het tijdstip waarop de misleiding naar buiten kwam. Wel geldt echter ook in dat geval onverkort dat wanneer wordt aangeknoopt bij het eerstgenoemde tijdstip, de (uitkomst van de) *event study* alleen maar betrouwbaar is, indien de (inhoud van de) misleidende mededeling voor

206. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de situatie waarin de financiële resultaten van de vennootschap zodanig gunstig worden voorgesteld, dat zij precies in overeenstemming zijn met de analistenvoorspellingen. Aangezien de resultaten voor de markt dan geen verrassing (meer) zijn, zal een koersreactie uitblijven. Zie over dit probleem onder meer de uitspraken *Arkansas Teacher Retirement System v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 955 F.3d 254, 264-270 (2d Cir. 2020) (“*Goldman Sachs II*”); *Waggoner v. Barclays PLC*, 875 F.3d 79, 104 (2d Cir. 2017) (het *certiorari*-verzoek tegen deze uitspraak is afgewezen, zie 138 S. Ct. 1702 (2018)); *In re Pfizer Inc. Sec. Litigation*, 819 F.3d 642, 659-661 (2d Cir. 2016); *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 257-259 (2d Cir. 2016); *Alaska Electrical Pension Fund v. Pharmacia Corporation* 554 F.3d 342, 352 (3d Cir. 2009); *Greenberg v. Crossroad Systems, Inc.* 364 F.3d 657, 665-666 (5th Cir. 2004); *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 418-419 (7th Cir. 2015); *IBEW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Co., Inc.*, 818 F.3d 775, 782-783 (8th Cir. 2016); *Local 703, I.B. of T. Grocery and Food Employees Welfare Fund v. Regions Financial Corp.*, 762 F.3d 1248, 1256-1257 (11th Cir. 2014); *Findwhat Investor Group v. Findwhat.com*, 658 F.3d 1282, 1310 en 1314-1315 (11th Cir. 2011).

207. Een variant op de in de vorige voetnoot geschetste situatie is het scenario waarin de misleiding tot gevolg heeft dat het verrassingseffect van de desbetreffende mededeling wordt gemitigeerd. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin het door de vennootschap gepresenteerde resultaat weliswaar slechter is dan door de markt werd verwacht, maar waarin deze zonder de misleiding nog veel slechter zou zijn geweest. Met de *event study* wordt dan dus weliswaar een (negatief) koerseffect gemeten, maar bij afwezigheid van de misleiding zou een veel groter koerseffect zijn gemeten.

208. Zie hierover uitgebreid § 6.3.

209. Dit volgt uit de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

HOOFDSTUK 8

de markt als een *positieve* verrassing kwam, en de daarin vervatte informatie nog op geen enkele wijze door de markt werd verwacht.

Aangezien bij het meten van de koersinvloed in de praktijk dus meestal wordt aangeknoopt bij het tijdstip waarop de misleiding bekend werd, zal dat ook in het vervolg van § 8.4.2 het uitgangspunt zijn.

8.4.2.3 *Event study; de methodologie*

a. De methodologie in het kort

De basisgedachte die aan een *event study* ten grondslag ligt, is relatief eenvoudig. In het kort komt deze op het volgende neer.^{210, 211} Om te kunnen bepalen of bepaalde informatie van invloed was op de beurskoers, moet eerst worden vastgesteld – of beter gezegd: geschat – wat het aandelenrendement zou zijn geweest bij afwezigheid van deze informatie.²¹² Dit verwachte rendement wordt verkregen met behulp van statistische regressieanalyse: eerst wordt over een bepaalde controleperiode (de ‘estimation period’) een (historische) relatie geschat tussen enerzijds het rendement op het litigieuze aandeel en anderzijds het rendement op een bepaalde benchmark, vervolgens wordt aan de hand van deze geschatte relatie in combinatie met het in werkelijkheid op de benchmark gemeten rendement voorspeld wat het rendement op het litigieuze aandeel zou zijn geweest zonder de litigieuze informatie. Dit verwachte rendement wordt daarna vergeleken met het in werkelijkheid geobserveerde rendement, en gekeken wordt hoe groot het verschil is. Dit verschil noemt men het ‘abnormale’ of ‘excessieve’ rendement. Aangenomen dat het tijdstip waarop de onderzochte informatie de markt bereikte correct is geïden-

210. Zie over de methodologie van een *event study* onder meer Macey e.a. 1991, p. 1029; Mitchell & Netter 1994, p. 557; Tabak & Dunbar 1999, p. 3-4 en p. 7-11; Ferrell & Saha 2007, p. 166-170; AFM-rapport 2007, p. 3-6; Kaufman & Wunderlich 2010, p. 6-8; Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 172-173 en p. 183-190; Brav & Heaton 2015, p. 589-593; Baker 2016, p. 1226-1231; Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 570-579. Zie hierover onder meer ook de uitspraken *Bricklayers and Trowel Trades Int’l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 86-87 (1st Cir. 2014); *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 253-254 (2d Cir. 2016); *Findwhat Investor Group v. Findwhat.com*, 658 F.3d 1282, 1313 n.31 (11th Cir. 2011); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 309 F.R.D. 251, 264 (N.D. Tex. 2015); *In re REMEC Inc. Securities Litigation*, 702 F. Supp. 2d 1202, 1269-1273 (S.D. Cal. 2010); *In re Enron Corp. Sec., Derivative & ERISA Litigation*, 529 F. Supp. 2d 644, 720 (S.D.Tex. 2006).

211. Terzijde merk ik op dat het de laatste jaren opgekomen verschijnsel van *high frequency trading* zowel kansen als bedreigingen biedt voor de huidige *event study*-methodologie. Zie hierover Levens 2015, p. 1552.

212. Volledigheidshalve merk ik op dat met ‘rendement’ niets anders wordt bedoeld dan de procentuele verandering in de beurskoers gemeten over een bepaalde periode.

tificeerd, en aangenomen dat rondom dit tijdstip geen andere relevante bedrijfsspecifieke informatie werd gepubliceerd, wordt er voorshands van uitgegaan dat het abnormale rendement het koerseffect weerspiegelt van de onderzochte informatie. Vervolgens moet (statistisch) worden getoetst of het geobserveerde abnormale rendement inderdaad op deze informatie is terug te voeren, en of het niet louter op toeval berust. Dit doet men door te toetsen op statistische significantie. Kan het geobserveerde abnormale rendement als statistisch significant worden aangemerkt, dan wordt de nulhypothese dat dit rendement louter aan toeval is te wijten verworpen, en wordt aangenomen dat de geobserveerde koersreactie inderdaad door de litigieuze informatie is veroorzaakt.

Bij het uitvoeren van een *event study* kunnen grosso modo drie stappen worden onderscheiden: eerst wordt het tijdvak bepaald waarin de litigieuze informatie de markt bereikte (de zogenoemde ‘event window’), vervolgens wordt het over dit tijdvak behaalde abnormale rendement berekend, en daarna wordt getoetst of dit abnormale rendement statistisch significant is.²¹³ Deze drie stappen worden hierna achtereenvolgens besproken.

b. Het vaststellen van de event window

De eerste stap in de *event study* is het bepalen van de *event window*.²¹⁴ Wanneer de te onderzoeken mededeling voor de markt als een complete verrassing kwam en daar door de markt nog niet op was geanticipeerd, kan het *begin* van de *event window* gemakkelijk worden vastgesteld. De *event window* begint dan op de dag waarop de mededeling werd gepubliceerd. Wanneer de markt echter al geheel of gedeeltelijk op de litigieuze mededeling vooruit was gelopen, kan het relatief lastig zijn om het begin van de *event window* vast te stellen. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer sprake was van een lek waardoor handel met voorkennis (eventueel in combinatie met geruchtevorming) is ontstaan of wanneer de markt reeds vóór de officiële publicatie *op eigen kracht* tot een juiste voorstelling van zaken kwam.²¹⁵ In dat geval zal het tijdstip moeten worden bepaald waarop marktpartijen bij hun transacties voor het eerst

213. Zie Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 178; Tabak & Dunbar 1999, p. 3-4; Mitchell & Netter 1994, p. 557-558; De Jong 2010, p. 239.

214. Zie hierover onder meer Macey e.a. 1991, p. 1030-1031; Mitchell & Netter 1994, p. 558-559; Tabak & Dunbar 1999, p. 7-8; Krivin e.a. 2003; Marais & Schipper 2005, p. 20; Ferrell & Saha 2007, p. 167-168; AFM-rapport 2007, p. 4; Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 179; Tabak 2015, p. 472-478. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 240-241.

215. Zie in dit verband het vierde scenario in hoofdstuk 4.

HOOFDSTUK 8

rekening begonnen te houden met de litigieuze informatie.²¹⁶ Soms is het problematisch om dit tijdstip exact vast te kunnen stellen, aangezien dergelijke *insider* transacties niet altijd direct hoeven te resulteren in een zichtbare (en significante) koersreactie. Een eventuele oplossing voor dit probleem kan zijn om niet alleen naar de koersbewegingen voorafgaand aan de publicatie van de onderzochte mededeling te kijken, maar om deze koersbewegingen in samenhang te zien met ontwikkelingen in het handelsvolume van het litigieuze aandeel.²¹⁷ Was in de dagen of weken voorafgaand aan de onderzochte mededeling immers sprake van een (statistisch significante) abnormale toename van het handelsvolume²¹⁸ en kan deze toename niet worden verklaard door de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie, dan is zeer aannemelijk dat de oorzaak hiervan is gelegen in het feit dat bepaalde marktpartijen alvast op de publicatie van de litigieuze mededeling vooruit liepen.

Of het vaststellen van het *einde* van de *event window* al dan niet eenvoudig is, hangt ervan af hoe snel de nieuwe informatie beschikbaar komt, en hoe snel deze informatie (correct en volledig) in de koers wordt verwerkt. Meestal zal de nieuwe informatie door middel van één enkele mededeling bekend worden gemaakt, en zal zij in zeer kort tijdsbestek in de koers worden verwerkt. In zo'n geval kan het einde van de *event window* gemakkelijk worden vastgesteld.²¹⁹ De *event window* eindigt dan op de handelsdag waarop de onderzochte mededeling werd gepubliceerd.²²⁰ En

216. Zie hierover Mitchell & Netter 1994, p. 559; Tabak 2015, p. 473-474. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 240.

217. Zie over deze oplossing Prevo & Ter Weel 2010, p. 253-256; Booth 2004, p. 1053-1054. Zie in dit verband ook Mitchell & Netter 1994, p. 559. Verder wijs ik voor het Nederlandse recht op de door de VEB aangespannen procedure tegen Super de Boer. Bij het vaststellen van het tijdstip waarop de litigieuze informatie bekend werd, wordt in deze zaak zowel door de rechtbank als het hof mede gekeken naar ontwikkelingen in het handelsvolume, zie Rb. Utrecht 30 maart 2011, *JOR* 2011/191 (VEB/Super de Boer), m.nt. T.M. Stevens onder *JOR* 2011/193, r.o. 4.18-4.24 respectievelijk Hof Amsterdam 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488, *JOR* 2015/70 (Super de Boer/VEB), m.nt. G.T.J. Hoff, r.o. 4.12 e.v. en Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, *JOR* 2015/71, m.nt. G.T.J. Hoff (Stichting Procedure SdB/VEB), r.o. 2.3 en r.o. 2.7 e.v. Zie over deze zaak uitgebreid De Jong 2016b.

218. Met een 'abnormale' toename in het handelsvolume bedoel ik een toename die niet kan worden verklaard door macro-economische en/of sectorspecifieke ontwikkelingen.

219. Aldus ook Macey e.a. 1991, p. 1031; Mitchell & Netter 1994, p. 559; AFM-rapport 2007, p. 4. Zie in dit verband ook de uitspraak Liberty Media Corp. v. Vivendi Universal S.A., 923 F.Supp.2d 511, 520-522 (S.D.N.Y. 2013).

220. Ik wijs erop dat Rinaudo en Saha in hun analyse van de *event study*-methodologie bij gebruikmaking van *intraday trading data* werken met een variabele lengte van de *event window*, zie Rinaudo & Daha 2014, p. 167.

wanneer de mededeling nabeurs werd gepubliceerd, eindigt de *event window* op de eerstvolgende handelsdag. Overigens kan er in beide gevallen desgewenst voor worden gekozen om de *event window* één dag langer te laten duren, om er zeker van te zijn dat het *volledige* koerseffect van de litigieuze mededeling door de *event window* wordt omvat.²²¹

Het komt echter ook nogal eens voor dat de markt de nieuwe informatie niet meteen op waarde kan schatten, en zij enkele dagen nodig heeft om de nieuwe informatie op correcte (en volledige) wijze in de koers te verwerken.²²² Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin naar aanleiding van de corrigerende mededeling een paniecreactie plaatsvindt, en waarin het enkele dagen duurt voordat de koers zich heeft hersteld.²²³ In zo'n geval moet de *event window* met een aantal handelsdagen worden verlengd om haar mede de periode te laten omvatten waarover het koersherstel plaatsvindt. Zou men dat niet doen en zou de *event window* 'gewoon' worden afgekapt op de handelsdag waarop de corrigerende mededeling werd gepubliceerd (of op de eerste daaropvolgende handelsdag), dan zou de paniecreactie *an sich* worden aangemerkt als het koerseffect van de litigieuze informatie, en zou het nadien ingetreden koersherstel ten onrechte buiten beschouwing worden gelaten.

221. Zie echter ook de uitspraken *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 309 F.R.D. 251, 268-269 (N.D. Tex. 2015) en *In re Intuitive Surgical Sec. Litig.*, 2016 WL 7425926, at * 14-15 (N.D. Cal. Dec. 22, 2016), waarin een twee handelsdagen omvattende *event window* werd afgewezen, en waarin expliciet werd gekozen voor een *event window* van één enkele handelsdag.

222. Vgl. Ferrell & Saha 2007, p. 167-168; Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 112.

223. Het spiegelbeeld van deze situatie is het scenario waarin de koers naar aanleiding van de corrigerende mededeling aanvankelijk niet of nauwelijks reageert, en waarin het enkele dagen of weken duurt voordat de relevantie van de nieuw vrijgekomen informatie door de markt wordt ingezien en de koers dientengevolge daalt. Wat in de praktijk nog wel eens voorkomt, is dat de koers pas reageert op het moment waarop een analistenrapport wordt gepubliceerd waarin de (informatie opgenomen in de) corrigerende mededeling wordt geanalyseerd en in perspectief wordt geplaatst. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 94-95 (1st Cir. 2014); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 267 n. 33 (5th Cir. 2009); *Public Employees' Retirement System of Mississippi v. Amedisys, Inc. (Amedisys II)*, 769 F.3d 313, 323-325 (5th Cir. 2014); *In re Gilead Sciences Securities Litigation*, 536 F.3d 1049, 1057-1058 (9th Cir. 2008); *In re Apollo Group, Inc. Securities Litigation*, 2010 WL 5927988, at *1 (9th Cir. June 23, 2010); *Sapssov v. Health Management Associates, Inc.*, 608 Fed. Appx. 855, 863 (11th Cir. 2015); *Meyer v. Greene*, 710 F.3d 1189, 1197-1200 (11th Cir. 2013); *In re Banc of California Securities Litigation*, 2017 WL 3972456, at *9 (C.D. Cal. Sept. 6, 2017); *In re Winstar Communications*, 2006 WL 473885, at *14-15 (S.D.N.Y. Feb. 27, 2006).

HOOFDSTUK 8

In de situatie waarin de markt enkele dagen nodig heeft om de nieuwe informatie op waarde te schatten, kan het overigens wel problematisch zijn om vast te stellen wanneer nu precies alle informatie (juist en volledig) in de koers is verwerkt.²²⁴ Een eventuele oplossing voor dit probleem kan zijn om te kijken naar ontwikkelingen in het handelsvolume van het litigieuze aandeel.²²⁵ Zolang na publicatie van de litigieuze mededeling immers nog abnormale volumebewegingen worden geobserveerd, en deze volumebewegingen niet kunnen worden verklaard door de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie, is aannemelijk dat de markt nog bezig is de nieuwe informatie te absorberen. Een andere oplossing kan gelegen zijn in het uitvoeren van een zogenoemde ‘content analysis’.²²⁶ Bij deze oplossing wordt gekeken naar berichten in de (sociale) media en/of analistenrapporten die rondom de publicatie van de litigieuze mededeling over de onderzochte vennootschap zijn verschenen, teneinde te achterhalen hoe lang het duurt voordat de markt de nieuwe informatie volledig heeft verwerkt.²²⁷ De gedachte is dat zolang in de (sociale) media en/of door analisten nog over de litigieuze informatie wordt gerapporteerd, de markt kennelijk nog bezig is de nieuwe informatie tot zich te nemen.²²⁸

Wanneer wordt overwogen om de *event window* met een aantal dagen uit te breiden, is het van belang te beseffen dat men bij het bepalen van de lengte van de *event window* wordt geconfronteerd met een zogenoemde ‘trade-off’.²²⁹ Aan de ene kant is het wenselijk om de *event window* een zo lang mogelijke periode te laten beslaan, omdat men dan zeker weet dat het volledige koerseffect dat met de litigieuze informatie verband houdt, in kaart wordt gebracht. De keerzijde van een lang(er) *event window* is echter dat de kans dat tijdens de *event period* ook andere bedrijfsspecifieke informatie en/of ruis op de koers inwerken (het betreft hier zogenoemde ‘confounding events’), aanzienlijk toeneemt.²³⁰ Bij (de

224. Zie over dit probleem uitgebreid Krivin e.a. 2003.

225. Vgl. Tabak & Dunbar 1999, p. 15 en p. 19; Krivin e.a. 2003, p. 9.

226. Een andere oplossing zou nog kunnen zijn om te kijken naar de ontwikkeling in de *intraday volatility* van het litigieuze aandeel. De gedachte is dat zolang na publicatie van de litigieuze informatie nog sprake is van een abnormale *intraday volatility*, de markt nog bezig is de nieuwe informatie te verwerken. Zie over deze oplossing Krivin e.a. 2003, p. 9.

227. Zie over *content analysis* uitgebreid Tabak 2007a.

228. Vgl. Tabak & Dunbar 1999, p. 15 en p. 19. Vgl. ook Morgan, McElroy & Duarte-Silva 2014, p. 2; Tabak 2015, p. 473.

229. Aldus Macey e.a. 1991, p. 1030; Mitchell & Netter 1994, p. 558; Tabak & Dunbar 1999, p. 7-8; Ferrell & Saha 2007, p. 170; De Jong 2010, p. 240.

230. Zie over het probleem van *confounding events* Tabak & Dunbar 1999, p. 11; Ferrell & Saha 2007, p. 168-170; Heys 2011, p. 7; Tabak 2015, p. 474; De Jong 2010, p. 244.

aanwezigheid van) dergelijke *confounding events* zal het in beginsel moeilijker zijn om het koerseffect van de litigieuze informatie te isoleren van de andere informatie die op de koers inwerkt.

In het licht van deze *trade-off* benadruk ik dat het kiezen van de juiste *event window* één van de meest cruciale onderdelen van de *event study* is.²³¹ Voor de uitkomst van de *event study* kan het immers nogal een verschil maken of een iets langer dan wel een iets korter *event window* wordt gekozen, en ook kan het uitmaken waar precies in het tijdvak van de misleiding de *event window* wordt geplaatst.²³² Hierbij moet worden aangetekend dat de uitkomst van de *event study* in het algemeen gevoeliger zal zijn voor de keuze van de (lengte en ligging van de) *event window*, dan voor bijvoorbeeld de keuze van de – hierna *sub c* te bespreken – *estimation window*.²³³ Het kiezen van de juiste *event window* is dan ook het onderdeel van de *event study* waar in het processuele debat over de koersinvloed van de litigieuze informatie doorgaans de meeste onzekerheid (en derhalve discussie) over bestaat. Ter illustratie van deze onzekerheid noem ik hier nog een drietal situaties waarin het vaststellen van de correcte (lengte en ligging van de) *event window* problematisch kan zijn, en waarin dat dus de nodige aandacht behoeft.

In de eerste plaats wijs ik op de situatie waarin de misleiding door verschillende opeenvolgende (expliciete of impliciete) corrigerende mededelingen bekend wordt gemaakt. De corrigerende mededelingen zijn met andere woorden zogenoemde ‘partiële’ corrigerende mededelingen.²³⁴ Twee scenario’s kunnen in dit verband worden onderscheiden.²³⁵ In de eerste plaats kan uit latere (corrigerende) mededelingen blijken dat de omvang van de misleiding groter is dan aanvankelijk (naar aanleiding van eerste corrigerende mededeling) werd verwacht. In dat geval zal de koers in reactie op deze nieuwe informatie verder dalen. In de tweede

231. Aldus ook Tabak & Dunbar 1999, p. 8.

232. Ik wijs er in dit verband op dat de Analysis Group in het deskundigenrapport dat zij (in opdracht van Ageas) heeft opgesteld in het kader van het WCAM-verzoek met betrekking tot de Fortis-schikking heeft gewerkt met een zogenoemde ‘response time’ van 15 minuten. Ter controle heeft de Analysis Group ook berekeningen uitgevoerd met een *response time* van 30 en 45 minuten, maar dat leidde niet tot significante verschillen in uitkomst. Zie Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257 (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.), r.o. 7.15 en Deskundigenrapport Fortis-schikking 2016, § 37-§ 51. De lengte van de *event period* bedroeg in dit geval dus 15 minuten respectievelijk 30 minuten respectievelijk 45 minuten.

233. Vgl. Tabak & Dunbar 1999, p. 9.

234. Zie hierover ook Ferrell & Saha 2007, p. 175-178; Fumerton 2006, p. 97-100; De Jong 2010, p. 225-228.

235. Zie in dit verband ook § 7.3.1.

HOOFDSTUK 8

plaats kan uit latere mededelingen echter ook blijken dat de misleiding kleiner is dan aanvankelijk werd gedacht. In dat geval zal de koers in reactie op dit nieuws stijgen. De complicatie die zich bij verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen voordoet, is dat niet kan worden volstaan met (het analyseren van de koersreactie in) één enkel *event window*. In plaats daarvan moet men werken met verschillende *event windows*, en wel zodanig dat rondom het tijdstip van elke partiële corrigerende mededeling een afzonderlijk *event window* wordt geconstrueerd. Vervolgens moet in elke afzonderlijke *event window* de koersreactie die verband houdt met de desbetreffende partiële mededeling worden geanalyseerd.

In de tweede plaats wijs ik op het scenario dat bekend staat als het ‘uitdoven’ van de koersinflatie als gevolg van het bekend worden van de ware financiële toestand van de vennootschap. Zoals beschreven in hoofdstuk 4, doet dit scenario zich voor wanneer de vennootschap, na gedurende een bepaalde periode de resultaten te rooskleurig te hebben voorgesteld, op een gegeven moment weer correcte resultaten is gaan publiceren, zonder dat zij daar een expliciete winstwaarschuwing aan vooraf heeft laten gaan.²³⁶ Als sindsdien verschillende periodes zijn verstreken waarover de vennootschap correcte winstcijfers heeft gepubliceerd, hebben voor de *huidige* aandelenkoers de misleidende cijfers inmiddels hun relevantie verloren. De koersinflatie die zich aanvankelijk als gevolg van de misleiding had gevormd, is dan geleidelijk ‘uitgedoofd’. Evenals in de hiervoor beschreven situatie, zal ook in dit scenario moeten worden gewerkt met verschillende *event windows*. De eerste *event window* zal moeten worden geconstrueerd rondom het tijdstip waarop de vennootschap voor het eerst weer correcte resultaten ging publiceren. Vervolgens kan iedere daaropvolgende publicatie van (correcte) resultaten worden beschouwd als een soort impliciete corrigerende mededeling en kan rondom elke corrigerende mededeling een afzonderlijk *event window* worden geconstrueerd. De laatste *event window* wordt geconstrueerd rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling waarmee het laatste stukje koersinflatie uit de koers liep. In de praktijk zal het niet zelden lastig zijn deze laatste corrigerende mededeling (correct) te identificeren. Afgezien van de complicatie dat in dit scenario met verschillende *event windows* moet worden gewerkt, doet zich in dit scenario nog een ander probleem voor. Dat probleem is dat de koersreactie die over de verschillende *event windows* wordt gemeten niet alleen het koerseffect weerspiegelt van het (gedeeltelijk) uit de koers lopen van de koersinflatie, maar tevens het koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie die met de desbetreffende publicatie van financiële resultaten naar buiten

236. Zie hierover het derde scenario in hoofdstuk 4 en zie het ook het voorbeeld in de bijbehorende Appendix.

kwam. Aangezien men alleen geïnteresseerd is in het eerstgenoemde koerseffect, zullen beide effecten van elkaar moeten worden geïsoleerd. Over dit probleem kom ik in § 8.4.2.4 nader te spreken.

In de derde plaats wijs ik op de situatie waarin de ware financiële toestand van de vennootschap door kleine stukjes (correcte) informatie geleidelijk aan het licht komt.²³⁷ In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het scenario dat bekend staat als ‘walking down the stock price’. Zoals beschreven in hoofdstuk 4, houdt dit scenario in dat de vennootschap stapje voor stapje informatie publiceert waaruit het beleggende publiek (althans, het professionele deel daarvan) kan afleiden dat de huidige beurskoers te hoog is.²³⁸ Arbitrageurs en andere professionele beleggers zullen op deze nieuw verkregen informatie gaan handelen, met als gevolg dat de koersinflatie geleidelijk zal afnemen. De complicatie die zich in dit scenario voordoet, is dat de misleiding over een relatief lange periode naar buiten komt, zodat in eerste instantie sprake is van een relatief groot *event window*. Hierdoor is de aanzienlijke kans aanwezig dat de beurskoers in deze periode ook wordt beïnvloed door andere bedrijfsspecifieke informatie. Om ondanks de relatief lange periode waarover de misleiding bekend wordt het koerseffect van de litigieuze informatie toch zo nauwkeurig mogelijk in kaart te brengen, moet men proberen om de verschillende tijdstippen waarop de vennootschap met informatie naar buiten kwam, zo goed mogelijk te identificeren.²³⁹ Als dat lukt, is de volgende stap dat rondom elk geïdentificeerd tijdstip een apart *event window* wordt geconstrueerd, en dat voor elke afzonderlijke *event window* de koersreactie die verband houdt met het desbetreffende stukje litigieuze informatie wordt geanalyseerd. Door in plaats van met één groot *event window* met verschillende kleine ‘*sub event windows*’ te werken, kunnen op deze wijze de nadelen van een groot *event window* dus worden vermeden.

c. Berekenen abnormale rendement door te corrigeren voor de koersinvloed van markt- en/of sectorspecifieke factoren

1. Het marktmodel

Wanneer de *event window* eenmaal is vastgesteld, is de volgende stap in de *event study* om over de *event period* het zogenoemde ‘abnormale rende-

237. Vgl. Mitchell & Netter 1994, p. 559; Ferrell & Saha 2007, p. 168; De Jong 2010, p. 241.

238. Zie het derde scenario in hoofdstuk 4.

239. Bij het identificeren van de verschillende tijdstippen kan het onder meer behulpzaam zijn om te kijken naar ontwikkelingen in het handelsvolume en om gebruik te maken van *content analysis*.

HOOFDSTUK 8

ment' te berekenen, dat wil zeggen het rendement dat is terug te voeren op de litigieuze informatie (ervan uitgaande dat er in deze periode geen andere bedrijfsspecifieke informatie werd gepubliceerd).²⁴⁰ Dit abnormale rendement wordt verkregen door de over de *event period* geobserveerde koersreactie te corrigeren voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren. In de praktijk vindt deze correctie meestal plaats aan de hand van het zogenoemde 'marktmodel'.²⁴¹ Het marktmodel is een statistisch-theoretisch model dat een relatie veronderstelt tussen enerzijds het rendement van het litigieuze aandeel en anderzijds het rendement op een markt- en/of sector-index. Algebraïsch ziet dit model er als volgt uit:²⁴²

$$r_t = \alpha + \beta_1 M_t + \beta_2 I_t + \varepsilon_t ,$$

waarbij r_t , M_t en I_t staan voor respectievelijk het rendement gemeten over periode t op het litigieuze aandeel, een relevante marktindex en een relevante sectorindex, waarbij α , β_1 en β_2 de modelparameters zijn, en waarbij ε_t staat voor de storingsterm, die niet is gecorreleerd met (het rendement op) de marktindex of de sector-index en die een verwachtingswaarde heeft van nul. In het marktmodel wordt dus ervan uitgegaan dat het rendement van het litigieuze aandeel een *lineaire* functie is zowel van het marktrendement als het sectorrendement. Hierbij is parameter β_1 een maatstaf voor de gevoeligheid van het eerstgenoemde rendement voor het marktrendement, en parameter β_2 een maatstaf voor de gevoeligheid van dit rendement voor het sectorrendement.²⁴³ Verder merk ik op dat het in de praktijk gebruikelijk is om de genoemde rendementen te meten over het tijdsinterval van één dag (het onderschrift t staat dus voor de duur van één handelsdag), maar dat het desgewenst ook mogelijk is om de rendementen te meten over een korter dan wel langer tijds-

240. Over het scenario waarin tijdens de *event period* ook andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie bekend wordt gemaakt, kom ik hierna nog te spreken.

241. Ook andersoortige modellen dan het marktmodel zijn denkbaar om het rendement van het litigieuze aandeel te relateren aan externe factoren. Zie hierover AFM-rapport 2007, p. 4-5. Verder wijs ik in dit verband op Adams & Runkle 1997, p. 1128-1135. De laatstgenoemde auteurs maken gebruik van de zogenoemde 'arbitrage pricing theory' en ontwikkelen in dat verband een *multi-factor model*.

242. Voor de exacte specificatie van het model zijn vele alternatieven denkbaar. Zie bijvoorbeeld Prevoo & Ter Weel 2010, p. 242-245 en p. 272-275; Bruegger & Dunbar 2009, p. 16-17; Gelbach, Helland & Klick 2009, p. 4-5; AFM-rapport 2007, p. 5-6; Ferrell & Saha 2007, p. 166-167; Finnerty & Pushner 2003, p. 221-224. In essentie gaat het in deze artikelen steeds om hetzelfde model.

243. Ik wijs erop dat het in de praktijk vaak voorkomt dat de sector-index wordt weggelaten en dat wordt volstaan met de marktindex. Zie in dit verband onder meer AFM-rapport 2007, p. 5 en Macey e.a. 1991, p. 1023.

interval (bijvoorbeeld per uur of per minuut respectievelijk per week of per maand).

Het marktmodel wordt geschat met behulp van zogenoemde ‘regressie-analyse’. Regressieanalyse is een statistische techniek die kan worden gebruikt om de samenhang te meten tussen een bepaalde te onderzoeken grootheid (de zogenoemde ‘afhankelijke variabele’) en een of meer andere variabelen (de zogenoemde ‘onafhankelijke variabelen’).²⁴⁴ Toepassing van regressieanalyse op het marktmodel houdt dus in dat een relatie wordt geschat tussen enerzijds het rendement op het litigieuze aandeel en anderzijds het marktrendement en het sectorrendement. Bij het schatten van deze relatie zal – naast de keuze voor (lengte en ligging van) de *event window* – een tweetal nieuwe keuzes in de analyse moeten worden gemaakt. In de eerste plaats zal een keuze moeten worden gemaakt voor het tijdvak waarover deze relatie wordt geschat. In de tweede plaats zal een keuze moeten worden gemaakt voor de markt- en sector-index die in de regressie worden gebruikt als verklarende variabelen. Over beide keuzes kom ik hierna nog te spreken.

Als het marktmodel eenmaal is geschat, kan aan de hand van de geschatte parameters α , β_1 en β_2 in combinatie met het in werkelijkheid geobserveerde markt- en sectorrendement worden voorspeld wat het rendement zou zijn geweest bij afwezigheid van de litigieuze informatie. Dit verwachte rendement wordt vervolgens vergeleken met het actuele rendement op het litigieuze aandeel, en het verschil betreft het abnormale rendement.^{245, 246} Algebraïsch ziet dit er als volgt uit:

244. Zie voor een introductie over regressieanalyse bijvoorbeeld Heij e.a. 2004, p. 75 e.v.; Brooks 2014, p. 75 e.v. Voor een voorbeeld van de toepassing van regressieanalyse in de Nederlandse rechtspraak wijs ik op het arrest Hof ’s-Gravenhage 24 november 2009, ECLI:NL:GHSGR:2009:BL0569 (Gabo B.V./Gemeente Vianen), r.o. 4.

245. In de praktijk komt het nogal eens voor dat de *corrigerende* mededeling niet alleen een koersreactie bij de onderzochte beursvennootschap tot gevolg heeft, maar tevens een koersreactie uitlokt bij sectorgenoten (zogenoemde ‘peers’) van deze vennootschap. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap wereldkundig maakt dat een bepaald risico waaraan zij bloot stond zich ten kwade heeft gerealiseerd, terwijl haar *peers* aan een vergelijkbaar risico bloot staan zonder dat de markt zich dat tot dusver heeft gerealiseerd. Wanneer in zo’n geval de corrigerende mededeling zijn weerslag heeft zowel op de beurskoers van de onderzochte beursvennootschap als op die van haar *peers*, leidt dat tot complicaties bij het berekenen van het (door de *corrigerende* mededeling veroorzaakte) abnormale rendement. Deze complicaties werk ik hier niet verder uit. Zie over dit probleem in de literatuur Booth 2015, p. 47, voetnoot 30 en p. 51, voetnoot 42; Fox 2015, p. 443, voetnoot 19. Zie hierover in de rechtspraak de uitspraak Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 309 F.R.D. 251, 278 & n. 41 en 280 (N.D. Tex. 2015).

246. Een complicatie die in het verlengde ligt van de in de vorige voetnoot genoemde complicatie, doet zich voor wanneer de *misleidende* mededeling niet alleen een

HOOFDSTUK 8

$$ar_t = r_t - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 M_t + \hat{\beta}_2 I_t),$$

waarbij ar_t staat voor het abnormale rendement op het onderzochte aandeel over periode t .

Zoals hierboven *sub b* uiteengezet, is het niet ongebruikelijk dat de *event window* meer dan één handelsdag beslaat. Als men in zo'n geval de koersinvloed van de litigieuze informatie wil bepalen, kan niet worden volstaan met het berekenen van het abnormale rendement op één enkele handelsdag. In plaats daarvan moet over de *gehele event window* het zogenoemde 'cumulative abnormal return' ('*CAR*') worden berekend.²⁴⁷ Dit houdt in dat eerst voor alle dagen uit de *event period* afzonderlijk het abnormale rendement wordt berekend, en dat vervolgens de afzonderlijke abnormale rendementen van de verschillende *event days* worden gecumuleerd.²⁴⁸ Algebraïsch ziet dit er als volgt uit:

$$CAR = \prod_{t=1}^T (1 + ar_t) - 1,$$

waarbij T staat voor het totaal aantal dagen in de event window.²⁴⁹ Bij een *event period* die meer dan één handelsdag omvat, meet de *CAR* dus het *totale* koerseffect van de litigieuze informatie.

koersreactie bij de onderzochte beursvennootschap tot gevolg heeft, maar tevens een koersreactie uitlokt bij haar *peers*. Gedacht kan worden aan de situatie waarin de vennootschap ten onrechte *goed* nieuws publiceert, dat tevens *slecht* nieuws impliceert voor haar *peers*. Zij misleidt de markt bijvoorbeeld door bekend te maken een zeer effectief (en daarmee lucratief) nieuw medicijn te hebben uitgevonden, dat de medicijnen van haar concurrenten vanaf nu overbodig maakt. Wanneer in zo'n geval de misleidende mededeling zijn weerslag heeft zowel op de beurskoers van de onderzochte beursvennootschap als op die van haar *peers*, levert dat eveneens problemen op bij het berekenen van het (door de *misleidende* mededeling veroorzaakte) abnormale rendement. Ook deze problemen werk ik hier niet verder uit. Vgl. in dit verband de weerlegging van de kritiek van de door de eisende beleggers geraadpleegde deskundige op het deskundigenrapport van de door de vennootschap geraadpleegde deskundige in de uitspraak *In re Finisar Corporation Securities Litigation*, 2017 WL 6026244, at *9 (N.D. Cal. Dec. 5, 2017).

247. Dit geldt ook voor de situatie waarin met meerdere *event windows* wordt gewerkt, die elk afzonderlijk uit een of meer handelsdagen bestaan.

248. Zie ook Macey e.a. 1991, p. 1032; Mitchell & Netter 1994, p. 570; Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 111; AFM-rapport 2007, p. 5; De Jong 2010, p. 244.

249. Ik wijs erop dat om de *cumulative abnormal return* te berekenen, niet simpelweg de *abnormal returns* van de verschillende *event days* bij elkaar op mogen worden geteld (dit zou alleen mogen wanneer met *logaritmische rendementen* zou worden gewerkt). Zou men dat namelijk doen, dan zou daarmee worden miskend dat het basisbedrag van waaruit het dagelijkse rendement wordt berekend, van dag tot dag verandert. Om de

2. *Keuze van de ‘estimation window’*

Alvorens het marktmodel te kunnen schatten, zal zoals gezegd eerst een keuze moeten worden gemaakt voor de *periode* waarover de relatie tussen het rendement op het litigieuze aandeel en het markt- en sectorrendement wordt geschat (de zogenoemde ‘*estimation window*’ of ‘*estimation period*’).²⁵⁰ Deze keuze omvat twee deelkeuzes. In de eerste plaats zal een keuze moeten worden gemaakt over de *ligging* van de *estimation window*, in de tweede plaats zal een keuze moeten worden gemaakt over de *lengte* van de *estimation window*.²⁵¹ Over de *ligging* van de *estimation window* merk ik op dat het wenselijk is voor deze periode een tijdvak te kiezen dat zo dicht mogelijk in de buurt ligt van de *event period*.²⁵² De reden hiervoor is dat de (statistische) relatie tussen het rendement op het litigieuze aandeel en het markt- en sectorrendement in de tijd kan veranderen.²⁵³ Wanneer voor de *estimation period* dus een tijdvak zou worden gekozen dat (in de tijd gezien) ver is verwijderd van de *event period*, bestaat het reële gevaar dat de over de *estimation period* geschatte relatie niet representatief (meer) is voor de relatie die bestond ten tijde van de *event period*. Dit zou als consequentie kunnen hebben dat de (uitkomst van de) *event study* onbetrouwbaar wordt.

Ervan uitgaande dat het mogelijk is een *estimation period* te kiezen die in de buurt ligt van de *event period*, is vervolgens de vraag hoe de *estimation window* precies wordt geconstrueerd. Hiervoor bestaan grosso modo drie mogelijkheden.²⁵⁴ Ten eerste kan de *estimation window* worden geplaatst vlak *vóór* het tijdvak van de *event window*, ten tweede kan zij worden geplaatst *rondom* het tijdvak van de *event window*, ten derde kan zij worden geplaatst vlak *na* het tijdvak van de *event window*. In de praktijk wordt meestal gekozen voor de eerstgenoemde optie, maar ook de tweede en derde optie komen wel voor. Een situatie waarin voor de tweede optie

cumulative abnormal return te verkrijgen moet men daarom met een soort samengestelde renteberekening werken. Men kan dit vergelijken met de wijze waarop bij een rentedragende spaarrekening het bedrag aan spaarrente wordt berekend. Zie over dit probleem Mitchell & Netter 1994, p. 570 en Bruegger & Dunbar 2009, p. 22-24.

250. Voor een aansprekend voorbeeld uit de rechtspraak waarin de *estimation window* ter discussie stond, wijs ik op de uitspraak *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 309 F.R.D. 251, 264-265 (N.D. Tex. 2015).

251. Zie over deze keuzes in de Amerikaanse (juridische) literatuur Tabak & Dunbar 1999, p. 8; Marais & Schipper 2005, p. 20-21. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2015, p. 323.

252. Aldus Tabak & Dunbar 1999, p. 9.

253. Voor een geavanceerde(re) oplossing voor het probleem van een in de tijd fluctuerende (statistische) relatie tussen het rendement op het litigieuze aandeel en het markt- en sectorrendement wijs ik op de studie Renzi-Ricci 2016 over het schatten van de *Beta* aan de hand van de zogenoemde ‘Kalman filter’.

254. Aldus Tabak & Dunbar 1999, p. 9.

HOOFDSTUK 8

wordt gekozen, is wanneer in de *event study* met verschillende *event windows* wordt gewerkt, waarbij de afzonderlijke *event windows* over een wat langere periode zijn gespreid (zie voor verschillende scenario's waarin dat het geval kan zijn hierboven *sub b*). Om in zo'n situatie een representatieve schatting van het marktmodel te krijgen, ligt het voor de hand om de *estimation window* rondom de verschillende *event windows* te plaatsen, en wel zodanig dat de periodes die tussen de verschillende *event windows* liggen, door de *estimation window* worden omsloten. Een situatie waarin voor de derde optie wordt gekozen, is wanneer er voor de periode die is gelegen vóór de *event period* onvoldoende handelsdagen (en derhalve koersdata) beschikbaar zijn om daarbinnen een *estimation window* te construeren die voldoende lang is (lees: voldoende handelsdagen bevat) om betrouwbare schattingen te krijgen.²⁵⁵ In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de situatie waarin de *event period* kort volgt (bijvoorbeeld aantal dagen of weken) op het tijdstip van een beursintroduktie.²⁵⁶ Aangezien er bij een beursintroduktie voor de periode vlak na de *event window* waarschijnlijk wel voldoende handelsdagen beschikbaar zijn, ligt het in zo'n geval voor de hand om de *estimation window* na het tijdvak van de *event window* te plaatsen. Een andere situatie waarin het de voorkeur verdient om de *estimation window* na het tijdvak van de *event window* te plaatsen, is wanneer de periode vóór de *event window* qua beleggerssentiment en volatiliteit niet overeenkomt met – en derhalve niet representatief is voor – de *event period*.²⁵⁷ In zo'n geval is de relatie tussen het rendement op het litigieuze aandeel en het markt- en sectorrendement in de periode vóór de *event window* immers niet representatief voor de relatie tussen deze variabelen ten tijde van de *event window*.

Over de lengte van de *estimation period* merk ik op dat hier – evenals bij de lengte van de *event window* het geval was – wederom sprake is van een 'trade-off'.²⁵⁸ Aan de ene kant geldt dat hoe langer de *estimation window* is, hoe meer handelsdagen met koersdata zij bevat, en dus hoe accurater de schatting van het marktmodel. Aan de andere kant geldt dat hoe verder het begin- of eindpunt van de *estimation window* (in de tijd gezien) is verwijderd van de *event period*, hoe waarschijnlijker het is dat de over

255. Vgl. Tabak & Dubar 1999, p. 9.

256. In de situatie waarin de *event period* niet al te dicht is gelegen bij het tijdstip van de IPO, kan er eventueel ook voor worden gekozen om de *estimation window* rondom de *event period* te plaatsen. Wel moet er in dat geval rekening mee gehouden worden dat in de eerste dagen en/of weken na de IPO wellicht sprake is geweest van marktstabilisatie door de begeleidende banken.

257. Vgl. in dit verband Baker 2016, p. 1229.

258. Aldus Tabak & Dunbar 1999, p. 9.

de *estimation period* geschatte relatie niet representatief meer is voor de relatie ten tijde van de *event period*.²⁵⁹

3. Keuze van de markt- en sectorindex

Om het marktmodel te kunnen schatten, zal tevens nog een keuze moeten worden gemaakt voor de (samenstelling van de) markt- en sector-index die in de regressie worden gebruikt als verklarende variabelen.²⁶⁰ Over de keuze van de *marktindex* zal doorgaans geen discussie bestaan. In de Verenigde Staten ligt het voor de hand om te kiezen voor een standaard marktindex als de *S&P 500* of de *Dow Jones*, in Nederland ligt het voor de hand om te kiezen voor de *AEX*. De keuze van de juiste sector-index is echter minder triviaal. Dit omdat niet altijd een standaard sector-index beschikbaar zal zijn, en als die wel beschikbaar is, hoeft deze niet zonder meer geschikt te zijn voor de in het concrete geval uit te voeren regressie (bijvoorbeeld omdat het profiel van de onderzochte beursvennootschap te veel afwijkt van het profiel van (een deel van) de vennootschappen uit de index). De consequentie hiervan is dat over de juiste samenstelling van de sector-index de nodige discussie zal bestaan.²⁶¹

Een eerste manier om de discussie over de juiste samenstelling van de sector-index te beslechten, is door gebruik te maken van openbare (en objectieve) informatiebronnen.²⁶² Men kan bijvoorbeeld kijken naar de vennootschappen die in het (halfjaarlijkse) bestuursverslag door de onderzochte beursvennootschap zelf als haar *peers* worden genoemd en/of naar de vennootschappen die in analistenrapporten als haar *peers* worden aangemerkt, en aan de hand van deze vennootschappen een eigen sector-index samenstellen.²⁶³ En indien wel standaard sector-indices

259. Hakala wijst nog op een ander interessant probleem dat zich voordoet bij de keuze van de *estimation window*, zie Hakala 2017. Hakala laat aan de hand van ‘Monte Carlo’-simulatie zien dat als de *estimation window* veel handelsdagen bevat waarop relevant bedrijfsspecifiek nieuws werd gepubliceerd, dit leidt tot een *onzuivere* schatting van het marktmodel en daarmee tot een *onzuivere* schatting van het abnormale rendement behorend bij het te onderzoeken *event*. Tevens leidt het tot een te *hoog* ingeschatte *standard error of the regression*, waardoor de bijbehorende *test statistic* ten onrechte op een te *laag* niveau wordt vastgesteld. Dit laatste kan weer tot gevolg hebben dat de nulhypothese die wordt getoetst (kort gezegd houdt die in dat het te onderzoeken *event* geen statistisch significant koerseffect had) ten onrechte *niet* wordt verworpen. Zie over het toetsen op statistische significantie verder hierna *sub d*.

260. Zie over deze keuze in de literatuur Tabak & Dunbar 1999, p. 9-10; Marais & Schipper 2005, p. 21.

261. Zie in dit verband bijvoorbeeld de uitspraak Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 309 F.R.D. 251, 267-268 (N.D. Tex. 2015).

262. Vgl. Tabak & Dunbar 1999, p. 9-10.

263. Aldus ook Ferrell & Saha 2007, p. 167.

HOOFDSTUK 8

beschikbaar zijn, kan ook worden gekeken naar de samenstelling van deze indices en aan de hand daarvan een passende sector-index samenstellen.²⁶⁴ Desgewenst is het uiteraard ook mogelijk deze standaard indices ‘gewoon’ integraal over te nemen.

Een andere manier om duidelijkheid te krijgen over de juiste (samenstelling van de) sector-index, is door te kijken naar de mate waarin het rendement op het litigieuze aandeel en het sector-rendement met elkaar samenhangen.²⁶⁵ De sterkte van deze samenhang kan worden gemeten door over de zojuist gekozen *estimation period* een (voorlopige) regressieanalyse uit te voeren naar de relatie tussen enerzijds het rendement op het litigieuze aandeel en anderzijds het rendement op de *reeds geselecteerde* marktindex en het rendement op de *nog te selecteren* sector-index (bedoeld wordt de sector-index die men overweegt te gebruiken in de *definitieve* regressieanalyse), en door vervolgens te kijken naar de zogenoemde ‘R-squared’ van de regressie.²⁶⁶ De *R-squared* is een standaard *output statistic* van elke regressie en vormt een maatstaf voor de sterkte van de relatie tussen de afhankelijke variabele (in dit geval het rendement op het litigieuze aandeel) en de verklarende variabelen (in dit geval het marktrendement en het sectorrendement).²⁶⁷ In het algemeen geldt hoe groter de *R-squared*, hoe sterker deze relatie. Een andere maatstaf om de sterkte van de relatie tussen het rendement op het litigieuze aandeel en (specifiek) het sectorrendement te beoordelen, is de grootte van de (in voormelde regressie) geschatte parameter behorend bij het sectorrendement (parameter $\hat{\beta}_2$).²⁶⁸ Deze parameter meet zoals ik al opmerkte de gevoeligheid van het rendement van het litigieuze aandeel voor het sectorrendement. Hoe groter deze parameter (of anders gezegd: hoe meer (statistisch) significant deze parameter afwijkt van nul), hoe sterker voormelde relatie.

d. Het toetsen op statistische significantie

Als het over de *event period* gemeten actuele rendement afwijkt van het (op basis van de regressieanalyse) verwachte rendement (dus als het gemeten *abnormale* rendement groter of kleiner is dan nul), wil dat uiteraard nog niet meteen zeggen dat de litigieuze informatie de beurskoers ook daadwerkelijk heeft beïnvloed. Een positieve of negatieve

264. Denk bijvoorbeeld aan sector-indices als de NYSE Energy Index, de NYSE Healthcare Index, de NYSE Financial Index of de NYSE Arca Tech 100 Index.

265. Aldus Tabak & Dunbar 1999, p. 10.

266. Zie in dit verband ook Marais & Schipper 2005, p. 14-15.

267. Zie voor een introductie over de *R-squared* bijvoorbeeld Heij e.a. 2004, p. 75 e.v.; Brooks 2014, p. 151 e.v.

268. Vgl. Tabak & Dunbar 1999, p. 10.

koersuitslag is immers een normaal (en dagelijks voorkomend) verschijnsel op de beurs, en zo'n koersuitslag kan zich ook voordoen wanneer er op de desbetreffende handelsdag in het geheel geen (relevant) nieuws werd gepubliceerd.²⁶⁹ Om te kunnen beoordelen of er daadwerkelijk sprake is van een causaal verband tussen (het publiceren van) de litigieuze informatie en het geobserveerde abnormale rendement, moet men daarom toetsen of dit rendement *statistisch significant* is.²⁷⁰ Dit houdt in dat wordt gekeken of de absolute waarde van het geobserveerde abnormale rendement zodanig groot (en daarmee uitzonderlijk) is, dat – statistisch gezien – kan worden uitgesloten dat het hier louter om een toevalstreffer gaat.^{271,272}

De procedure voor het toetsen van statistische significantie is als volgt.²⁷³ Eerst wordt de zogenoemde ‘nulhypothese’ opgesteld (deze duidt men meestal aan met H_0). Deze nulhypothese luidt dat het geobserveerde abnormale rendement *niet* significant afwijkt van nul. Anders gezegd luidt de nulhypothese dat het geobserveerde abnormale rendement *niet* werd veroorzaakt door de litigieuze informatie, en dat dit louter een toevalstreffer was. Deze nulhypothese wordt getoetst tegen de *tweezijdige*

269. Vgl. Bruegger & Dunbar 2009, p. 20-21.

270. Wanneer de *event window* meer dan één handelsdag beslaat, gaat het uiteraard om de statistische significantie van de *cumulative abnormal return*. Zie over de *cumulative abnormal return* hierboven *sub c* (onder het eerste kopje ‘Het marktmodel’).

271. Ik benadruk dat statistische significantie niet hetzelfde is als (het bestaan van een) causaal verband. Wordt over de *event period* echter een abnormaal rendement gemeten dat statistisch significant is en bestaat voor deze statistische significantie geen alternatieve verklaring (zoals de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie), dan kan met een redelijke mate van waarschijnlijkheid worden aangenomen dat dit abnormale rendement door de litigieuze informatie werd veroorzaakt.

272. Aangezien in het kader van de aansprakelijkheidsvraag het geobserveerde abnormale rendement in de praktijk altijd nog moet worden getransformeerd naar een absoluut geldbedrag, betogen Saha en Ferrell dat het eigenlijk onjuist is om voor het (oordeel over het) causaal verband te kijken naar de statistische significantie van het abnormale *rendement*. Saha en Ferrell achten het in dit verband zuiverder om te kijken naar de statistische significantie van het met het geobserveerde abnormale rendement corresponderende *geldbedrag*. Met behulp van methoden van wiskundige statistiek tonen zij vervolgens aan dat de *test statistic* behorend bij het abnormale rendement verschilt van de *test statistic* behorend bij het met dit rendement corresponderende geldbedrag. Hieruit leiden zij af dat wanneer het geobserveerde abnormale rendement statistisch significant is, dit niet automatisch hoeft te betekenen dat ook het corresponderende geldbedrag statistisch significant is. Zie uitgebreid Saha & Ferrell 2011. De analyse van Saha en Ferrell wordt echter fel bekritiseerd door Duarte-Silva & Tripolski Kimel 2014.

273. Zie hierover in de literatuur Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 573-579. Zie in dit verband ook de heldere uiteenzetting in de uitspraak *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 182-185 (S.D.N.Y. 2010).

HOOFDSTUK 8

alternatieve hypothese dat het geobserveerde abnormale rendement *wel* significant afwijkt van nul,²⁷⁴ dan wel – indien de onderzoeksvraag daar aanleiding toe geeft – tegen de *eenzijdige alternatieve* hypothese dat het geobserveerde abnormale rendement significant *kleiner* is dan nul (of wanneer wordt verondersteld dat de litigieuze informatie een *positief* koerseffect heeft, tegen de *eenzijdige alternatieve* hypothese dat het geobserveerde abnormale rendement significant *groter* is dan nul).²⁷⁵

Vervolgens wordt de zogenoemde ‘*probability value*’ (*p-value*) berekend. De *p-value* (in het Nederlands: *p-waarde* of *overschrijdingskans*) van een gegeven steekproefuitkomst is de kans om een uitkomst zo extreem als, of extremer dan, de actuele steekproefuitkomst te krijgen *ervan uitgaande dat de nulhypothese juist is*.²⁷⁶ Om deze *p-waarde* te kunnen berekenen, moet het geobserveerde abnormale rendement eerst worden getransformeerd naar een standaard *test-statistic*.²⁷⁷ Deze transformatie houdt in dat eerst het onder de nulhypothese verwachte abnormale rendement (bedoeld wordt het verwachte abnormale rendement onder de aanname dat de nulhypothese juist is) van het geobserveerde abnormale rendement wordt afgetrokken, en dat vervolgens dit verschil wordt gedeeld door de standaarddeviatie van de (onderliggende populatie van) abnormale rendementen.²⁷⁸ Het resultaat is de te analyseren *test-statistic* (de *test-statistic* wordt meestal aangeduid met de hoofdletter *Z* of de hoofdletter *T*, al naar gelang wordt uitgegaan van een *normale* dan wel een *Student’s t-verdeling*). Algebraïsch kan dit als volgt worden uitgedrukt:

$$Z \text{ (of } T) = \frac{ar_t - E[ar_t | H_0]}{\sigma},$$

waarbij ar_t staat voor het geobserveerde abnormale rendement, $E[ar_t | H_0]$ staat voor het verwachte abnormale rendementen onder de aanname

274. Met ‘significant afwijken van nul’ wordt bedoeld dat het geobserveerde abnormale rendement significant groter *dan wel* kleiner is dan nul.

275. In de Amerikaanse *securities litigation*-praktijk is het gebruikelijk om de nulhypothese dat het gemeten abnormale rendement significant afwijkt van nul *tweezijdig* te toetsen. Fisch, Gelbach & Klick bekritisieren deze praktijk en bepleiten dat deze hypothese *eenzijdig* moet worden getoetst, zie Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 590-594 en zie eerder reeds Gelbach, Helland & Klick 2009, p. 7-9. Zie in dit verband ook Brav & Heaton 2015, p. 591-592, voetnoot 21. Zie over de keuze tussen eenzijdig versus tweezijdig toetsen ook het processuele debat in de uitspraak *In re Novatel Wireless Securities Litigation*, 910 F. Supp. 2d 1209, 1216 (S.D. Ca. 2012).

276. Zie in dit verband ook *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 183-184 (S.D.N.Y. 2010) en Tabak & Lee 2010, p. 2-3.

277. Zie hierover onder meer Macey 1991 e.a., p. 1037-1040; Mitchel & Netter 1994, p. 562-565; Bruegger & Dunbar 2009, p. 20-22; Gelbach, Helland & Klick 2009, p. 6.

278. De standaarddeviatie is een statistische grootheid die de spreiding van een variabele rond zijn gemiddelde meet.

dat de nulhypothese juist is, en σ staat voor de standaarddeviatie van de onderliggende populatieverdeling van abnormale rendementen.²⁷⁹ Om de aldus berekende *test-statistic* vervolgens te kunnen vertalen naar een p-waarde, moet bekend zijn wat de onderliggende statistische verdeling van de *test-statistic* is. In de Amerikaanse praktijk wordt meestal uitgegaan van een zogenoemde ‘normale verdeling’.²⁸⁰ Zolang men aanneemt dat de storingsterm (ε_t) van het marktmodel *normaal* is verdeeld, is dat een plausibel uitgangspunt.²⁸¹ Aan de hand van de bekende grenswaarden (ook wel genoemd ‘kritieke waarden’) van de *standaard normale* verdeling, kan aan de verkregen *test-statistic* vervolgens een p-waarde worden toegekend. Is in werkelijkheid echter niet voldaan aan de aanname van een *normaal* verdeelde storingsterm (ε_t), dan mag men ook voor de te analyseren *test-statistic* niet van een *normale* verdeling uitgaan.²⁸² In dat geval verdient het

-
279. Aangezien de werkelijke standaarddeviatie van de (onderliggende populatie van) abnormale rendementen niet bekend is, wordt in de praktijk meestal gebruik gemaakt van de zogenoemde ‘standard error of the regression’. Deze *standard error of the regression* staat voor de standaarddeviatie van de zogenoemde ‘residuen van de regressie’. De residuen van de regressie zijn de verschillen tussen enerzijds de *actuele* rendementen en anderzijds de *voorspelde* rendementen zoals die zijn verkregen via de regressie. De residuen zijn dus niets anders dan de abnormale rendementen gemeten over de *estimation period*. De *standard error of the regression* kan men daarom ook wel zien als een maatstaf voor de spreiding van de actuele rendementen rondom de voorspelde rendementen tijdens de *estimation period*.
280. De normale verdeling is een begrip uit de kansrekening. Voor natuurlijk voorkomende verschijnselen blijkt de normale verdeling een goede beschrijving te zijn van de frequentie waarmee bepaalde meetwaarden kunnen worden aangenomen. Daarom wordt bij het analyseren van een bepaalde statistische grootte vaak een normale verdeling verondersteld voor de onderliggende populatieverdeling.
281. Op basis van methoden van wiskundige statistiek kan namelijk worden afgeleid dat wanneer de storingsterm (ε_t) van het marktmodel *normaal* is verdeeld, de te analyseren *test-statistic* *Student’s t* is verdeeld. De *Student’s t*-verdeling is voor reguliere steekproefgroottes op haar beurt weer (bij benadering) gelijk aan de *standaard normale* verdeling. Daarom mag men bij een *normaal* verdeelde storingsterm ook een *normale* verdeling veronderstellen voor de te analyseren *test-statistic*. Zie hierover onder meer Gelbach, Helland & Klick 2013, p. 496-497.
282. Wanneer de storingsterm (ε_t) niet normaal is verdeeld, is dat eigenlijk alleen problematisch bij *event studies* die betrekking hebben op één enkel *event* bij één enkele vennootschap (de zogenoemde ‘single-firm, single-event studies’). Bij *event studies* die betrekking hebben op meerdere *events* bij meerdere vennootschappen, doet de exacte kansverdeling van de storingsterm er eigenlijk niet zo veel toe. Bij de laatstgenoemde *event studies* mag men voor de te analyseren *test-statistic* namelijk ook een normale verdeling veronderstellen, wanneer de storingsterm (ε_t) *niet* normaal is verdeeld. Zie hierover onder meer MacKinlay 1997, p. 20-24; Gelbach, Helland & Klick 2013, p. 496-497. En zie over de verschillende statistische problemen waarmee men bij *single-firm, single-event studies* wordt geconfronteerd uitgebreid Fisch,

HOOFDSTUK 8

de voorkeur om gebruik te maken van methoden van zogenoemde ‘non-parametrische’ statistiek.²⁸³ Dit laatste laat ik hier verder rusten.

Is de berekende p-waarde *kleiner* dan een vooraf gekozen significantieniveau (meestal wordt gekozen voor een niveau van 5%), dan betekent dit dat het geobserveerde abnormale rendement – onder de aanname dat de nulhypothese juist is, dus onder de aanname dat de litigieuze informatie geen koersinvloed had – als *te* extreem (of anders gezegd: als *te* toevallig) wordt ervaren.²⁸⁴ De nulhypothese wordt dan verworpen met als gevolg dat het geobserveerde rendement als statistisch significant wordt aangemerkt. Dit betekent dat *statistisch gezien* het koerseffect wordt geacht door de litigieuze informatie te zijn veroorzaakt. Is de berekende p-waarde daarentegen *groter* dan het gekozen significantieniveau, dan wordt het geobserveerde abnormale rendement *niet* als *te* extreem ervaren. In dat geval kan de nulhypothese niet worden verworpen en wordt het geobserveerde rendement niet als statistisch significant aangemerkt.

Wat de keuze van het significantieniveau betreft waartegen de nulhypothese wordt getoetst, is het van belang op te merken dat deze keuze in essentie een ‘trade off’ impliceert tussen twee typen fouten.²⁸⁵ De eerste fout is dat de nulhypothese ten onrechte wordt verworpen, met andere woorden dat ten onrechte wordt aangenomen dat de litigieuze informatie de beurskoers heeft beïnvloed, terwijl dat in werkelijkheid *niet* het geval was. Deze fout noemt men een zogenoemde ‘type I-fout’. De tweede fout is dat de nulhypothese ten onrechte *niet* wordt verworpen, met andere woorden dat ten onrechte wordt aangenomen dat de litigieuze informatie de beurskoers *niet* heeft beïnvloed, terwijl dat in werkelijkheid *wel* het

Gelbach & Klick 2018; Gelbach, Helland & Klick 2013, p. 506-517; Dove, Heath & Heaton 2019; Hakala 2017, p. 1-6; Baker 2016, p. 1235-1238; Brav & Heaton 2015. Zie hierover in de rechtspraak onder meer de uitspraken *In re Petrobras Securities Litigation*, 862 F.3d 250, 278-279 (2d Cir. 2017); *Strougo v. Barclays PLC*, 312 F.R.D. 307, 321-322 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 875 F.3d 79 (2d Cir. 2017)); *Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC*, 310 F.R.D. 69, 84-86 (S.D.N.Y. 2015).

283. Zie in dit verband de doorwrochte studie Gelbach, Helland & Klick 2013. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 594-599; Dove, Heath & Heaton 2019; Rinaudo & Saha 2014, p. 165-166. Zie echter kritisch over de analyse van de eerstgenoemde auteurs Baker 2016, p. 1246-1257.

284. In feite wordt hier getoetst of de berekende *test-statistic* negatiever of positiever is (al naar gelang een negatief dan wel een positief koerseffect wordt onderzocht) dan een bepaalde kritieke waarde van de *normale* of *Student's-t* verdeling.

285. Zie over deze *trade off* uitgebreid Fox jr., Fox & Gilson 2013; Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 576-579 en p. 617-620. Zie hierover ook Brav & Heaton 2015, p. 597-599; Bruegger & Dunbar 2009, p. 20-21; Macey e.a. 1991, p. 1040-1041.

geval was. Deze fout noemt men een zogenoemde ‘type II-fout’.²⁸⁶ De kans op een type I-fout kan worden gereduceerd door in de bovengenoemde procedure te kiezen voor een relatief *hoog* significantieniveau. Zo zal de kans op het begaan van een type I-fout kleiner zijn wanneer bijvoorbeeld wordt gekozen voor een significantieniveau van 1%, dan wanneer wordt gekozen voor een significantieniveau van 10%.²⁸⁷ De keerzijde van de keuze voor een *hoger* significantieniveau (en daarmee voor een kleinere kans op een type I-fout) is echter – en dat is ook precies de *trade off* waar het hier om gaat – dat de kans op een type II-fout hierdoor toeneemt.²⁸⁸ Als het namelijk *onwaarschijnlijker* wordt dat ten onrechte een causaal verband wordt aangenomen tussen de litigieuze informatie en het geobserveerde koerseffect, waar dit verband in werkelijkheid *niet* bestaat, zal het tegelijkertijd *waarschijnlijker* worden dat ten onrechte *geen* causaal verband wordt aangenomen waar dit verband in werkelijkheid *wel* bestaat.²⁸⁹ Aangezien in het aansprakelijkheidsrecht een kleine kans op type I-fouten in het algemeen belangrijker wordt gevonden dan een kleine kans op type II-fouten, is het gebruikelijk om in aansprakelijkheidsprocedures voor een relatief *hoog* significantieniveau te kiezen.²⁹⁰ In de Amerikaanse *securities litigation*-praktijk wordt meestal gekozen voor een significantieniveau van 5% (maar ook een significantieniveau van 1% of 10% komt wel voor).²⁹¹ Vijf procent is overigens ook het significantieniveau dat binnen de financieel-economische wetenschap als standaard wordt gehanteerd.

286. Zie over de type II-fout uitgebreid Brav & Heaton 2015, p. 593-597.

287. Ik benadruk dat een significantieniveau van 1% een *hoger* niveau van significantie is dan een niveau van 10%. Men kan dit aldus zien dat wanneer een bepaalde relatie als statistisch significant is aangemerkt, het waarschijnlijker is dat het veronderstelde verband in werkelijkheid ook echt bestaat, als de relatie statistisch significant is bij een niveau van 1%, dan wanneer zij slechts significant is bij een niveau van 10%.

288. Aldus Macey e.a. 1991, p. 1041.

289. Volgens Brav en Heaton doet de in de hoofdttekst genoemde *trade off* niet zo ter zake, omdat aan *single-firm, single-event studies* in algemene zin het nadeel kleeft dat zij gepaard gaan met een nogal hoge kans op type II-fouten, zie Brav & Heaton 2015, p. 593-605. Zie in dit verband ook Fox 2015, p. 446-447; Fish, Gelbach & Klick 2018, p. 576-579 en p. 617-620. Zie over de geringe ‘Power’ van *single-firm, single-event studies* in de rechtspraak de uitspraak Strougo v. Barclays PLC, 312 F.R.D. 307, 321-322 (S.D.N.Y. 2016) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 875 F.3d 79 (2d Cir. 2017)).

290. Aangezien voor het strafrecht *a fortiori* geldt dat de voorkeur wordt gegeven aan een kleine kans op type I-fouten boven een kleine kans op type II-fouten, zal in het strafrecht – in vergelijking met het civiele recht – voor een relatief nog *hoger* significantieniveau worden gekozen.

291. Zie in dit verband In re American International Group, Inc. Securities Litigation, 265 F.R.D. 157, 187 (S.D.N.Y. 2010) en Tabak & Lee 2010, p. 3.

HOOFDSTUK 8

Tot slot wijs ik er nog op dat in de praktijk nog wel eens verwarring bestaat over de juiste betekenis van de p-waarde in relatie tot het begrip statistische significantie.²⁹² Zo komt men nog wel eens tegen dat de p-waarde wordt geïnterpreteerd als de kans dat de nulhypothese juist is, met andere woorden als de kans dat het veronderstelde verband in werkelijkheid *niet* bestaat.²⁹³ Deze interpretatie berust op een hardnekkig misverstand. Bij deze interpretatie wordt namelijk miskend dat de p-waarde niet meer (en niet minder) is dan een *conditionele* kans, namelijk de kans om een uitkomst zo extreem als, of extremer dan, de actuele steekproefuitkomst te krijgen *ervan uitgaande dat de nulhypothese juist is*. De berekende p-waarde (of het gekozen significantieniveau) hoeft dus op zichzelf niet zoveel te zeggen over de kans dat de nulhypothese juist is.²⁹⁴ Het doel van het uitvoeren van een *event study* is dan ook uitdrukkelijk niet om aan de (aannemelijkheid van de) nulhypothese een bepaalde kans toe te kennen.²⁹⁵ Illustratief voor de hier bedoelde verwarring was een door de eisende beleggers ingebracht deskundigenbericht in de zaak *In re American International Group, Inc. Securities Litigation* ('*In re AIG*').²⁹⁶ De uitkomst van de *event study* die in dit deskundigenbericht centraal stond, was dat de p-waarde van de (naar aanleiding van de corrigerende mededeling) geobserveerde koersreactie kleiner was dan een (vooraf gekozen) significantieniveau van 10%.²⁹⁷ De deskundige verbond hieraan de conclusie dat er een kans was van (minstens) 90% dat de koersreactie inderdaad door de litigieuze informatie was veroorzaakt, en dat er een kans was van (hoogstens) 10% dat de koersreactie niet door de litigieuze informatie was veroorzaakt. Gegeven het feit dat de (bij de gemeten koersreactie behorende) p-waarde wordt berekend *onder de aanname dat de nulhypothese juist is*, is dit dus een verkeerde interpretatie van de (uitkomst van de) *event study*.²⁹⁸ De enige (juiste) conclusie die in dit geval kan worden getrokken, is dat uitgaande van *deze aanname* de geobserveerde koersreactie als te extreem moet worden aangemerkt (althans bij een significantieniveau van 10%). Anders gezegd: bij een significantieniveau van 10% is sprake van een statistisch significant

292. Zie hierover onder meer Tabak & Lee, p. 4.

293. De kans met grootte ($1 - p$ -waarde) wordt bij deze interpretatie dan gezien als de kans dat het veronderstelde verband in werkelijkheid *wel* bestaat.

294. Vgl. *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 183-184 (S.D.N.Y. 2010).

295. Zie in dit verband ook Fisher 1980, p. 717.

296. *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157 (S.D.N.Y. 2010).

297. *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 187 (S.D.N.Y. 2010).

298. Aldus *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 187 (S.D.N.Y. 2010). Zie in dit verband ook Tabak & Lee, p. 4.

(causaal) verband tussen de geobserveerde koersreactie en de litigieuze informatie.

8.4.2.4 *Complicaties bij het meten van de koersinvloed van de litigieuze informatie door middel van een event study*

Hoewel de *event study* een in de praktijk veel gebruikt instrument is om de koersinvloed van de litigieuze informatie te bepalen, kunnen zich bij de uitvoering en interpretatie van de *event study* verschillende complicaties voordoen. In deze paragraaf zal ik zes complicaties bespreken waarmee men te maken heeft, wanneer rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling een *event study* wordt uitgevoerd om het koerseffect van (het bekend worden van) de misleiding vast te stellen.²⁹⁹ Het is noodzakelijk dat men zich van deze complicaties bewust is, en dat er in de analyse rekening mee gehouden wordt. Gebeurt dat namelijk niet, dan bestaat het reële gevaar dat uit de (uitkomst van de) *event study* de verkeerde juridische conclusies worden getrokken.³⁰⁰

a. Het probleem van ‘confounding events’: tijdens (langere) event period wordt ook andere bedrijfsspecifieke informatie gepubliceerd

Een eerste complicatie doet zich voor wanneer tijdens de *event period* naast de corrigerende mededeling tevens andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie wordt gepubliceerd (het gaat hier om een zogenoemde ‘confounding event’).³⁰¹ In dat geval represen-

299. Ik ga hier niet (meer) afzonderlijk in op de complicatie die zich voordoet bij prospectusaansprakelijkheid in het kader van een beursgang en die erop neerkomt dat – vanwege de afwezigheid van marktefficiëntie in de primaire markt en de directe *after market* – de residuele koersdaling die wordt gemeten op het moment waarop de misleiding bekend wordt, geen representatieve maatstaf hoeft te zijn voor het bedrag waarmee de misleidende informatie de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand kwam in de directe *after market* (kunstmatig) omhoog heeft gedreven. Zie over deze complicatie reeds § 5.3.8.

300. De complicaties die kunnen spelen bij een (fundamenteel of informatieel) inefficiënte markt behandel ik hier niet, want die worden in § 8.5 afzonderlijk besproken.

301. Zie over deze complicatie onder meer Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 614-617; Dove, Heath & Heaton 2019; Brav & Heaton 2015, p. 605-606; Dolgoff & Duarte-Silva 2014; Heys 2011, p. 7; Bruegger & Dunbar 2009, p. 25; Ferrell & Saha 2007, p. 168; Tabak 2007a, p. 12-13; Krivin e.a. 2003, p. 7-8; Tabak & Dunbar 1999, p. 7, voetnoot 16 en p. 11; Koslow 1991, p. 825; De Jong 2010, p. 244. Zie hierover onder meer ook de uitspraken *Bricklayers and Trowel Trades Int’l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 95-96 (1st Cir. 2014); *In re Petrobras Securities Litigation*, 862 F.3d 250, 278-279 (2d Cir. 2017); *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 254 (2d Cir. 2016); *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 419-423 (7th Cir. 2015); *Liberty Media Corp. v. Vivendi Universal S.A.*, 923 F.Supp.2d 511, 518-520 (S.D.N.Y. 2013).

HOOFDSTUK 8

teert het over de *event period* gemeten abnormale rendement zowel het koerseffect van de corrigerende mededeling, als het koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie, zodat het lastig is om de koersinvloed van de misleidende informatie te bepalen. Dit probleem verergert wanneer de *event window* meer dan één handelsdag beslaat, omdat naarmate de *event period* langer duurt, de kans op *confounding events* zal toenemen.³⁰² Voor het probleem van *confounding events* bestaat grosso modo een viertal oplossingen. Ik bespreek ze hier achtereenvolgens.

In de situatie waarin de *event period* uit meer dan één handelsdag bestaat, is een eerste mogelijke oplossing om de dagen waarop sprake was van een of meer *confounding events*, simpelweg uit de *event period* te verwijderen.³⁰³ De *event period* die overblijft, bevat dan louter nog handelsdagen waarop informatie over de misleiding bekend werd, zodat men zeker weet dat het over de *event period* gemeten abnormale rendement volledig is toe te schrijven aan de (bekendwording van de) misleidende informatie. Dit abnormale rendement wordt dan dus niet langer ‘vertroebeld’ door het koerseffect van de *confounding events*. Hoewel het op deze wijze aanpassen van de *event window* een eenvoudige en voor de hand liggende oplossing is, heeft zij wel als nadeel dat het verwijderen van handelsdagen uit de *event period* ertoe kan leiden dat – voor het beoordelen van de koersinvloed van de misleiding – relevante informatie gaat. In zoverre verdienen de drie hierna te noemen oplossingen de voorkeur.

Een tweede mogelijke oplossing is om het *event window* te verkleinen (en/of om het in kleinere ‘*sub event windows*’ op te delen) door gebruik te maken van zogenoemde ‘intraday trading data’.³⁰⁴ Dit houdt in dat het koersverloop van het litigieuze aandeel wordt geanalyseerd over kortere

302. Aldus Ferrell & Saha 2007, p. 168. Aldus ook De Jong 2010, p. 244. Zie in dit verband ook de uitspraak *In re Security Cap. Assur., Ltd. Securities Litigation*, 729 F. Supp. 2d 569, 600 & n.5 (S.D.N.Y. 2010).

303. Zie in dit verband Ferrell & Saha 2007, p. 168. Zie ook Krivin e.a. 2003, p. 7-8.

304. Zie over deze oplossing uitgebreid Rinaudo & Saha 2014. Zie hierover ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 615-616; Kumar & Voetmann 2015; Dolgoff & Duarte-Silva 2014; Ferrell & Saha 2007, p. 168; Tabak & Dunbar 1999, p. 7, voetnoot 16; Koslow 1991, p. 825. Zie ook de uitspraken *Bricklayers and Trowel Trades Int’l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 95-96 (1st Cir. 2014); *In re Novatel Wireless Securities Litigation*, 910 F. Supp. 2d 1209, 1218-1221 (S.D. Ca. 2012); *In re Finisar Corporation Securities Litigation*, 2017 WL 6026244, at *6-7 (N.D. Cal. Dec. 5, 2017). En zie over het gebruik maken van *intraday trading data* ook het in het kader van het WCAM-verzoek met betrekking tot de Fortis-schikking (in opdracht van Ageas) opgestelde deskundigenrapport van de Analysis Group (Deskundigenrapport Fortis-schikking 2016, § 37-§ 51).

tijdseenheden dan de periode van één handelsdag. In plaats van naar het rendement per dag, wordt dan bijvoorbeeld gekeken naar het rendement per uur of per minuut, of in bepaalde gevallen kan er zelfs voor worden gekozen om te kijken naar de koersdaling of koersstijging die bepaalde (verdachte) transacties teweegbrachten. Hierdoor kan het totale abnormale rendement dat over een bepaalde *event day* wordt gemeten dan worden uitgesplitst in enerzijds een deel dat is terug te voeren op de corrigerende mededeling, en anderzijds een deel dat is terug te voeren op de andere bedrijfsspecifieke informatie. Hoewel het werken met *intraday trading data* in beginsel de meest nauwkeurige oplossing is om aan het probleem van *confounding events* het hoofd te bieden, heeft deze oplossing wel als nadeel dat zij nogal arbeidsintensief kan zijn. Niet alleen het koersverloop van het litigieuze aandeel zal immers op *intraday* basis moeten worden bekeken, maar ook het koersverloop van de in de regressieanalyse gehanteerde markt- en sectorindex.³⁰⁵ Aangezien *intraday trading data* voor deze indices lang niet altijd standaard beschikbaar zullen zijn, zullen die dan apart moeten worden geconstrueerd.³⁰⁶

Een derde mogelijke oplossing is om een zogenoemde ‘content analysis’ uit te voeren.³⁰⁷ Dit houdt in dat alle persberichten en analistenrapporten die tijdens en vlak na de *event period*³⁰⁸ over de onderzochte beursvennootschap zijn verschenen op systematische wijze worden geanalyseerd, en dat zorgvuldig wordt bijgehouden met welke frequentie (en eventueel met welke intensiteit) over de verschillende *confounding events* werd gerapporteerd.³⁰⁹ Onder de aanname dat de frequentie waarmee over een bepaald *event* wordt gerapporteerd indicatief is voor de rele-

305. Vgl. Tabak & Dunbar 1999, p. 7, voetnoot 16.

306. Zie voor andere complicaties waarmee men wordt geconfronteerd wanneer gebruik wordt gemaakt van *intraday trading data* Dolgoff & Duarte-Silva 2014, p. 3-4.

307. Zie over deze oplossing uitgebreid Tabak 2015, p. 478-480; Tabak 2007a, p. 12-13. Zie hierover ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 616-617; Morgan, McElroy & Duarte-Silva 2014, p. 2; Heys 2011, p. 7; Bruegger & Dunbar 2009, p. 25; Dunbar & Sen 2009, p. 242. Zie in dit verband ook de benadering van de door de eisende beleggers geraadpleegde deskundige in de zaak *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 254 (2d Cir. 2016).

308. In bepaalde gevallen kan het aangewezen zijn om ook persberichten en analistenrapporten die reeds vóór het begin van de *event period* over de onderzochte beursvennootschap zijn verschenen, in de analyse te betrekken.

309. Als dat mogelijk is (in de zin van hanteerbaar en uitvoerbaar), is het uiteraard verstandig om ook berichten die in de *social media* over de onderzochte beursvennootschap zijn verschenen, in de analyse te betrekken. Zie over het effect van berichten die in de *social media* over een bepaald aandeel zijn verschenen op de koers van het desbetreffende aandeel onder meer de empirische studie van Chen e.a. 2014. Zie in dit verband ook Brooks & Hu 2013, p. 3.

HOOFDSTUK 8

vantie van dit *event*, kan op basis van de *relatieve* frequenties waarmee over de verschillende *confounding events* werd gepubliceerd dan een uitspraak worden gedaan over het *relatieve* koerseffect van deze *events*.^{310,311} Blijkt uit de *content analysis* bijvoorbeeld dat – in verhouding tot de andere bedrijfsspecifieke informatie – relatief *veel* berichten verschenen over de (bekendwording van de) misleidende informatie, dan is dat op zichzelf een aanwijzing dat het grootste deel van de totale koersreactie is terug te voeren op de misleidende informatie.³¹² Blijkt uit de *content analysis* daarentegen dat – in verhouding tot de andere bedrijfsspecifieke informatie – relatief *weinig* berichten over de (bekendwording van de) misleidende informatie verschenen, dan is dat op zichzelf een aanwijzing dat het grootste deel van de totale koersreactie is terug te voeren op de andere bedrijfsspecifieke informatie.³¹³ Men kan in deze analyse nog een stap verder gaan, en tevens de aanname hanteren dat de mate waarin de frequenties waarmee over de verschillende *confounding events* wordt gerapporteerd zich tot elkaar verhouden, representatief is voor de mate waarin de koerseffecten van deze *events* zich tot elkaar verhouden.³¹⁴ Blijkt dus bijvoorbeeld uit de *content analysis* dat over de (bekendwording van de) misleidende informatie twee keer zo veel berichten verschenen als over de andere bedrijfsspecifieke informatie, dan kan – uitgaande van voormelde aanname – daaruit worden afgeleid dat tweederde deel van de totale koersreactie is terug te voeren op de misleidende informatie, en dat slechts éénderde deel is terug te voeren op de andere bedrijfsspecifieke informatie. Het moge duidelijk zijn dat de hier besproken oplossing niet geschikt is om de koersinvloed van de misleidende informatie met een wiskundige mate van zekerheid vast te stellen.³¹⁵ Dit laat echter onverlet dat bij (de aanwezigheid van) *confounding events* deze oplossing wel een

310. De impliciete aanname die hier ook nog wordt gedaan, is dat de mate van relevantie van bepaalde informatie een maatstaf is voor de grootte van de koersreactie die de publicatie van deze informatie teweegbrengt.

311. Zie voor mogelijke complicaties die zich kunnen voordoen bij de hier beschreven toepassing van *content analysis*, wanneer de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld niet (volledig) efficiënt is Tabak 2015, p. 476.

312. Bij het meten van de frequenties waarmee over de verschillende *events* wordt gerapporteerd, zal een keuze moeten worden gemaakt voor de wijze waarop wordt geteld. Men kan ervoor kiezen om alleen te kijken naar de kop en/of de titel van de te onderzoeken berichten, men kan ervoor kiezen om alleen te kijken naar de hoofdtekst van de te onderzoeken berichten, maar men kan er uiteraard ook voor kiezen om naar beide te kijken.

313. Vgl. in dit verband de uitspraak *In re Scientific-Atlanta, Inc. Securities Litigation*, 754 F. Supp. 2d 1339, 1378-1380 (N.D. Ga. 2010).

314. Vgl. Tabak 2007a, p. 13.

315. In de uitspraak *Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse First Boston*, 853 F. Supp. 2d 181, 195 (D. Mass. 2012) lijkt deze oplossing om die reden te worden verworpen.

nuttig (eerste) aanknopingspunt kan verschaffen bij het ontleden van de over de *event period* gemeten koersreactie.³¹⁶

In de situatie waarin tijdens de *event period* naast de corrigerende mededeling tevens financiële resultaten worden gepubliceerd die met (de bekendwording van) de misleiding geen verband houden (een situatie die in de praktijk nogal eens voorkomt), is een vierde mogelijke oplossing om gebruik te maken van zogenoemde ‘earnings response coefficients’.^{317, 318} Een *earnings response coefficient* (‘*ERC*’) is een coëfficiënt (of parameter) die de gevoeligheid uitdrukt waarmee de beurskoers reageert op een zogenoemde ‘earnings surprises’.³¹⁹ Een *earnings surprise* is het verschil tussen de met een bepaalde financiële publicatie *gerapporteerde* winst, en de op het moment van deze publicatie door de markt *verwachte* winst. Een *ERC* kan worden verkregen door aan de hand van een verzameling van financiële publicaties (en bijbehorende koersreacties) uit het verleden een relatie te schatten tussen enerzijds de *earnings surprise* waarmee een bepaalde financiële publicatie gepaard ging, en anderzijds de (residuele) koersreactie die deze publicatie teweegbracht.^{320, 321} Door de aldus geschatte *ERC* vervolgens toe te passen op de *earnings surprise* waarmee de publicatie van financiële resultaten tijdens de *event period* gepaard ging, kan worden berekend

-
316. Van *content analysis* kan ook gebruik worden gemaakt om te bepalen dan een bepaalde litigieuze mededeling of omissie al dan niet *material* was. Heeft de vennootschap bijvoorbeeld in een bepaalde mededeling (beweerdelijk ten onrechte) bepaalde informatie achtergehouden, dan kan aan de hand van *content analysis* worden beoordeeld of het wel publiceren van deze informatie (voor het beleggende publiek) enig verschil zou hebben gemaakt, en of dat enige invloed op de koers zou hebben gehad. Wat men dan in concreto doet, is alle relevante berichten in de (sociale) media en alle analistenrapporten die rondom het tijdstip van publicatie van de litigieuze mededeling over de onderzochte beursvennootschap zijn verschenen systematisch analyseren, om vervolgens te kunnen beoordelen of, en zo ja, in welke mate, de markt aan (het onderwerp van) de litigieuze informatie op dat moment enig belang hechtte. Zie in dit verband onder meer de uitspraak *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 172 & n.26 (3d Cir. 2010).
317. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 616-617; Tabak & Dunbar 1999, p. 11.
318. Wanneer de publicatie van de corrigerende mededeling wordt gecombineerd met de publicatie van andersoortige informatie dan financiële resultaten, moet een andersoortige *response coefficient* dan een *earnings response coefficient* worden gebruikt om het koerseffect van de *confounding event* van het totale koerseffect te kunnen isoleren. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 381; Bruegger & Dunbar 2009, p. 37-38.
319. Zie over (het werken met) *earnings response coefficients* uitgebreid Bruegger & Dunbar 2009, p. 31-66 en Ferrell & Saha 2012, p. 378-381.
320. Het schatten van de genoemde relatie wordt in de praktijk meestal gedaan aan de hand van statistische regressieanalyse.
321. Met ‘residuele koersreactie’ wordt hier bedoeld de koersreactie gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

HOOFDSTUK 8

(of beter gezegd: geschat) welk deel van het totaal over de *event period* gemeten abnormale rendement is terug te voeren op laatstbedoelde publicatie. Daarmee is dan ook meteen gegeven welk deel van het totale abnormale rendement is terug te voeren op de corrigerende mededeling. Over het gebruik van *ERC's* bij het beoordelen van de koersinvloed van misleidende informatie kom ik in § 8.4.4 nader te spreken.

b. Publicatie van corrigerende mededeling wordt gecombineerd met de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie

Een tweede complicatie doet zich voor wanneer de corrigerende mededeling wordt gecombineerd (of toevalligerwijs samenvalt) met de publicatie van andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie.^{322, 323} Hierbij kan het zo zijn dat de mededeling die de eerdere misleiding corrigeert en de (mededeling met de) andere bedrijfsspecifieke informatie in één en dezelfde publicatie zijn opgenomen, maar het is uiteraard ook goed mogelijk dat beide mededelingen in afzonderlijke publicaties zijn opgenomen (die vervolgens wel op exact hetzelfde moment naar buiten worden gebracht). Ook in dit geval zal het over de *event period* geobserveerde abnormale rendement zowel het koerseffect weerspiegelen dat is terug te voeren op de (bekendwording van de) misleidende informatie, als het koerseffect dat is terug te voeren op de andere bedrijfsspecifieke informatie, zodat het lastig is om (op basis van een *event study*) de koersinvloed van de misleidende informatie te bepalen. Aangezien deze situatie een variant is van de hiervoor *sub a* behandelde situatie, kunnen voor beide situaties dezelfde oplossingen worden gehanteerd. In de eerste plaats kan worden geprobeerd om met behulp van *content analysis* het koerseffect van de (bekendwording van de) misleidende informatie van het totale koerseffect te isoleren. En wanneer de corrigerende mededeling wordt gecombineerd met de publicatie van *financiële resultaten*, kan tevens worden geprobeerd om aan de hand van een geschatte *ERC* de koerseffecten van beide mededelingen uit elkaar te

322. In de praktijk komt het nogal eens voor dat de corrigerende mededeling *bewust* wordt gecombineerd met de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie met het doel om het koerseffect van de (bekendwording van de) misleidende informatie te maskeren. Zie voor empirisch bewijs dat Amerikaanse vennootschappen bij het publiceren van een corrigerende mededeling zich niet zelden van een dergelijke 'information bundling'-strategie bedienen Furchtgott & Partnoy 2015. Zie in dit verband ook de studie Bliss, Partnoy & Furchtgott 2018 en Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 617.

323. Zie over deze complicatie onder meer Ferrell & Roper 2015, p. 576-577; Brav & Heaton 2015, p. 605-606; Heys 2011, p. 7; Bruegger & Dunbar 2009, p. 25; Dunbar & Sen 2009, p. 242; Tabak 2007a, p. 12-13; De Jong 2010, p. 245-246. En zie hierover ook de uitspraak *In re REMEC Inc. Securities Litigation*, 702 F. Supp. 2d 1202, 1273-1274 (S.D. Cal. 2010).

trekken.³²⁴ De methodologieën die aan beide oplossingen ten grondslag liggen heb ik hiervoor reeds behandeld, dus die zal ik hier niet herhalen.

Overigens wijs ik erop dat wanneer de corrigerende mededeling wordt gecombineerd met (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie die positief van aard is, het zeer wel mogelijk is dat een (zichtbare) koersreactie uitblijft en dus geen significant abnormaal rendement wordt gemeten. Het negatieve koerseffect van de bekendwording van de misleiding en het positieve koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie kunnen zich dan immers zodanig tot elkaar verhouden, dat beide effecten elkaar opheffen.

c. Koersdaling naar aanleiding van corrigerende mededeling weerspiegelt tevens het koerseffect van gevolgschade

Een derde complicatie is dat de koersdaling die als gevolg van de corrigerende mededeling intreedt, meestal niet alleen het koerseffect van (het bekend worden van) de misleidende informatie zal weerspiegelen, maar tevens het koerseffect van verschillende typen gevolgschade.³²⁵ Bij deze gevolgschade kan in de eerste plaats worden gedacht aan het *extra* koersverlies dat de corrigerende mededeling veroorzaakt, vanwege het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de beursvennootschap te maken kosten in verband met juridische procedures, zoals proceskosten, kosten voor juridische bijstand of een eventueel te betalen schadevergoeding.³²⁶ In de tweede plaats kan worden gedacht aan het extra koersverlies dat intreedt omdat de markt (vanwege de misleiding) voortaan minder vertrouwen heeft in de kwaliteit en/of integriteit van het *management* van de beursvennootschap en/of in de kwaliteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen.³²⁷ In de derde plaats kan men denken aan het extra koersverlies dat de corrigerende mededeling veroorzaakt, vanwege het door de markt alvast inprijzen van tegenvallende toekomstige resultaten en hogere verwachte

324. Wanneer de publicatie van de corrigerende mededeling wordt gecombineerd met de publicatie van andersoortige informatie dan financiële resultaten, moet een andersoortige *response coefficient* dan een *earnings response coefficient* worden gebruikt om het koerseffect van de *confounding event* van het totale koerseffect te kunnen isoleren. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 381; Bruegger & Dunbar 2009, p. 37-38.

325. Zie over deze complicatie onder meer Couture 2016, p. 256; Gross 2015, p. 498-501; Ferrell & Saha 2012, p. 377-378; Ferrell & Saha 2009, p. 105-106; Ferrell & Saha 2007, p. 181-185; ILG 2010, p. 494-504; Dunbar & Sen 2009, p. 238-239; Black 2009, p. 169-182; Cornell & Rutten 2009, p. 3-12; Alexander 1994, p. 1435-1440; De Jong 2010, p. 191-192 en p. 245.

326. Zie in dit verband § 7.5.

327. Zie in dit verband § 7.6. Zie in dit verband ook de uitspraak *In re Sadia, S.A. Securities Litigation*, 269 F.R.D. 298, 312 en 318-321 (S.D.N.Y. 2010).

HOOFDSTUK 8

financieringskosten als gevolg van de negatieve publiciteit die (het bekend worden van) de misleiding teweegbrengt.³²⁸ In de vierde plaats kan men denken aan het extra koersverlies dat intreedt omdat de markt er rekening mee houdt dat (het bekend worden van) de misleiding tot gevolg zal hebben dat belangrijke bestuurders het veld zullen moeten ruimen.³²⁹ Wordt bij het bepalen van de koersinvloed van de misleidende informatie dus aangeknoopt bij de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling, dan bestaat vanwege het koerseffect van de hier bedoelde gevolgschade het reële gevaar dat deze koersinvloed wordt overschat.

Een mogelijke oplossing voor dit probleem is dat voor het bepalen van de koersinvloed van de misleidende informatie niet wordt gekeken naar de (negatieve) koersreactie die plaatsvond naar aanleiding van de corrigerende mededeling, maar dat – in plaats daarvan – wordt gekeken naar de (positieve) koersreactie die plaatsvond toen de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan (c.q. toen de litigieuze informatie voor de eerste keer werd achtergehouden).³³⁰ In plaats van een *event study* uit te voeren rondom het tijdstip waarop de misleiding bekend werd, wordt er bij deze oplossing dus voor gekozen een *event study* uit te voeren rondom het tijdstip waarop de misleiding begon. Deze oplossing heeft alleen wel als nadeel, dat zij alleen maar kan worden toegepast wanneer (i) de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam, en (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt werd verwacht.³³¹ Bestond de misleiding echter uit (i) het *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie), (ii) het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen (of althans, een grotere (negatieve) verrassing te voorkomen dan de verrassing waarmee de markt thans werd geconfronteerd), of (iii) werd de in de misleidende mededeling vervatte informatie reeds geheel of gedeeltelijk door de markt verwacht, dan werkt deze oplossing niet. Voor de uitleg waarom de oplossing in deze gevallen niet werkt, verwijs ik naar § 8.4.2.2.

328. Zie in dit verband § 7.5-§ 7.6.

329. Zie in dit verband § 7.7.

330. Staat het vaststellen van de koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel van de schadevaststelling, dan spreekt men in dit verband van ‘forward casting’. In § 8.4.4 kom ik uitgebreid over *forward casting* te spreken.

331. Zie over dit probleem uitgebreid Couture 2016; Ferrell & Roper 2015, p. 571-575; Torchio 2009. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 564-565; Langevoort 2015, p. 44-45.

Wanneer de misleiding bestond uit het te gunstig voorstellen van financiële resultaten, dan is een tweede mogelijke oplossing voor het zojuist genoemde probleem dat wordt geprobeerd om met behulp van een *earnings response coefficient* ('*ERC*') de koersinflatie te schatten op het moment waarop de misleidende resultaten (de eerste keer) werden gepubliceerd.^{332, 333} Deze oplossing komt er kort gezegd op neer dat eerst wordt bepaald met welke *earnings surprise* de markt zou zijn geconfronteerd wanneer de vennootschap – in plaats van misleidende – juiste (en volledige) resultaten zou hebben gepubliceerd.³³⁴ Deze (hypothetische) *earnings surprise* wordt daarna vermenigvuldigd met een geschatte *ERC* en aldus verkrijgt men een schatting van het (hypothetische) abnormale rendement dat zou zijn geobserveerd bij publicatie van de juiste (en volledige) resultaten. Het koerseffect van de misleiding kan vervolgens worden bepaald door dit hypothetische abnormale rendement te vergelijken met het abnormale rendement dat thans werd geobserveerd naar aanleiding van de publicatie van de *misleidende* resultaten. Over het gebruik van *ERC's* bij het bepalen van de koersinvloed van de misleidende informatie kom ik in § 8.4.4 nader te spreken.

d. Inhoud van de misleidende informatie wijzigt over het tijdvak van de misleiding

Een vierde complicatie is dat de inhoud van de misleidende informatie niet constant hoeft te zijn, en deze over het tijdvak van de misleiding kan fluctueren. Het probleem dat zich dan voordoet, is dat de informatie die is opgenomen in de corrigerende mededeling niet representatief is voor de informatie die eerder in het tijdvak van de misleiding kon en/of moest worden gepubliceerd, en dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling derhalve niet representatief is voor de koersinflatie die zich eerder in het tijdvak van de misleiding had gevormd. Twee scenario's kunnen in dit verband worden onderscheiden.³³⁵ In de eerste plaats kan de inhoud van de misleidende informatie zich zodanig ontwikkelen, dat de informatie gaandeweg *minder* misleidend wordt. In dat geval zal de koersinflatie *afnemen* (of – bij het creëren van een

332. Wanneer de misleiding een andere vorm aanneemt dan het publiceren van misleidende winstcijfers, moet een andersoortige *response coefficient* dan een *earnings response coefficient* worden gebruikt om de koersinflatie te kunnen schatten. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 381; Bruegger & Dunbar 2009, p. 37-38.

333. Staat het vaststellen van de koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel van de schadevaststelling, dan gaat het hier wederom om een vorm van *forward casting*. Zie over *forward casting* uitgebreid § 8.4.4.

334. Zie over de methodologie van *forward casting* met gebruikmaking van *earnings response coefficients* Bruegger & Dunbar 2009, p. 31-45; Ferrell & Saha 2012, p. 378-381.

335. Zie over deze twee scenario's reeds § 7.2.1.

HOOFDSTUK 8

misleidend negatief beeld – de koersdeflatie *afnemen*).³³⁶ De inhoud van de misleidende informatie kan zich echter ook zodanig ontwikkelen, dat de informatie gaandeweg *meer* misleidend wordt.³³⁷ In dat geval zal de koersinflatie *toenemen* (of –bij het creëren van een misleidend negatief beeld – de koersdeflatie *toenemen*).

Een voorbeeld van het eerstgenoemde scenario is de situatie waarin de vennootschap een misleidend persbericht publiceert waarin zij bekendmaakt een zeer lucratieve order te hebben binnengesleept, terwijl in werkelijkheid het doorgaan van de order op dat moment nog onzeker is.³³⁸ Verlopen de onderhandelingen tussen de vennootschap en haar (potentiële) klant vervolgens echter zodanig positief dat de order tóch doorgaat, dan wordt (de informatie in) het eerdere persbericht daarmee alsnog bewaarheid. Waar het persbericht op het moment van publicatie dus nog misleidend was, is het dat op het moment van (het bekend worden van) het doorgaan van de order niet meer.³³⁹ Publiceert de vennootschap daarna een persbericht met de mededeling dat zij de kans van slagen van de order aanvankelijk te optimistisch heeft voorgesteld, maar dat dit verder niet meer uitmaakt omdat de order uiteindelijk toch is doorgegaan, dan zal de beurskoers in beginsel niet (meer) reageren.³⁴⁰ Het doorgaan van de order was immers reeds in de beurskoers verdisconteerd. Uit het feit dat een koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling uitblijft, mag men echter niet afleiden dat de litigieuze informatie ook geen koersinvloed had toen de order de eerste keer werd aangekondigd. Op dat moment werd immers een *100% zekere* order aangekondigd die in werkelijkheid nog *onzeker* was, zodat zeer aannemelijk is dat op dat moment sprake was van koersinflatie. Deze

336. Zie in dit verband ook het zesde scenario in hoofdstuk 4.

337. Zie voor dit scenario bijvoorbeeld de uitspraak *In re Vivendi, S.A. Securities Litigation*, 838 F.3d 223, 255-256 (2d Cir. 2016).

338. Zie ook reeds § 7.2.1.

339. Zie in dit verband ook de volgende (mijns inziens treffende) overweging uit de Amerikaanse uitspraak *Pommer v. Medtest Corp.*, 961 F2d 620, 623 (7th Cir. 1992): ‘The securities laws approach matters from an ex ante perspective: just as a statement true when made does not become fraudulent because things unexpectedly go wrong, so a statement materially false when made does not become acceptable because it happens to come true. Good fortune (...) does not make the falsehood any the less material.’

340. Hierbij laat ik gemakshalve even buiten beschouwing de mogelijkheid dat als gevolg van de corrigerende mededeling toch een koersreactie intreedt, bijvoorbeeld omdat de markt vanwege (het bekend worden van) de misleiding minder vertrouwen heeft in het management van de vennootschap of omdat de markt er rekening mee houdt dat (het bekend worden van) de misleiding tot gevolg zal hebben dat belangrijke bestuurders het veld zullen moeten ruimen. Zie in dit verband § 7.6 en § 7.7.2.

koersinflatie kan worden berekend door de kans te schatten die de markt aan het doorgaan van de order zou hebben toegekend, wanneer in het eerste persbericht de *mogelijkheid* dat op korte termijn *wellicht* een lucratieve order zou worden binnengehaald, realistisch zou zijn voorgesteld.³⁴¹

Een voorbeeld van het scenario waarin de inhoud van de misleidende informatie zich zodanig ontwikkelt dat de informatie gaandeweg meer misleidend wordt, is de situatie waarin in het zojuist gegeven voorbeeld de onderhandelingen tussen de vennootschap en haar (potentiële) klant zodanig verlopen dat de order uiteindelijk wordt afgeblazen.³⁴² Publiceert de vennootschap vervolgens een corrigerende mededeling waarin zij bekendmaakt dat zij in haar eerdere persbericht ten onrechte een lucratieve order heeft aangekondigd die bij nader inzien niet blijkt door te gaan, dan zal in reactie op dit nieuws een significante koersdaling intreden. Deze koersdaling is echter wederom niet representatief voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding. Op het moment van publicatie van het eerste (misleidende) persbericht was immers nog niet bekend of de order al dan niet zou doorgaan, zodat de corrigerende mededeling meer informatie bevat dan ten tijde van het eerste persbericht kon worden gegeven.³⁴³ Het vaststellen van (de omvang van) deze koersinflatie vereist wederom een inschatting van de kans die de markt aan het doorgaan van de order zou hebben toegekend, wanneer met het eerste persbericht een juist en volledig beeld zou zijn geschetst.³⁴⁴

341. De correcte hypothetische situatie waarmee in dit geval de feitelijke situatie moet worden vergeleken, is mijns inziens de situatie dat *een persbericht zou zijn gepubliceerd* waarin de kans op het doorgaan van de order realistisch zou zijn voorgesteld. Ik acht het onjuist om in dit geval de feitelijke situatie te vergelijken met de hypothetische situatie waarin de onderhandelingen volledig zouden zijn stil gehouden.

342. Zie ook reeds § 7.2.1.

343. Vgl. in verband met dit probleem Cornell & Morgan 1990, p. 894-897, Booth 2015, p. 38-40 en het uitstekende blog van Ann Lipton op de *Business Law Prof Blog* van zaterdag 8 maart 2014, te raadplegen via http://lawprofessors.typepad.com/business_law/2014/03/halliburton-ii-electric-boogaloo.html. Zie in dit verband ook de uitspraken *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674, 689-692 (5th Cir. 2015); *Hubbard v. Bankatlantic Bancorp, Inc.*, 688 F.3d 713, 728 & n. 27 (11th Cir. 2012) en *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 634 F. Supp. 2d 352, 371 (S.D.N.Y. 2009) onder verwijzing naar Restatement (Second) of Torts, § 549 ('Measure of Damages for Fraudulent Misrepresentation') en het bekende handboek Prosser & Keeton 194, § 110, at 767.

344. Mijn opmerking van zojuist over de hypothetische situatie waarmee de feitelijke situatie moet worden vergeleken is hier van overeenkomstige toepassing.

HOOFDSTUK 8

Ik wijs er nog op dat in het scenario waarin de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding gaandeweg *meer* misleidend wordt en de koersinflatie dientengevolge *toeneemt*, het feit dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding, vanuit materieel-rechtelijk oogpunt in principe alleen een probleem is bij het bepalen van de *omvang* van de koersinvloed van de misleiding. Het is met andere woorden alleen een probleem bij het bepalen van de *omvang* van de schade(vergoeding). Het is in principe geen probleem bij het antwoord op de vraag óf de misleidende informatie de beurskoers heeft beïnvloed (en dus ook niet bij het antwoord op de vraag óf de misleidende informatie *rechtens relevante* schade heeft veroorzaakt). Wordt op het moment van de corrigerende mededeling immers een significante koersreactie gemeten, dan weet men bij een toenemende koersinflatie zeker dat de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding een of meer aandelen hebben gekocht (en deze tot na het moment van de corrigerende mededeling hebben aangehouden), als gevolg van de misleiding schade hebben geleden.^{345,346} En in het scenario waarin de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding gaandeweg *minder* misleidend wordt en de koersinflatie dientengevolge *afneemt*, is het feit dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding, materieel-rechtelijk gezien eigenlijk in het geheel geen probleem. In dit scenario geldt op grond van het materiële recht immers dat de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de (resterende)

345. Een bijzonder geval in dit verband is de situatie waarin op een zeker moment bepaalde informatie wordt achtergehouden die op dat moment nog niet zodanig concreet en/of relevant is dat deze reeds als *material* kan worden aangemerkt, maar welke (onder invloed van externe ontwikkelingen) na verloop van tijd zodanig wijzigt dat deze op een bepaald moment wel *material* wordt. Wanneer tot het moment van de corrigerende mededeling de litigieuze informatie volledig wordt doodgezwegen en deze verder ook niet uitlekt, is er naar Amerikaans recht in deze situatie in beginsel geen sprake van een normschending, en hebben de beleggers derhalve in beginsel ook geen rechtens relevante schade geleden. Zie over deze situatie Heys 2011, p. 8-9.

346. De stelling dat wanneer op het moment van de corrigerende mededeling een significante koersreactie wordt gemeten, men bij een toenemende koersinflatie zeker weet dat de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding een of meer aandelen hebben gekocht, als gevolg van de misleiding schade hebben geleden, moet worden genuanceerd voor de situatie waarin de toenemende koersinflatie is te wijten aan het feit dat de misleiding bestond uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies. In deze situatie is namelijk (althans in theorie) niet uitgesloten dat alleen de meest recente misleidende mededelingen de beurskoers hebben beïnvloed, en dat de misleidende mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, in het geheel niet tot koersinflatie hebben geleid. Hieronder *sub f* kom ik nader over deze situatie te spreken.

koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding, zodat het in beginsel niet van belang is hoe de koersinflatie zich over het tijdvak van de misleiding precies heeft ontwikkeld.³⁴⁷

Uit het voorgaande kan dus worden afgeleid dat in beginsel alleen in het scenario waarin de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding gaandeweg *meer* misleidend wordt en de koersinflatie dien-tengevolge *toeneemt*, relevant is hoe de beurskoers zich in de hypothetische situatie zonder misleiding precies zou hebben ontwikkeld. Dit hypothetische koersverloop zal op basis van financieel-economische technieken moeten worden gemodelleerd. In beginsel gaat het hier louter om een kwestie van *schadebegroting* (zie hierover § 8.4.3-§ 8.4.4).

e. Marktwaarde van de misleidende informatie fluctueert over het tijdvak van de misleiding

Een vijfde complicatie is dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding ook kan fluctueren, omdat onder invloed van externe factoren de *marktwaarde* van de misleidende informatie fluctueert. Ook in dat geval doet zich het probleem voor dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de koersinflatie die zich eerder in het tijdvak van de misleiding had gevormd.³⁴⁸ Wederom kunnen hier twee scenario's worden onderscheiden.³⁴⁹ In de eerste plaats kan onder invloed van externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding *toenemen*.³⁵⁰ In dat geval zal de koersinflatie eveneens *toenemen*. De marktwaarde van de misleidende informatie kan als gevolg van externe factoren over het tijdvak van de misleiding echter ook *afnemen*. In dat geval zal de koersinflatie *afnemen*.

347. Voor het Amerikaanse recht volgt dit uit de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). Zie hierover uitgebreid § 6.3.3. In § 7.2.3 heb ik verdedigd dat ook voor het Nederlandse recht zou moeten gelden dat in het scenario waarin de inhoud van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding zodanig wijzigt dat de informatie gaandeweg *minder* misleidend wordt, de rechtens toerekenbare schade wordt beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding.

348. Zie over dit probleem ook Feitzinger & Rozen 2014, p. 2; Dolgoff 2014, p. 2.

349. Voor voorbeelden van deze scenario's verwijs ik naar § 5.5.2.3, alwaar deze problematiek uitgebreid aan de orde is gekomen.

350. Voor een aansprekend voorbeeld uit de rechtspraak waarin onder invloed van externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie – en daarmee de koersinflatie – over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*, wijs ik op de uitspraak *In re California Micro Devices Securities Litigation*, 965 F. Supp. 1327, 1333 (N.D. Cal. 1997).

HOOFDSTUK 8

Evenals voor de situatie van een veranderende *inhoud* van de misleidende informatie gold, geldt ook voor de situatie van een fluctuerende *marktwaarde* van de misleidende informatie, dat in het scenario waarin (als gevolg van een toenemende marktwaarde van de misleidende informatie) de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*, het feit dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding, vanuit materieelrechtelijk oogpunt in principe alleen een probleem is bij het bepalen van de *omvang* van de schade(vergoeding) (zie over dit probleem § 8.4.3-§ 8.4.4). Het is in principe geen probleem bij het antwoord op de vraag *óf* de misleidende informatie *rechtens relevante* schade heeft veroorzaakt.³⁵¹ En evenals voor de hierboven *sub d* besproken situatie gold, geldt ook voor de hier besproken situatie dat in het scenario waarin (als gevolg van een afnemende marktwaarde van de misleidende) de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding *afneemt*, het feit dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding, materieelrechtelijk gezien eigenlijk in het geheel geen probleem is.

f. Verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen/ommissies

Een zesde complicatie doet zich voor wanneer sprake is van verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of ommissies over het tijdvak van de misleiding.³⁵² Indien deze opeenvolgende misleidende mededelingen niet door (over verschillende dagen verspreide) afzonderlijke mededelingen worden gecorrigeerd, maar – in plaats daarvan – door middel van één enkele corrigerende mededeling, speelt wederom het probleem dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding.³⁵³ De koersreactie die naar aanleiding van de corrigerende mededeling wordt geobserveerd, weerspiegelt immers niet slechts het koerseffect van één enkele misleidende mededeling die tijdens het tijdvak van de misleiding is gedaan, maar – in plaats daarvan – het *cumulatieve* effect van verschillende misleidende mededelingen die over het tijdvak

351. Een bijzonder geval in dit verband is wederom de situatie waarin op een zeker moment bepaalde informatie wordt achtergehouden die op dat moment nog niet zodanig concreet en/of relevant is dat deze reeds als *material* kan worden aangemerkt, maar welke onder invloed van externe factoren na verloop van tijd wel *material* wordt. Zie in dit verband Heys 2011, p. 8-9.

352. Hierna zal ik niet steeds zeggen ‘misleidende mededelingen *en/of* ommissies’, en zal ik simpelweg refereren aan ‘misleidende mededelingen’.

353. Zie over dit probleem onder meer Bruegger & Dunbar 2009, p. 26-29; Ferrell & Saha 2012, p. 371-373 en p. 375-378; Ferrell & Saha 2007, p. 179; Gold, Korman & Nabi 2017, p. 14-15; De Jong 2010, p. 250.

van de misleiding zijn gedaan. Hierdoor zal het in het algemeen zo zijn dat de (residuele) koersreactie die op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt gemeten, groter is dan de koersinflatie waarvan sprake was eerder in het tijdvak van de misleiding.³⁵⁴ Wel teken ik hierbij aan, dat het bij opeenvolgende misleidende mededelingen mijns inziens niet noodzakelijkerwijs zo hoeft te zijn dat de koersinflatie *over het gehele tijdvak* van de misleiding stapsgewijs *blijft* toenemen.³⁵⁵ Zeker wanneer het tijdvak van de misleiding een relatief lange periode beslaat waarin vele misleidende mededelingen elkaar (eventueel periodiek) opvolgen, is het waarschijnlijker dat na verloop van tijd sprake zal zijn van een zekere stabilisatie van de koersinflatie.³⁵⁶ Na verloop van tijd zullen de misleidende mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan namelijk geleidelijk hun relevantie verliezen, en worden achterhaald door de misleidende mededelingen die recent(er) zijn gedaan.³⁵⁷ Hierdoor zal de koersinflatie die eerder in het tijdvak van de misleiding (als gevolg van de ‘oude’ misleidende mededelingen) was ontstaan geleidelijk ‘uitdoven’ en worden ‘vervangen’ door ‘nieuwe(re)’ koersinflatie veroorzaakt door de recente(re) misleidende mededelingen. Als de ‘oude’ en ‘nieuwe’ misleidende mededelingen wat de mate waarin zij misleidend zijn betreft niet al te veel van elkaar verschillen, zal dit een zekere stabilisatie van de koersinflatie met zich brengen.³⁵⁸

354. Ik benadruk dat wanneer de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen het *in het algemeen zo* zal zijn dat de koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding groter is dan de koersinflatie die aanwezig was eerder in het tijdvak van de misleiding, maar dat dit niet *altijd* zo hoeft te zijn. Doet zich namelijk de situatie voor waarin de opeenvolgende litigieuze mededelingen gaandeweg *minder* misleidend worden, waardoor het (totale) misleidende beeld per (nieuwe) misleidende mededeling minder wordt, dan zal de koersinflatie stapsgewijs *afnemen* (vgl. voor deze situatie Tabak 2012a, p. 2). Bij dit laatste veronderstel ik – *ceteris paribus* – dat er verder geen andere (externe) factoren zijn die op de koersinflatie inwerken, als gevolg waarvan deze over het tijdvak van de misleiding fluctueert.

355. Zie in dit verband ook de uitspraak *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*, 765 F. Supp. 2d 512, 561-563 (S.D.N.Y. 2011) (deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 223 (2d Cir. 2016)).

356. Hierbij veronderstel ik wederom – *ceteris paribus* – dat er verder geen andere (externe) factoren zijn die (substantieel) op de koersinflatie inwerken, als gevolg waarvan deze hevig fluctueert.

357. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 372-373.

358. Dat in de situatie waarin het tijdvak van de misleiding een relatief lange periode beslaat en waarin de opeenvolgende litigieuze mededelingen wat de mate waarin zij misleidend zijn betreft niet al te veel van elkaar verschillen, aannemelijk is dat na verloop van tijd sprake zal zijn van een zekere stabilisatie van de koersinflatie, wordt mijns inziens veronachtzaamd door Gold, Korman & Nabi. Zie Gold, Korman & Nabi 2017, p. 14-15.

HOOFDSTUK 8

Verder wijs ik erop dat het feit dat de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding, in de situatie van opeenvolgende misleidende mededelingen – in tegenstelling tot de situaties die hierboven werden besproken *sub d* en *sub e* – niet slechts een kwestie is van schadebegroting. Uit de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling is immers niet af te leiden of ook de misleidende mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, tot koersinflatie hebben geleid. Zo is het – zeker in theorie – niet uitgesloten dat alleen de meest recente misleidende mededelingen de beurskoers hebben beïnvloed, en dat de misleidende mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, in het geheel niet tot koersinflatie hebben geleid. In dat geval hebben de beleggers die aan het begin van het tijdvak van de misleiding hun aandeel hebben gekocht daarvoor niet een kunstmatig hoge prijs betaald, en hebben zij derhalve ook geen koersschade geleden die in causaal verband staat met de misleiding. Of dit laatste inderdaad zo is, is echter niet op te maken uit de koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling.

8.4.2.5 *Corrigerende mededeling hoeft niet noodzakelijkerwijs te resulteren in een (zichtbare) koersreactie*

Tot slot van deze paragraaf over de *event study* wil ik er nog op wijzen dat wanneer naar aanleiding van de officiële corrigerende mededeling een (significante) koersreactie uitblijft, dit niet noodzakelijkerwijs hoeft te betekenen dat de koers *niet* door de litigieuze informatie was beïnvloed en/of dat de litigieuze informatie niet *material* was. Zo zijn er verschillende scenario's denkbaar waarvoor geldt dat de litigieuze informatie wél *material* was, en deze informatie tevens de koers heeft beïnvloed, maar waarbij – niettegenstaande deze koersinvloed – op het moment van de corrigerende mededeling tóch geen (significante) koersreactie wordt geobserveerd.³⁵⁹ Ik zal hier een aantal (in de praktijk nogal eens voorkomende) scenario's bespreken.

In de eerste plaats kan worden gedacht aan het scenario waarin sprake is van een lek waardoor handel met voorkennis (eventueel in combinatie met geruchtenvorming) ontstaat.³⁶⁰ De koersinflatie zal hierdoor voortijdig uit de koers lopen, zodat op het moment van de officiële corrigerende mededeling geen (significante) koersreactie meer wordt geobserveerd. In de tweede plaats kan men denken aan het scenario

359. Zie in dit verband ook Langevoort 2015, p. 46-47.

360. Zie hierover het vierde scenario in hoofdstuk 4.

waarin de markt *op eigen kracht* achter de misleiding komt.³⁶¹ Ook dat zal tot gevolg hebben dat de koersinflatie voortijdig verdwijnt. In derde plaats valt te denken aan het scenario waarin de markt (de informatie opgenomen in) de corrigerende mededeling niet meteen op waarde kan schatten, en waarin zij even de tijd nodig heeft om (de informatie opgenomen in) de corrigerende mededeling op correcte (en volledige) wijze in de koers te verwerken.³⁶² Als gevolg van deze onderreactie zal het even duren voordat de corrigerende mededeling in een (significante) koersdaling resulteert.³⁶³ In de vierde plaats kan worden gedacht aan het scenario waarin de misleidende informatie op het moment van de corrigerende mededeling inmiddels haar relevantie heeft verloren, omdat in de tussentijd nieuwe(re) informatie is gepubliceerd waarmee de ware toestand van de vennootschap bekend is geworden (dit scenario kan worden geschaard onder de zogenoemde ‘true financial condition theory’).³⁶⁴ De koersinflatie die zich aanvankelijk als gevolg van de misleiding had gevormd, is hierdoor op het moment van de corrigerende mededeling inmiddels ‘uitgedoofd’.³⁶⁵ In de vijfde plaats kan men denken aan het scenario waarin de vennootschap haar toevlucht neemt tot het zogenoemde mechanisme van ‘walking down the stock price’.³⁶⁶ Hiermee wordt bedoeld dat de vennootschap stapje voor stapje informatie publiceert, waaruit het beleggende publiek (althans, het professionele deel daarvan) kan afleiden dat de actuele beurskoers te hoog is. De koersinflatie zal hierdoor geleidelijk uit de koers lopen, waardoor op het moment van de officiële corrigerende mededeling geen (significante) koersdaling meer intreedt. In de zesde plaats kan worden gedacht aan het scenario waarin de corrigerende mededeling wordt gecombineerd (of toevalligerwijs samenvalt) met de publicatie van

361. Zie hierover eveneens het vierde scenario in hoofdstuk 4.

362. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Bricklayers and Trowel Trades Int’l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 94-95 (1st Cir. 2014); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 267 n. 33 (5th Cir. 2009); *Public Employees’ Retirement System of Mississippi v. Amedisys, Inc. (Amedisys II)*, 769 F.3d 313, 323-325 (5th Cir. 2014); *In re Gilead Sciences Securities Litigation*, 536 F.3d 1049, 1057-1058 (9th Cir. 2008); *In re Apollo Group, Inc. Securities Litigation*, 2010 WL 5927988, at *1 (9th Cir. June 23, 2010); *Sapssov v. Health Management Associates, Inc.*, 608 Fed. Appx. 855, 863 (11th Cir. 2015); *Meyer v. Greene*, 710 F.3d 1189, 1197-1200 (11th Cir. 2013); *In re Banc of California Securities Litigation*, 2017 WL 3972456, at *9 (C.D. Cal. Sept. 6, 2017); *In re Winstar Communications*, 2006 WL 473885, at *14-15 (S.D.N.Y. Feb. 27, 2006). Zie over dit scenario ook § 6.3.4.

363. Vgl. Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 112.

364. Zie over de *true financial condition theory* het derde scenario in hoofdstuk 4.

365. Zie hierover eveneens het derde scenario in hoofdstuk 4 en zie het ook het voorbeeld in de bijbehorende Appendix.

366. Zie hierover eveneens het derde scenario in hoofdstuk 4. En zie voor empirisch bewijs dat Amerikaanse vennootschappen zich niet zelden van een dergelijke strategie bedienen Furchtgott & Partnoy 2015.

HOOFDSTUK 8

andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie die positief van aard is, en een tegengesteld koerseffect heeft.³⁶⁷ In dat geval zullen het negatieve koerseffect van (het bekend worden van) de misleidende informatie en het positieve koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie elkaar opheffen, waardoor het wederom zo zal zijn dat op het moment van de corrigerende mededeling geen (significante) koersreactie wordt geobserveerd. In de zevende plaats kan worden gedacht aan het scenario waarin de inhoud van de misleidende informatie zich over het tijdvak van de misleiding zodanig ontwikkelt, dat de informatie op het moment van de corrigerende mededeling niet langer misleidend is.³⁶⁸ In dat geval zal op het moment van de corrigerende mededeling de koersinflatie inmiddels tot nul zijn gereduceerd. In de achtste plaats kan men denken aan het scenario waarin (onder invloed van externe factoren) de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding zodanig afneemt, dat op het moment van de corrigerende mededeling de koersinflatie inmiddels is verdampt.³⁶⁹

Wanneer in de hierboven genoemde scenario's op basis van het uitblijven van een koersreactie naar aanleiding van de officiële corrigerende mededeling zou worden geconcludeerd dat de litigieuze informatie de beurskoers niet heeft beïnvloed en/of dat de litigieuze informatie niet *material* was, bestaat de reële kans dat valide claims ten onrechte worden afgewezen.³⁷⁰ In werkelijkheid was de litigieuze informatie in deze scenario's namelijk wel *material* en heeft deze informatie tevens tot koersinflatie geleid, alleen is dit niet (meer) af te leiden uit de koersreactie die plaatsvond toen de misleiding publiekelijk bekend werd. Om het trekken van zo'n verkeerde conclusie te voorkomen, is het van belang om bij het beoordelen van het koerseffect van de misleiding niet te volstaan met het slechts uitvoeren van een *event study* rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling, en om alvorens een definitief oordeel te vellen, de analyse nog wat te verfijnen.³⁷¹ Zo is het in de eerste plaats raadzaam om nog eens goed te kijken naar de ligging van de *event window*. Met een

367. Zie wederom voor empirisch bewijs dat Amerikaanse vennootschappen bij het publiceren van een corrigerende mededeling zich niet zelden van een dergelijke 'information bundling'-strategie bedienen Furchtgott & Partnoy 2015. Zie in dit verband ook de studie Bliss, Partnoy & Furchtgott 2018 en Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 617.

368. Zie hierover het zesde scenario in hoofdstuk 4.

369. Zie hierover het vijfde scenario in hoofdstuk 4.

370. Wanneer in werkelijkheid de litigieuze informatie de beurskoers wel heeft beïnvloed, wil dat uiteraard nog niet zeggen dat de eisende belegger ook meteen recht heeft op schadevergoeding. Voor een valide claim zal vanzelfsprekend aan alle aansprakelijkheidsvereisten moeten zijn voldaan. Vandaar dat ik bewust zeg dat de 'reële kans bestaat' dat valide claims ten onrechte worden afgewezen.

371. Zie in dit verband ook De Jong 2016b, § 4.5.

zorgvuldig (en correct) gekozen *event window* zou het in de eerste vijf hierboven genoemde scenario's namelijk in principe mogelijk moeten zijn om (het bekend worden van) de koersinflatie op te sporen (zie in dit verband § 8.4.2.3 *sub b*). In de tweede plaats is het raadzaam om te kijken of het uitvoeren van een *content analysis* en/of het werken met *earnings response coefficients* wellicht uitsluitsel kan bieden. Deze technieken maken het in het scenario waarin de corrigerende mededeling wordt gecombineerd met de publicatie van andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie immers mogelijk het koerseffect van de misleiding te detecteren (zie in dit verband § 8.4.2.4 *sub a* en *sub b*). Alleen in de scenario's waarin de koersinflatie als gevolg van een *gewijzigde inhoud* van de misleidende informatie en/of als gevolg van een *afgenomen marktwaarde* van de misleidende informatie reeds vóór het tijdstip van de corrigerende mededeling is verdampt, kan worden volstaan met het uitvoeren van een *event study* rondom het laatstgenoemde tijdstip.³⁷² In deze scenario's geldt op grond van het materiële recht immers dat de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding, zodat het dan in principe geen zin (meer) heeft om te achterhalen hoe de koersinflatie zich over het tijdvak van de misleiding precies heeft ontwikkeld.³⁷³

Wat het opsporen van (het uit de koers lopen van) de koersinflatie betreft, wijs ik verder nog op het belang van het analyseren van ontwikkelingen in het handelsvolume.³⁷⁴ Was in de dagen of weken voorafgaand aan de corrigerende mededeling immers sprake van een

372. Ik wijs erop dat men in deze scenario's uiteraard alleen kan volstaan met het uitvoeren van een *event study* rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling, wanneer in het processuele debat voldoende feiten en omstandigheden zijn komen vast te staan die de conclusie rechtvaardigen dat zich inderdaad de situatie voordeed dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen als gevolg van een *gewijzigde inhoud* van de misleidende informatie en/of als gevolg van een *afgenomen marktwaarde* van de misleidende informatie.

373. Voor het Amerikaanse recht volgt dit uit de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). Zie hierover uitgebeeld § 6.3.3. In § 5.5.2.3 *sub a* en *sub b* en in § 7.2.3 heb ik verdedigd dat ook voor het Nederlandse recht zou moeten gelden dat in het scenario van een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie respectievelijk het scenario van een veranderende inhoud van de misleidende informatie de rechtens toerekenbare schade wordt beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding.

374. Zie in dit verband ook Prevo & Ter Weel 2010, p. 253-256; Booth 2004, p. 1053-1054; Mitchell & Netter 1994, p. 559.

HOOFDSTUK 8

(statistisch significante) abnormale toename van het handelsvolume,³⁷⁵ en kan deze toename niet worden verklaard door de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie, dan is zeer aannemelijk dat de oorzaak hiervan is gelegen in het feit dat bepaalde marktpartijen alvast op het bekend worden van de misleiding vooruit liepen. Wanneer dit toegenomen handelsvolume tevens gepaard ging met een residuele koersdaling,³⁷⁶ dan kan deze koersdaling dus in beginsel worden toegeschreven aan (de bekendwording van) de misleidende informatie. Hierbij teken ik aan dat het mijns inziens niet noodzakelijkerwijs zo hoeft te zijn dat het abnormale rendement dat *over één enkele handelsdag* werd gemeten, ook nog statistisch significant is.³⁷⁷ Ook wanneer slechts het (abnormale) rendement dat *over meerdere handelsdagen* werd gemeten statistisch significant is, volstaat dat voor het aantonen van (het uit de koers lopen van) koersinflatie.³⁷⁸

Als de *event study* (zelfs met een zorgvuldig gekozen *event window*) uiteindelijk geen (statistisch) significante koersreactie oplevert, en het derhalve niet lukt om langs die weg het koerseffect van (het bekend worden van) de misleiding aan te tonen, zal hieraan naar Amerikaans recht de conclusie worden verbonden dat niet is voldaan aan het vereiste van *loss causation* (en zal de vordering tot schadevergoeding derhalve worden afgewezen).³⁷⁹ Er is dan immers niet komen vast te staan hoe de door de beleggers gestelde koersinflatie weer uit de koers is gelopen. Dit wil echter niet zeggen dat ook in werkelijkheid niet is voldaan aan het vereiste van *loss causation*. Het is immers goed mogelijk dat de misleidende informatie in werkelijkheid wel tot koersinflatie heeft geleid, en dat deze koersinflatie op een zeker moment ook weer uit de koers is gelopen, maar dat *hoe* en *wanneer* dit laatste is gebeurd voor de buitenwereld

375. Met een 'abnormale' toename in het handelsvolume bedoel ik een toename die niet kan worden verklaard door macro-economische en/of sectorspecifieke ontwikkelingen. Zie in dit verband ook AFM-rapport 2007, p. 6.

376. Zoals reeds opgemerkt wordt met 'residuele koersdaling' hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

377. Vgl. Booth 2004, p. 1054, voetnoot 42; Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 111.

378. Ik wijs er nogmaals op dat wanneer de *event period* uit meer dan één handelsdag bestaat, gewerkt moet worden met de zogenoemde 'cumulative abnormal return'. Zie hierover § 8.4.2.3 *sub c* onder het eerste kopje 'Het marktmodel'.

379. Zie in dit verband onder meer de uitspraken *Alaska Electrical v. Flowserve*, 572 F.3d 221, 232 (5th Cir. 2009); *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130, 1138 (10th Cir. 2009); *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 718 F.3d 423, 434 (5th Cir. 2013). Ik wijs erop dat de laatstgenoemde uitspraak door de Supreme Court is vernietigd, zie *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258 (2014). De in de hoofdttekst aangehaalde *loss causation*-kwestie betrof echter niet een vraag waar de Supreme Court zich in de *Halliburton II*-zaak over diende uit te laten.

verborgen blijft (en dat het zelfs met een correct uitgevoerde *event study* niet lukt om dit te achterhalen). Naar Amerikaans recht wordt in zo'n geval een valide *claim* dus ten onrechte afgewezen.³⁸⁰ Dan rijst natuurlijk meteen de vraag hoe deze kwestie naar Nederlands recht moet worden beoordeeld. In hoofdstuk 9 zal ik verdedigen dat het naar Nederlands recht zo is – of wellicht beter gezegd: zo zou moeten zijn – dat de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere koers*, onder omstandigheden het causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade (c.q. het bestaan van *rechtens relevante* koersschade) ook kunnen bewijzen zonder dat gebruik gemaakt wordt van (de uitkomst van) een *event study* (of althans, zonder dat de *event study* een significante koersreactie oplevert).³⁸¹

8.4.3 *Bewijs van omvang van de schade; back casting*

8.4.3.1 *Inleiding*

Wanneer met behulp van een *event study* eenmaal is vastgesteld dat (het bekend worden van) de misleiding resulteerde in een (statistisch significante) residuele koersreactie, is daarmee in beginsel gegeven dat de eisende beleggers een kunstmatig hoge prijs voor hun aandeel hebben betaald en zij aldus als gevolg van de misleiding koersschade hebben geleden.³⁸² Vervolgens is de vraag hoeveel schade iedere benadeelde belegger heeft geleden. Om deze vraag te kunnen beantwoorden moet het zogenoemde 'hypothetische koersverloop' (ook wel genoemd 'value line') in kaart worden gebracht, dat wil zeggen het koersverloop zoals

380. Zie op dit punt kritisch over het Amerikaanse recht vanwege de zwaarwegende rol die aan de (uitkomst van de) *event study* wordt toegekend bij het bewijs van de koersinvloed van de misleidende informatie Brav & Heaton 2015, p. 586-587 ('[R] equiring conventional levels of statistical significance when power is low effectively gives a "free pass" to economically meaningful securities fraud because the [single-firm event studies] simply cannot detect price impacts below a high threshold. Courts, ignoring low power, then conclude that some economically large price impacts are immaterial. Courts err because of their mistaken premise that statistical insignificance indicates the probable absence of a price impact. Overreliance on statistical significance without consideration of statistical power leads to a decision-making regime in which the probability of an incorrect exoneration far exceeds the probability of an incorrect condemnation.' leestekens weggelaten, toevoegingen en curs. *ACWP*). Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 613-614; Hakala 2017, p. 24.

381. Zie § 9.4.2.4-§ 9.4.2.5.

382. Bewust zeg ik 'in beginsel'. Er zijn namelijk scenario's denkbaar waarvoor geldt dat ondanks het feit dat op het moment van de corrigerende mededeling een (statistisch

HOOFDSTUK 8

zich dat zou hebben ontwikkeld in de hypothetische situatie zonder misleiding. Door dit hypothetische koersverloop vervolgens te vergelijken met het koersverloop zoals zich dat in werkelijkheid heeft gerealiseerd (ook wel genoemd 'price line'), kan voor ieder tijdstip binnen het tijdvak van de misleiding de (omvang van de) koersinflatie worden vastgesteld.³⁸³ Al naar gelang het tijdstip van aankoop kan daarna voor iedere benadeelde belegger worden bepaald welk bedrag aan koersinflatie hij (te veel) heeft betaald en hoeveel schade hij aldus (feitelijk) heeft geleden.³⁸⁴

Voor het modelleren van de hypothetische koerslijn (en daarmee van de koersinflatie) kunnen grofweg twee methoden worden onderscheiden: enerzijds de zogenoemde methode van 'back casting', anderzijds de zogenoemde methode van 'forward casting'. *Back casting* houdt kort gezegd in, dat eerst met behulp van een *event study* de residuele koersreactie wordt bepaald die plaatsvond toen de misleiding bekend werd en dat vervolgens het hypothetische koersverloop wordt geconstrueerd door vanuit laatstgenoemde koersreactie *terug te werken* in de tijd, waarbij voor de ontwikkeling van de koersinflatie verschillende veronderstellingen kunnen worden gehanteerd.³⁸⁵ *Forward casting* houdt kort gezegd in, dat eerst de koersinflatie wordt geschat op het moment waarop de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan (c.q. het moment waarop de litigieuze informatie (voor de eerste keer) werd achtergehouden) en dat vervolgens het hypothetische koersverloop wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *vooruit te werken* in de tijd, waarbij voor de ontwikkeling van de koersinflatie wederom verschillende veronderstellingen kunnen worden gehanteerd. Het is de methode van *back casting* die in deze paragraaf centraal staat, de methode van *forward casting* komt in § 8.4.4 aan bod.

significante) residuele koersreactie werd gemeten, de koers nog niet was geïnflateerd toen de beleggers hun aandeel kochten, en zij dus ook geen koersschade hebben geleden die in causaal verband staat met de misleiding. Zie voor deze scenario's § 8.4.2.4 *sub d-f*.

383. Het raamwerk van de *price line* en *value line* is ontwikkeld in de Amerikaanse *securities litigation*-praktijk. Zie in dit verband de bekende en nadien veel geciteerde *concurring opinion* van Judge Sneed bij de uitspraak *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1344-1346 (9th Cir. 1976).

384. Ik wijs er nogmaals op dat het enkele feit dat de belegger het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, niet noodzakelijkerwijs hoeft te betekenen dat hij als gevolg van de misleiding ook *rechtens relevante* schade heeft geleden. De koersinflatie kan als gevolg van een afgenomen marktwaarde van de misleidende informatie en/of als gevolg van een gewijzigde inhoud van de misleidende informatie immers reeds vóór het bekend worden van de misleiding volledig zijn verdampt.

385. De Jong 2011b, p. 573 en De Jong 2012, p. 633.

De opbouw van deze paragraaf is als volgt. Eerst leg ik in § 8.4.3.2 uit hoe *back casting* precies werkt en welke methoden/technieken hierbij meestal worden gebruikt. Vervolgens bespreek ik in § 8.4.3.3 de nadelen van *back casting*. Daarna behandel ik in § 8.4.3.4 de zogenoemde ‘allocatiemethode’. Dit is een *back casting* techniek die in de praktijk nogal eens wordt gebruikt wanneer de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies.

Ik heb nog twee opmerkingen vooraf. In de eerste plaats merk ik op dat ik in deze paragraaf aanneem dat (ten processe vaststaat dat) de misleidende informatie de koers daadwerkelijk heeft beïnvloed. Er wordt met andere woorden van uitgegaan dat de misleidende informatie daadwerkelijk tot koersinflatie heeft geleid. In de tweede plaats wijs ik erop dat de titel van deze paragraaf niet in alle misleidingsgevallen de lading volledig dekt. Bestaat de misleiding namelijk uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies, dan is het verloop van de hypothetische koerslijn niet alleen relevant voor het bepalen van de omvang van de door de misleiding veroorzaakte koersschade, maar kan dat – althans voor een deel van de eisende beleggers – tevens relevant zijn voor de vraag of de misleidende mededelingen en/of omissies überhaupt wel rechtens relevante schade hebben veroorzaakt. Ik verwijs naar mijn slotopmerking in § 8.4.2.4 *sub f*.

8.4.3.2 *Hoe werkt back casting?*

a. Drie verschillende technieken

De methode van *back casting* houdt dus in dat eerst met behulp van een *event study* het koerseffect van de misleiding wordt bepaald op het moment waarop de misleiding bekend werd en dat vervolgens de hypothetische koerslijn wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *terug te werken* in de tijd, uitgaande van de op het moment van de bekendwording van de misleiding geobserveerde residuele koersdaling.³⁸⁶ Bij het *terugwerken* in de tijd kan gebruik worden

386. Zie over *back casting* in het algemeen Ferrell & Saha 2012, p. 368-378; Ferrell & Saha 2007, p. 185; Bruegger & Dunbar 2009, p. 24-30; Tabak 2007b, p. 1-12; Gold, Korman & Nabi 2017, p. 12-15; Finnerty & Pushner 2003, p. 218-225; Tabak & Okongwu 2002, p. 1-20; Dyl 1999, p. 6-7. Zie hierover in de rechtspraak bijvoorbeeld de uitspraken *Arkansas Teacher Retirement System v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 955 F.3d 254, 265 (2d Cir. 2020) (“*Goldman Sachs II*”); *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674, 684 (5th Cir. 2015); *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 415-417 (7th Cir. 2015); *Sherman v. Bear Stearns Companies, Inc.*, 2016 WL 4098385, at *7-14 (S.D.N.Y. July 25, 2016); *In re Cendant Corp. Securities Litigation*, 109 F. Supp. 2d 235, 264-265 & 270-271 (D.N.J. 2000); *In re California Micro Devices Securities Litigation*, 965 F. Supp. 1327, 1333-1336 (N.D. Cal. 1997). En zie over *back casting* in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 246-250.

HOOFDSTUK 8

gemaakt van verschillende technieken.³⁸⁷ Drie technieken die men in de Amerikaanse praktijk vaak tegenkomt zijn: (i) de *constant dollar method*, (ii) de *constant percentage method*, en (iii) de *index method*.³⁸⁸ Ik bespreek ze achtereenvolgens.

Ad (i). De *constant dollar method* is de meest eenvoudige methode.³⁸⁹ Deze methode veronderstelt dat de koersinflatie over het gehele tijdvak van de misleiding gelijk is aan het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding (hierna ook wel aangeduid met de term ‘resterende koersinflatie’). Ongeacht de hoogte van de beurskoers, gaat de *constant dollar method* dus uit van – de naam zegt het eigenlijk al – een constant bedrag aan koersinflatie.

Ad (ii). In plaats van een constant *bedrag* aan koersinflatie, veronderstelt de *constant percentage method* een constant *percentage* aan koersinflatie.³⁹⁰ Dit percentage wordt berekend door het bedrag van de resterende koersinflatie te relateren aan de hoogte van de beurskoers vlak voordat de misleiding bekend werd. In de situatie waarin de beurskoers onder invloed van macro-economische, sectorspecifieke en/of (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke ontwikkelingen over het tijdvak van de misleiding fluctueert, wordt bij de *constant percentage method* dus verondersteld dat de (hoogte van de) koersinflatie met de beurskoers meebeweegt.³⁹¹

387. Zie hierover uitgebreid Tabak & Okongwu 2002, p. 2-7. Zie in dit verband ook Tabak 2015, p. 480-483.

388. Een variant op de *index method* die in de literatuur ook nogal eens wordt genoemd is de zogenoemde ‘constant true value method’. Deze methode veronderstelt dat de hypothetische koers in de hypothetische situatie zonder misleiding over de gehele *class period* gelijk zou zijn geweest aan het feitelijke koersniveau nadat de misleiding (volledig) bekend is geworden. Impliciet wordt hier dus verondersteld dat de referentie-index over het gehele tijdvak van de misleiding constant is gebleven. Aangezien dit een nogal onrealistische veronderstelling is, wordt de *constant true value method* in de praktijk vrijwel nooit toegepast (een uitzondering hierop is de studie van Dyl 1999, p. 6-7). Om deze reden zal ik de methode ook hier verder buiten beschouwing laten.

389. Zie over de *constant dollar method* ook Ferrell & Saha 2012, p. 368-375. En zie hierover in de rechtspraak bijvoorbeeld de uitspraak Ludlow v. BP, P.L.C., 800 F.3d 674, 684 (5th Cir. 2015).

390. Zie over de *constant percentage method* ook Ferrell & Saha 2012, p. 369-371.

391. Ik merk op dat één van de methoden die Cornell en Morgan toepassen in hun artikel over schadevaststelling bij *securities fraud class actions* en die zij aanduiden als de ‘event study approach’, eigenlijk ook een soort toepassing is van de *constant percentage method*. Zie Cornell & Morgan 1990, p. 899-900. Zie voor de toepassing van deze methode van Cornell en Morgan in de rechtspraak de uitspraak *In re Cendant Corp. Securities Litigation*, 109 F. Supp. 2d 235, 264-265 & 270-271 (D.N.J. 2000).

Ad (iii). De *index method* veronderstelt dat het percentage waarmee het litigieuze aandeel in de hypothetische situatie zonder misleiding over het tijdvak van de misleiding zou zijn gestegen of gedaald, gelijk is aan het percentage waarmee een relevante index (zoals de *S&P 500* of de *Dow Jones*) over dit tijdvak zou zijn gestegen of gedaald.^{392, 393} Is de *S&P 500* over het tijdvak van de misleiding bijvoorbeeld met 20% gedaald, dan gaat de *index method* er dus van uit dat het litigieuze aandeel bij afwezigheid van de misleiding over dit tijdvak eveneens met 20% zou zijn gedaald.³⁹⁴ Overigens wijs ik er nog op dat het bijna altijd zo zal zijn dat de *index method* en de *constant percentage* methode tot een verschillende uitkomsten leiden wat het verloop van de hypothetische koerslijn betreft. Toepassing van de *index method* kan immers alleen maar resulteren in een constant percentage aan koersinflatie, wanneer het percentage waarmee het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding thans (in de feitelijke situatie na misleiding) is gestegen of gedaald, exact gelijk is aan het percentage waarmee de geselecteerde index over dit tijdvak is gestegen of gedaald.³⁹⁵ Dit laatste zal echter vrijwel nooit het geval zijn. En dat de *index method* en de *constant dollar method* tot een verschillende uitkomst leiden, is vrijwel zeker.

b. De geschiktheid van de methode hangt af van de aard van de misleidende informatie

Uit inzichten afkomstig uit de *corporate finance* kan worden afgeleid dat (het antwoord op de vraag) welke van deze drie methoden in een concreet het geval het meest geschikt is om (het verloop van) de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding te modelleren, afhankelijk is van de aard van de misleidende informatie en haar effect op de door de vennootschap

392. Men zou ook kunnen zeggen dat de *index method* veronderstelt dat het rendement dat in de hypothetische situatie zonder misleiding over het tijdvak van de misleiding op het litigieuze aandeel zou zijn behaald, gelijk is aan het rendement dat op een relevante index over dit tijdvak zou zijn behaald.

393. Zie over de *index method* ook Tabak 2007b, p. 6-7.

394. Ik wijs erop dat de door Cornell en Morgan gehanteerde methode die zij aanduiden als de 'comparable index method' in mijn ogen niets anders is dan een variant op de hier besproken *index method*. Zie Cornell & Morgan 1990, 897-899. Hetzelfde geldt mijns inziens voor de methode die Finnerty & Pushner toepassen in hun artikel over schadevaststelling bij *securities fraud class actions*. Zie Finnerty & Pushner 2003, 221-224. Zie kritisch over de *comparable index method* van Cornell & Morgan de studie van Dyl 1999, p. 7.

395. Volledigheidshalve merk ik op dat bij het berekenen van het percentage waarmee de koers in de feitelijke situatie is gestegen of gedaald, de koersdaling die intrad toen de misleiding bekend werd, niet wordt meegenomen. Het is daarom wellicht zuiverder om te spreken van 'het percentage waarmee de koers tussen het tijdstip waarop de misleiding begon en het tijdstip vlak voordat deze bekend werd, is gestegen of gedaald'.

HOOFDSTUK 8

in de toekomst – naar verwachting – te genereren netto-kasstroom³⁹⁶ (en daarmee van haar effect op de waarde van de onderneming).³⁹⁷ Bestaat de misleiding bijvoorbeeld uit het door de vennootschap verzwijgen van een *eenmalige tegenvaller* in de vorm van een eenmalige (onverwachte) kostenpost, dan kan worden beredeneerd dat de *constant dollar method* de meest geschikte methode is.³⁹⁸ Intuïtief is dit goed te begrijpen. Het (absolute) effect van een eenmalige kostenpost op de waarde van de onderneming (en daarmee op de hoogte van de beurskoers) is immers niet afhankelijk van de waarde van de onderneming op dit moment, en dat betekent dat men (de grootte van) dit effect onafhankelijk van deze waarde kan bepalen.³⁹⁹ Het maakt dus in beginsel niet uit wanneer de eenmalige kostenpost bekend wordt gemaakt; steeds zal de waarde van de onderneming (en daarmee de beurskoers) met een vast bedrag afnemen.

Bestaat de misleiding daarentegen uit het met een bepaald (*vast*) *percentage* (zeg 10%) te gunstig voorstellen van de toekomstige netto-kasstroom, dan kan worden beredeneerd dat de *constant percentage method* de meeste geëigende methode is om het verloop van de koersinflatie te modelleren, en dat de *constant dollar method* in dat geval minder geschikt is.⁴⁰⁰ Ook dit is intuïtief goed te begrijpen. De absolute waarde van het effect (dat wil zeggen het verschil in waarde vóór en na bekendmaking) van een relatieve/procentuele afname van de toekomstige kasstromen op de waarde van de onderneming (en daarmee op de hoogte van de beurskoers) kan men immers alleen maar vaststellen, als bekend is wat de waarde is van de onderneming op dit moment.⁴⁰¹ De grootte van dit effect is daarmee volledig afhankelijk van het tijdstip waarop de tegenvallende toekomstige kasstromen bekend worden gemaakt, zodat de *constant dollar method* in dat geval dus ongeschikt is. De relatieve/procentuele afname van de waarde van de onderneming (en daarmee van de hoogte beurskoers) als gevolg van de tegenvallende toekomstige kasstromen kan men daarentegen wel vaststellen zonder bekend te zijn met de waarde van de onderneming op dit moment. Deze afname is in beginsel gelijk aan het percentage waarmee de toekomstige kasstromen te gunstig zijn voorgesteld, zodat de *constant percentage method* in dat geval dus *wel* geschikt is.⁴⁰²

396. Met 'netto-kasstroom' bedoel ik de inkomsten minus de uitgaven.

397. Aldus Tabak & Okongwu 2002, p. 3. Aldus ook De Jong 2010, p. 227.

398. Zie voor de technische redenering Tabak & Okongwu 2002, p. 3-4.

399. Vgl. Tabak & Okongwu 2002, p. 4.

400. Zie voor de technische redenering Tabak & Okongwu 2002, p. 3-4.

401. Vgl. Tabak & Okongwu 2002, p. 4; Ferrell & Saha 2012, p. 371.

402. Ik wijs erop dat wanneer de misleiding bestaat uit het met een bepaald percentage te gunstig voorstellen van de toekomstige kasstromen, de *constant percentage method*

HET BEWIJS VAN *RELIANCE*, *LOSS CAUSATION* EN *DAMAGES*

Bij de laatstgenoemde misleidingsvorm kan men bijvoorbeeld denken aan de volgende situatie.⁴⁰³ Stel dat het enige actief waarover een bepaalde vennootschap beschikt een 50%-belang is in een bepaalde dochtervennootschap, en dat eerstgenoemde vennootschap volledig is gefinancierd met eigen vermogen (en verder geen vreemd vermogen kent). Blijkt op een gegeven moment dat deze vennootschap in werkelijkheid niet 50% van de aandelen in de dochtervennootschap houdt, maar – in plaats daarvan – slechts 45%, dan betekent dit dat zij haar toekomstige netto-kasstroom met 10% (5% van 50%) te gunstig heeft voorgesteld. Gedurende de periode dat de vennootschap het belang in haar dochter – al dan niet bewust – heeft overschat, was de vennootschap in werkelijkheid dus steeds 10% minder waard dan de waarde waar de markt van uitging, en dat betekent dat de koersinflatie over deze periode steeds 10% van de (feitelijke) beurskoers bedroeg.⁴⁰⁴

In § 8.4.2.4 *sub e* wees ik op de situatie van een fluctuerende *marktwaarde* van de misleidende informatie. Wanneer men in een concreet geval met deze complicatie te maken heeft, moge duidelijk zijn dat de *constant dollar method* ongeschikt is voor het modelleren van de hypothetische koerslijn, en dat toepassing van de *constant percentage method* (of eventueel de *index method*) dan meer voor de hand ligt.

Verder wijs ik er nog op dat het in sommige misleidingsgevallen aangewezen kan zijn om een combinatie van de genoemde methoden toe te passen.⁴⁰⁵ Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies en voor de ene misleidende mededeling of omissie de *constant dollar method* bijvoorbeeld de meest geschikte methode is, en voor de andere mededeling bijvoorbeeld de *constant percentage method*.⁴⁰⁶

c. Back casting bij een veranderende inhoud van de misleidende informatie
Ook wees ik in § 8.4.2.4 *sub d* op de situatie van een veranderende inhoud van de misleidende informatie. Wanneer men in het concrete geval met deze complicatie te maken heeft, zal ook daar bij het modelleren van de hypothetische koerslijn uiteraard rekening mee gehouden moeten

niet noodzakelijkerwijs geschikt hoeft te zijn om het verloop van de koersinflatie te modelleren, indien de onderzochte beursvennootschap is gefinancierd met relatief veel *vreemd vermogen*. Zie over deze nuance Tabak & Okongwu 2002, p. 20. Zie hierover ook De Jong 2010, p. 248.

403. Het voorbeeld is ontleend aan Tabak & Okongwu 2002, p. 5.

404. Ik abstraheer gemakshalve even van het antwoord op de vraag of bij een belang van 45% nog wel sprake is van een dochter.

405. Aldus Tabak & Okongwu 2002, p. 5 en p. 7. Aldus ook De Jong 2010, p. 248.

406. Zie De Jong 2010, p. 248.

HOOFDSTUK 8

worden.⁴⁰⁷ Een manier om dit te doen, is door eerst het hypothetische koersverloop te construeren uitgaande van de situatie waarin de (inhoud van de) misleidende informatie over het gehele tijdvak van de misleiding gelijk was aan de (inhoud van de) misleidende informatie zoals deze was toen de misleiding naar buiten kwam. Er wordt dan dus eerst gekeken hoe de hypothetische koerslijn het beste zou kunnen worden geconstrueerd, wanneer (veronderstellenderwijs wordt aangenomen dat) de inhoud over het gehele tijdvak ongewijzigd zou zijn gebleven. Uitgaande van de aldus vastgestelde (voorlopige) hypothetische koerslijn, moet vervolgens de veranderende inhoud van de misleidende informatie in de analyse worden verdisconteerd. Bestond de veranderende inhoud van de misleidende informatie er bijvoorbeeld uit dat de kans op het al dan niet doorgaan van een bepaalde gebeurtenis gaandeweg toe- of afnam, terwijl deze gebeurtenis aanvankelijk als een (honderd procent) *zekere* gebeurtenis naar het beleggende publiek was gecommuniceerd, dan kan men dit bijvoorbeeld doen door in de voorlopige hypothetische koerslijn een kanselement te verwerken.⁴⁰⁸ In concreto houdt dit in, dat op ieder tijdstip in het tijdvak van de misleiding de hypothetische koers zoals die zou zijn geweest wanneer het doorgaan van de litigieuze gebeurtenis steeds (honderd procent) *zeker* zou zijn geweest, wordt vermenigvuldigd met de kans waarvan op het desbetreffende tijdstip (in werkelijkheid) sprake was dat de gebeurtenis inderdaad zou doorgaan.

d. Complicatie bij het omzetten van het abnormale rendement naar een maatstaf voor de koersinflatie

Tot slot wijs ik nog op een probleem dat zich bij toepassing van *back casting* kan voordoen wanneer het over de *event period* geobserveerde abnormale rendement moet worden getransformeerd naar een maatstaf voor de koersinflatie. Het probleem waar ik op doel, is dat in de praktijk meestal onduidelijk zal zijn of het geobserveerde abnormale rendement moet worden gerelateerd aan de beurskoers aan het *begin* van de *event period*, dan wel aan de beurskoers aan het *eind* van de *event period*.⁴⁰⁹ Deze onduidelijkheid is terug te voeren op het feit dat meestal onbekend is in welke volgorde de relevante gebeurtenissen zich tijdens de *event period* hebben voltrokken. Heeft eerst de bekendwording van de misleiding de koers beïnvloed en hebben pas daarna macro-economische en/of

407. Voor een voorbeeld uit de rechtspraak waarin de door de eisende beleggers geraadpleegde deskundige bij het modelleren van de hypothetische koerslijn met behulp van *back casting* rekening houdt met een over het tijdvak van de misleiding veranderende inhoud van de misleidende informatie, wijs ik op de uitspraak In re Vivendi, S.A. Securities Litigation, 838 F.3d 223, 255-256 (2d Cir. 2016).

408. Vgl. Cornell & Morgan 1990, p. 896-897.

409. Zie over dit probleem Tabak & Dunbar 1999, p. 11, voetnoot 26. Zie ook Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 111, voetnoot 68.

sectorspecifieke ontwikkelingen hun weerslag gehad op de koers, of – andersom – hebben juist eerst de laatstgenoemde ontwikkelingen de koers beïnvloed en heeft pas daarna de bekendwording van de misleiding haar weerslag gehad op de koers?

Tabak en Dunbar geven in dit verband het volgende voorbeeld.⁴¹⁰ Stel dat de beurskoers van het litigieuze aandeel over de *event period* daalt van \$ 20 naar \$ 9, en dat het aan de hand van het marktmodel geschatte rendement voor de situatie zonder misleiding (dus het rendement dat is terug te voeren op macro-economische en/of sectorspecifieke factoren) 10% bedraagt. Wanneer eerst de macro-economische en/of sectorspecifieke factoren de koers hebben beïnvloed, moet het verwachte rendement van 10% worden gerelateerd aan de koers van \$ 20 aan het *begin* van de *event period*. Dat betekent dat tijdens de *event period* de koers als gevolg van de genoemde factoren eerst (met 10%) is gedaald van \$ 20 naar \$ 18, en dat de koers daarna als gevolg van de bekendwording van de misleiding is gedaald \$ 18 naar \$ 9. In dit scenario wordt de koersinflatie dus geschat op een bedrag van \$ 9. Wanneer daarentegen eerst het bekend worden van de misleiding de koers heeft beïnvloed, moet het verwachte rendement van 10% worden gerelateerd aan de koers van \$ 9 aan het *eind* van de *event period*. Dat betekent dat tijdens de *event period* de koers als gevolg van de bekendwording van de misleiding eerst is gedaald van \$ 20 naar \$ 10, en dat de koers daarna onder invloed van macro-economische en/of sectorspecifieke factoren (met 10%) is gedaald van \$ 10 naar \$ 9. In dit scenario wordt de koersinflatie dus geschat op een bedrag van \$ 10.

Het zojuist gegeven voorbeeld illustreert dat wanneer onzekerheid bestaat over de volgorde waarin de relevante gebeurtenissen binnen de *event period* hebben plaatsgevonden, dit gevolgen kan hebben voor de hoogte van het bedrag van de geschatte koersinflatie. De enige manier waarop dit probleem eventueel kan worden opgelost, is door de *event window* op te delen in kleinere '*sub event windows*' en door vervolgens per *sub event window* te analyseren in welke mate de koers door de macro-economische en/of sectorspecifieke factoren respectievelijk de (bekendwording van de) litigieuze informatie is beïnvloed. Wel moet hierbij nog worden opgemerkt dat wanneer het aan de hand van het marktmodel voorspelde rendement niet al te groot is, het voor (de grootte van) het bedrag van de geschatte koersinflatie weinig zal uitmaken aan welke koers dit rendement wordt gerelateerd.

8.4.3.3 *Nadelen van back casting*

Hoewel de *back casting*-methode in de praktijk een veel gebruikte techniek is om het hypothetische koersverloop (en daarmee het verloop van de koersinflatie) mee te construeren, wordt zowel in de literatuur als

410. Tabak & Dunbar 1999, p. 11, voetnoot 26.

HOOFDSTUK 8

rechtspraak onderkend dat aan deze methode verschillende bezwaren kleven.⁴¹¹ Ik noem hier twee hoofdbezwaren.

Een eerste bezwaar is dat bij het modelleren van het verloop van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding volledig wordt vertrouwd op de (uitkomst van de) *event study* waarmee het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt bepaald. Zoals we echter zagen in § 8.4.2.4, kan men zowel bij de uitvoering als de interpretatie van de *event study* met verschillende complicaties worden geconfronteerd. Zo zal het onder meer lastig zijn om het koerseffect van de misleiding (met enige exactheid) te bepalen wanneer tijdens de *event period* sprake is van *confounding events*, wanneer de corrigerende mededeling wordt gecombineerd (of toevalligerwijs samenvalt) met de publicatie van andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie en/of wanneer de koersdaling die als gevolg van de corrigerende mededeling intreedt, niet alleen het koerseffect van (het bekend worden van) de misleidende informatie weerspiegelt, maar tevens het koerseffect van verschillende typen gevolgschade. Verder kan men ook bij het vaststellen van de juiste (lengte en ligging van de) *event window* met verschillende complicaties worden geconfronteerd, die op hun beurt de (uitvoering en interpretatie van de) *event study* ook weer kunnen bemoeilijken. Ik wijs in dit verband op de in § 8.4.2.3 *sub b* gesignaleerde problemen. Wanneer het niet lukt om aan de genoemde problemen op adequate wijze het hoofd te bieden, heeft dat tot gevolg dat het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding op onzuivere wijze wordt vastgesteld.⁴¹² Aangezien bij toepassing van *back casting* deze resterende koersinflatie het vertrekpunt vormt van de gehele analyse, zal de genoemde onzuiverheid doorwerken in de wijze waarop het verloop van de koersinflatie wordt gemodelleerd.⁴¹³

Een tweede bezwaar van de *back casting*-methode is dat zij in beginsel ongeschikt is, indien de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgen-

411. Zie hierover in de literatuur onder meer Ferrell & Saha 2012, p. 371-375; Ferrell & Saha 2007, p. 185; Bruegger & Dunbar 2009, p. 24-30.

412. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 376-378; Bruegger & Dunbar 2009, p. 24-25.

413. Ferrell en Saha noemen in dit verband ook nog als bezwaar van de *back casting*-methode dat het eigenlijk onjuist is om in het kader van de *event study* de statistische significantie van het abnormale *rendement* te testen. Zij achten het zuiverder om – in plaats daarvan – de statistische significantie van het met het geobserveerde abnormale rendement corresponderende *geldbedrag* te testen. Zie Ferrell & Saha 2012, p. 373-374. Zie over deze kwestie ook uitgebreid Saha & Ferrell 2011. Deze analyse van Ferrell en Saha wordt echter fel bekritiseerd door Duarte-Silva & Tripolski-Kimel 2014.

de misleidende mededelingen en/of omissies die over een langere periode hebben plaatsgevonden, en die vervolgens door middel van één enkele *disclosure* worden gecorrigeerd.⁴¹⁴ Zij is in dat geval ongeschikt, omdat de koersreactie die naar aanleiding van de corrigerende mededeling wordt gemeten dan geen representatieve maatstaf vormt voor de koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding.⁴¹⁵ Hier zijn in beginsel twee verklaringen voor te geven (die overigens in elkaars verlengde liggen).

In de eerste plaats weerspiegelt de koersreactie die als gevolg van de corrigerende mededeling intreedt, niet slechts het koerseffect van één enkele misleidende mededeling die tijdens het tijdvak van de misleiding is gedaan, maar – in plaats daarvan – het *cumulatieve* effect van verschillende misleidende mededelingen die over het tijdvak van de misleiding zijn gedaan.⁴¹⁶ Hierdoor zal het in het algemeen zo zijn dat de (residuele) koersreactie die op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt gemeten, groter is dan de koersinflatie waarvan sprake was eerder in het tijdvak van de misleiding.⁴¹⁷

In de tweede plaats zal het meestal zo zijn dat – zeker wanneer het tijdvak van de misleiding een relatief lange periode beslaat – de misleidende mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, op het moment van de bekendwording van de misleiding inmiddels hun relevantie hebben verloren. Deze ‘oude’ misleidende mededelingen zijn dan namelijk inmiddels achterhaald door recente(re) misleidende mededelingen. Dit zal tot gevolg hebben dat de koersinflatie die eerder in het tijdvak van de misleiding (als gevolg van de ‘oude’ misleidende medede-

414. Hierna zal ik niet steeds zeggen ‘misleidende mededelingen *en/of omissies*’, en zal ik simpelweg refereren aan ‘misleidende mededelingen’.

415. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 371-372. Zie in dit verband ook het verweer van de aansprakelijk gestelde vennootschap tegen het door de (deskundige van de) beleggers ontwikkelde ‘leakage model’ in de zaak *Glickenhau & Co. v. Household International, Inc.*, 787 F.3d 408, 423-424 (7th Cir. 2015).

416. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 371-372. Vgl. ook Gold, Korman & Nabi 2017, p. 14-15.

417. Ik benadruk dat wanneer de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen het *in het algemeen* zo zal zijn dat de koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding groter is dan de koersinflatie die aanwezig was eerder in het tijdvak van de misleiding, maar dat dit niet *altijd* zo hoeft te zijn. Doet zich namelijk de situatie voor waarin de opeenvolgende litigieuze mededelingen gaandeweg *minder* misleidend worden, waardoor het (totale) misleidende beeld per (nieuwe) misleidende mededeling minder wordt, dan zal de koersinflatie stapsgewijs *afnemen* (vgl. voor deze situatie Tabak 2012a, p. 2). Bij dit laatste veronderstel ik – *ceteris paribus* – dat er verder geen andere (externe) factoren zijn die (substantieel) op de koersinflatie inwerken, als gevolg waarvan deze hevig fluctueert.

HOOFDSTUK 8

lingen) was ontstaan, op het moment van de bekendwording van de misleiding inmiddels is ‘uitgedoofd’ en is ‘vervangen’ door ‘nieuwe(re)’ koersinflatie veroorzaakt door de recente(re) misleidende mededelingen.⁴¹⁸ Hierdoor zal de koersinflatie die op het moment van de bekendwording van de misleiding uit de koers loopt, niet representatief (meer) zijn voor de koersinflatie die aanwezig was eerder in het tijdvak van de misleiding.⁴¹⁹

8.4.3.4 *Back casting bij verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies; de allocatiemethode*

Een andere *back casting*-methode die in de praktijk nogal eens wordt gebruikt voor het construeren van de hypothetische koerslijn, is de zogenoemde ‘allocation method’ (hierna: ‘allocatiemethode’).⁴²⁰ Deze methode is speciaal ontwikkeld voor het geval de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen die over een langere periode worden gedaan. Zij is in verschillende rechterlijke uitspraken ook erkend als een acceptabele methode om in zo’n geval de schade per aandeel mee vast te stellen.⁴²¹ De methode houdt kort gezegd in, dat de residuele koersdaling die op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt gemeten, wordt gealloceerd over verschillende deelperiodes binnen het tijdvak van de misleiding (waarbij elke deelperiode bij een andere misleidende mededeling hoort). Hierbij is de allocatie van de koersinflatie gebaseerd op de mate waarin het misleidingseffect van een individuele mededeling zich verhoudt tot het cumulatieve misleidingseffect van alle misleidende mededelingen teza-

418. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 372-373.

419. Het hier gesignaleerde probleem kan zich overigens ook voordoen, wanneer de misleiding bestaat uit één enkele misleidende mededeling of omissie. Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de misleidende informatie op het moment van de officiële corrigerende mededeling inmiddels geheel of gedeeltelijk haar relevantie heeft verloren, omdat in de tussentijd nieuwe(re) informatie is gepubliceerd waarmee de ware toestand van de vennootschap geheel of gedeeltelijk bekend is geworden (dit scenario kan worden geschaard onder de zogenoemde ‘true financial condition theory’, zie het derde scenario in hoofdstuk 4). De koersinflatie die zich aanvankelijk als gevolg van de misleiding had gevormd, is hierdoor op het moment van de officiële corrigerende mededeling inmiddels geheel of gedeeltelijk ‘uitgedoofd’.

420. Zie over deze methode Ferrell & Saha 2012, p. 375-378; Ferrell & Saha 2007, p. 179; Bruegger & Dunbar 2009, p. 26-29.

421. Zie onder meer de uitspraken *In re Cendant Corp. Securities Litigation*, 109 F. Supp. 2d 235, 264-265 & 270-271 (D.N.J. 2000); *In re California Micro Devices Securities Litigation*, 965 F. Supp. 1327, 1333-1336 (N.D. Cal. 1997). Zie in dit verband ook het betoog van de eisende beleggers in de uitspraak *In re BP P.L.C. Securities Litigation*, 2014 WL 2112823, at *8-9 (S.D. Tex. May 20, 2014).

men. Hoe de allocatiemethode precies werkt, laat zich het gemakkelijkst illustreren aan de hand van een voorbeeld.⁴²²

Stel dat vennootschap X op tijdstip T_1 haar *earnings per share* ('EPS') over verslaggevingsperiode 1 met een bedrag van € 1,00 te gunstig voorstelt, en dat zij op tijdstip T_2 haar EPS over verslaggevingsperiode 2 met een bedrag van € 3,00 te gunstig voorstelt.⁴²³ In totaal stelt X haar EPS over de verslaggevingsperiodes 1 en 2 dus met een bedrag van € 4,00 te rooskleurig voor. Stel verder dat X op tijdstip T_3 een corrigerende mededeling publiceert waarin zij de misleiding over de periodes 1 en 2 bekendmaakt, en dat naar aanleiding van deze mededeling een residuele koersdaling van € 20,00 intreedt. Aangenomen wordt dat X op tijdstip T_3 verder geen andere bedrijfsspecifieke informatie bekendmaakt. Toepassing van de allocatiemethode leidt er in dit geval toe dat aan de eerste misleidende mededeling een koersinflatie van ($\frac{1}{4} * 20,00 =$) € 5,00 wordt toebedeeld, en aan periode 2 een koersinflatie van ($\frac{3}{4} * 20,00 =$) € 15,00. Dit betekent dat over periode 1 sprake was van een koersinflatie van € 5,00, en dat over periode 2 sprake was van een koersinflatie van (cumulatief!) ($5,00 + 15,00 =$) € 20,00.

Een voordeel van de allocatiemethode ten opzichte van de eerder besproken *back casting*-technieken is, dat deze methode er rekening mee houdt dat de koersreactie die op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt gemeten, niet slechts het koerseffect weerspiegelt van één enkele misleidende mededeling die tijdens het tijdvak van de misleiding is gedaan, maar – in plaats daarvan – het *cumulatieve* effect van verschillende misleidende mededelingen die over het tijdvak van de misleiding zijn gedaan. Doordat deze koersreactie een cumulatief effect weerspiegelt, vormt zij zoals ik al opmerkte geen representatieve maatstaf voor de koersinflatie die aanwezig was over het tijdvak van de misleiding. De allocatiemethode lost dit probleem op door dit cumulatieve effect te alloceren over de verschillende misleidende mededelingen. Aldus wordt voorkomen dat voor een deel van het tijdvak van de misleiding de koersinflatie (en daarmee de schade) wordt overschat.

Aan de allocatiemethode kleven echter ook nadelen. Een eerste nadeel van de allocatiemethode is dat bij het alloceren van de koersinflatie over de verschillende misleidende mededelingen geen rekening gehouden wordt met het feit dat op een efficiënte markt de beurskoers alleen reageert op nieuwe en/of onverwachte informatie, en niet op informatie die reeds bekend was en/of die reeds door de markt werd verwacht.⁴²⁴ Idealiter zou een inflatiemethodologie dus in de analyse moeten verdis-

422. Zie voor een vergelijkbaar voorbeeld Bruegger & Dunbar 2009, p. 26-29.

423. Hoewel dit hoofdstuk betrekking heeft op het Amerikaanse recht, ga ik gemakshalve uit van bedragen in euro's.

424. Aldus Ferrell & Saha 2012, p. 376-377.

HOOFDSTUK 8

conteren dat voor (het verloop van) de koersinflatie vooral van belang is in hoeverre de markt zou zijn verrast wanneer – in plaats van misleidende – juiste (en volledige) informatie zou zijn gepubliceerd. In plaats van het misleidingseffect van een individuele misleidende mededeling te relateren aan het cumulatieve misleidingseffect, zou eerstgenoemd effect dus eigenlijk moeten worden gerelateerd aan de op het moment van de publicatie van deze mededeling in de markt bestaande verwachtingen. Op een efficiënte markt vindt immers alleen een koersreactie plaats als informatie wordt gepubliceerd die afwijkt van hetgeen reeds door de markt werd verwacht. De *forward casting*-methodologie die in § 8.4.4 zal worden besproken, is wel op dit principe gebaseerd.

Daarnaast spelen bij de allocatiemethode dezelfde bezwaren als bij de eerder besproken *back casting*-technieken (zie § 8.4.3.3). Zo is ten eerste problematisch dat de mate waarin de allocatiemethode betrouwbare uitkomsten geeft, volledig afhankelijk is van de betrouwbaarheid van de (uitkomst van de) *event study* waarmee het bedrag van (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt bepaald. Bij de uitvoering en interpretatie van de *event study* kunnen echter verschillende complicatie spelen die deze betrouwbaarheid negatief kunnen beïnvloeden. Een ander bezwaar is, dat bij het alloceren van de koersinflatie over de verschillende misleidende mededelingen geen rekening gehouden wordt met het feit dat de mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, na verloop van tijd hun relevantie zullen verliezen, en zullen worden achterhaald door mededelingen die recent(er) zijn gedaan. Dit laatste heeft zoals ik al opmerkte tot gevolg dat de koersinflatie die eerder in het tijdvak van de misleiding (als gevolg van de ‘oude’ misleidende mededelingen) is ontstaan, geleidelijk zal ‘uitdoven’ en zal worden vervangen door ‘nieuwe(re)’ koersinflatie’ veroorzaakt door de recente(re) misleidende mededelingen.

8.4.4 Bewijs van omvang van de schade; *forward casting*

8.4.4.1 Inleiding

Een alternatieve methode om de hypothetische koerslijn te bepalen is zoals ik al opmerkte de methode van *forward casting*. Deze methode houdt kort gezegd in dat eerst de koersinflatie wordt geschat op het moment waarop de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan (c.q. het moment waarop de litigieuze informatie (voor de eerste keer) werd achtergehouden) en dat vervolgens het hypothetische koersverloop wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *vooruit te werken* in de tijd, uitgaande van het bedrag van de geschatte

koersinflatie op het moment waarop de misleiding begon.⁴²⁵ In tegenstelling tot de *back casting*-methode wordt bij *forward casting* als anker voor de (re)constructie van de hypothetische koerslijn dus niet gekozen voor het bedrag van de geschatte koersinflatie op het moment waarop de misleiding bekend werd, maar wordt – in plaats daarvan – gekozen voor het bedrag van de geschatte koersinflatie op het moment waarop de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan.⁴²⁶ Het is deze *forward casting*-methode die in het hiernavolgende centraal staat.

De verdere opbouw van deze paragraaf is als volgt. In § 8.4.4.2 leg ik eerst uit hoe *forward casting* werkt in de situatie waarin de misleiding bestaat uit (het doen van) één enkele misleidende mededeling (c.q. het eenmalig achterhouden van relevante informatie) en in dat verband zal onder meer worden besproken hoe met behulp van een *earnings response coefficient* ('*ERC*') de koersinflatie kan worden geschat op het moment waarop de misleidende mededeling werd gepubliceerd. Daarna bespreek ik in § 8.4.4.3 hoe aan de hand van *forward casting* de hypothetische koerslijn kan worden geconstrueerd wanneer de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen. Een complicatie die zich in dat geval voordoet, is dat in de analyse moet worden verdisconteerd dat de toekomstverwachtingen van de markt ten aanzien van (de koers van) het litigieuze aandeel zich anders zouden hebben ontwikkeld (ten opzichte van hoe de verwachtingen zich thans hebben ontwikkeld), als van meet af aan – in plaats van misleidende – juiste en volledige informatie zou zijn gepubliceerd. Op welke wijze met de hier besproken complicatie in de praktijk moet worden omgegaan, komt aan bod in § 8.4.4.3 en in dat verband bespreek ik onder meer hoe met behulp van de zogenoemde 'analyst forecast revision coefficient' ('*AFRC*') de ontwikkeling van de marktverwachtingen in de hypothetische situatie zonder misleiding kan worden geconstrueerd. Tot slot ga ik in § 8.4.4.4 in op de voor- en nadelen van de *forward casting*-methode ten opzichte van de *back casting*-methode.

Ik heb nog twee opmerkingen vooraf.⁴²⁷ In de eerste plaats merk ik op dat ik in deze paragraaf aanneem dat (ten processe vaststaat dat) de misleidende informatie de koers daadwerkelijk heeft beïnvloed. Er wordt

425. Hierna zal ik simpelweg refereren aan 'het tijdstip waarop de litigieuze mededeling werd gedaan' en zal ik daar niet steeds aan toevoegen 'c.q. het tijdstip waarop de litigieuze informatie werd achtergehouden'.

426. Zie over *forward casting* in het algemeen Ferrell & Saha 2012, p. 378-381; Ferrell & Saha 2007, p. 185-186; Bruegger & Dunbar 2009, p. 31-45. Zie over *forward casting* in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 250-251.

427. Terzijde merk ik nog op dat ook voor deze paragraaf geldt dat de titel niet in alle misleidingsgevallen volledig de lading dekt. Ik verwijs naar mijn slotopmerking in § 8.4.3.1 en mijn slotopmerking in § 8.4.2.4 *sub f*.

HOOFDSTUK 8

met andere woorden van uitgegaan dat de misleidende informatie daadwerkelijk tot koersinflatie heeft geleid. In de tweede plaats wijs ik erop dat wanneer vanuit het bedrag van de geschatte koersinflatie op het moment waarop de misleiding begon het verloop van de hypothetische koerslijn moet worden geconstrueerd, bij *forward casting* gebruik kan worden gemaakt van dezelfde technieken als (plegen te) worden gebruikt bij *back casting*.⁴²⁸ De drie technieken die men in de praktijk het meest tegenkomt, zijn zoals al opgemerkt: i) de *constant dollar method*, (ii) de *constant percentage method* en (iii) de *index method*. Aangezien deze technieken in § 8.4.3.2 reeds zijn behandeld, laat ik ze hier onbesproken.

8.4.4.2 Hoe werkt forward casting?

De methode van *forward casting* houdt dus in dat eerst de koersinflatie wordt geschat op het moment waarop de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan en dat vervolgens de hypothetische koerslijn wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *vooruit te werken* in de tijd, uitgaande van het bedrag van de geschatte koersinflatie op het moment waarop de misleiding begon. In deze paragraaf bespreek ik eerst de situatie waarin de misleiding bestaat uit (het doen van) één enkele mededeling (c.q. het eenmalig achterhouden van relevante informatie). Voor het schatten van de koersinflatie op het moment waarop de misleidende mededeling werd gedaan, zijn in dat geval in beginsel twee methoden beschikbaar.

a. Koersinflatie wordt geschat door residuele koersstijging te meten op het moment waarop de misleidende mededeling werd gedaan

De eerste manier om de koersinflatie te schatten is door te kijken naar de koersstijging die, gecorrigeerd voor het koerseffect van macro-economische en/of sectorspecifieke informatie, plaatsvond vlak nadat de misleidende mededeling werd gedaan.⁴²⁹ De omvang van deze *residuele* koersstijging kan worden bepaald door een *event study* uit te voeren rondom het tijdstip waarop deze mededeling werd gepubliceerd. Deze residuele koersstijging vormt dan het eerste aanknopingspunt voor (het verloop van) de hypothetische koerslijn aan het begin van het tijdvak van de misleiding. Hoewel het op deze wijze vaststellen van de koersinflatie

428. Bruegger & Dunbar 2009, p. 38-41 gaan in het kader van de *forward casting*-methode uit van de *constant dollar method*. Ferrell & Saha 2012, p. 378-381 lijken in het kader van de *forward casting*-methode uit te gaan van *constant percentage method*, maar zij expliciteren dat niet.

429. Zie ook Ferrell & Saha 2007, p. 185-186; De Jong 2010, p. 250-251.

relatief eenvoudig is, moet worden benadrukt dat deze methode alleen maar kan worden toegepast, wanneer (i) de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt werd verwacht.⁴³⁰ Bestond de misleiding echter uit (i) het *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie), (ii) het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen (of althans, een grotere (negatieve) verrassing te voorkomen dan de verrassing waarmee de markt thans werd geconfronteerd), *of* (iii) werd de in de misleidende mededeling vervatte informatie reeds geheel of gedeeltelijk door de markt verwacht, dan werkt een *event study* uitgevoerd rondom het tijdstip waarop de misleiding begon niet (althans, dan is de uitkomst daarvan onbetrouwbaar). Voor de uitleg waarom een *event study* in deze gevallen niet werkt, verwijs ik naar § 8.4.2.2.

b. Koersinflatie wordt geschat met behulp van een ‘earings response coefficient’

Een tweede manier om de koersinflatie te schatten op het moment waarop de misleidende mededeling werd gepubliceerd, is door gebruik te maken van een zogenoemde ‘response coefficient’.⁴³¹ Bestaat de misleiding uit het te gunstig voorstellen van financiële resultaten, dan gaat het hier om een zogenoemde ‘earnings response coefficient’.⁴³² Een *earnings response coefficient* (‘*ERC*’) is een coëfficiënt (of parameter) die de gevoeligheid uitdrukt waarmee de beurskoers reageert op zogenoemde ‘earnings surprises’.⁴³³ Een *earnings surprise* is het verschil tussen de (met een bepaalde financiële publicatie) *gerapporteerde* winst en de op het moment van deze publicatie door de markt *verwachte* winst. Het schatten van de koersinflatie met behulp van een *ERC* is gebaseerd op het basisprincipe van de efficiënte markt dat de beurskoers alleen reageert op nieuwe en/of onverwachte informatie en niet op informatie die reeds bekend was en/of die reeds door de markt werd verwacht. De methode houdt kort gezegd in dat eerst wordt bepaald met welke *earnings surprise* de markt zou zijn geconfronteerd als de vennootschap – in plaats van

430. Zie over dit probleem uitgebreid Couture 2016; Ferrell & Roper 2015, p. 571-575; Torchio 2009. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 564-565; Langevoort 2015, p. 44-45.

431. Zie ook Ferrell & Saha 2007, p. 185-186; De Jong 2010, p. 250-251.

432. Het te gunstig voorstellen van financiële resultaten is de misleidingsvorm die relatief gezien het vaakst voor komt. Zie Bruegger & Dunbar 2009, p. 36. Zie ook Rogers, Van Buskirk & Zechman 2011.

433. Zie over (het werken met) *earnings response coefficients* uitgebreid Bruegger & Dunbar 2009, p. 31-66 en Ferrell & Saha 2012, p. 378-381.

HOOFDSTUK 8

misleidende – juiste resultaten zou hebben gepubliceerd. Vervolgens wordt geschat in welke (hypothetische) koersreactie deze onverwachte – doch juiste – resultaten zouden hebben geresulteerd. Bij het schatten van deze (hypothetische) koersreactie wordt gebruik gemaakt van eerdere handelsdagen waarop de onderzochte vennootschap onverwachte resultaten publiceerde, waarbij wordt gekeken naar (de grootte van) het effect waarmee de koers op deze onverwachte resultaten reageerde. Wat hierbij in concreto wordt gedaan, is dat eerst aan de hand van regressieanalyse een relatie wordt geschat tussen enerzijds de *earnings surprise* waarmee de publicatie van onverwachte resultaten gepaard gaat en anderzijds de (residuele) koersreactie die de desbetreffende publicatie teweegbrengt (de parameter die deze relatie karakteriseert is de genoemde *ERC*).⁴³⁴ Als schatting (ook wel genoemd ‘proxie’) van het door de markt verwachte resultaat (dat nodig is om de *surprise* te kunnen bepalen) wordt hierbij meestal gebruik gemaakt van de op het moment van publicatie van de resultaten bestaande consensus-analistenvoorspelling.⁴³⁵ Vervolgens wordt de zojuist geschatte relatie toegepast op de (hypothetische) *earnings surprise* waarmee de markt bij afwezigheid van de misleiding zou zijn geconfronteerd en aldus wordt een schatting verkregen van de (hypothetische) koersreactie die zou zijn geobserveerd als – in plaats van misleidende – juiste resultaten zouden zijn gepubliceerd. Algebraïsch ziet dit er als volgt uit:⁴³⁶

$$ar_t = b * (EPS_t - E[EPS_t]) ,$$

waarbij ar_t staat voor de koersreactie, exclusief het koerseffect van macro-economische en sectorspecifieke informatie, die op tijdstip t naar verwachting wordt geobserveerd naar aanleiding van de publicatie van onverwachte financiële resultaten, EPS_t staat voor de *earnings per*

434. Ik wijs erop dat Ferrell en Saha een andere methode gebruiken dan regressieanalyse voor het schatten van de *ERC*, zie Ferrell & Saha 2012, p. 379.

435. Vgl. Bruegger & Dunbar 2009, p. 34; Ferrell & Saha 2012, p. 379. Hierbij moet worden benadrukt dat de consensus-analistenvoorspelling niet meer dan een *schatting* is van hetgeen de markt verwacht en die consensus dus zeker niet altijd representatief hoeft te zijn voor de marktverwachting. Zie over deze kwestie in de Amerikaanse literatuur Tabak 2016, p. 12 en p. 14. Zie hierover in de Nederlandse literatuur Stevens 2018, p. 276-277. Vgl. in dit verband ook § 3.3 (‘Situations where the delay in the disclosure is likely to mislead the public’) van het Final Report voor de ESMA-richtsnoeren met betrekking tot marktpeilingen en het uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap: ‘In assessing the market’s expectations, the issuers should take into account the market sentiment, for instance considering the consensus among financial analysts.’, zie ESMA-rapport 2016, § 3.3, nr. 84.

436. Vgl. Bruegger & Dunbar 2009, p. 34.

share die op tijdstip t worden gepubliceerd, $E [EPS_t]$ staat voor de *earnings per share* die (voorafgaand aan de publicatie van de daadwerkelijk gerealiseerde *earnings per share*) op tijdstip t door de markt werden verwacht, $(EPS_t - E[EPS_t])$ derhalve staat voor de *earnings surprise* waarmee de markt op tijdstip t wordt geconfronteerd en waarbij b staat voor de geschatte *earnings response coefficient*.⁴³⁷

Bij het schatten van de hypothetische koersreactie die bij publicatie van – in plaats van misleidende – juiste en volledige informatie zou zijn geobserveerd (de zojuist geschatte ar_t), is nog geen rekening gehouden met het koerseffect van macro-economische en sectorspecifieke informatie. Teneinde de *totale* hypothetische koersreactie te bepalen die bij afwezigheid van de misleiding zou hebben plaatsgevonden, moeten deze factoren nog wel in de analyse worden verdisconteerd. Ook in de hypothetische situatie zonder misleiding zou de koers namelijk door macro-economische en sectorspecifieke informatie zijn beïnvloed. De totale hypothetische koersreactie kan worden verkregen door bij de geschatte ar_t het koerseffect veroorzaakt door macro-economische en sectorspecifieke informatie op te tellen. Deze totale hypothetische koersreactie vormt dan het eerste aanknopingspunt voor (het verloop van) de hypothetische koerslijn aan het begin van het tijdvak van de misleiding. Het koerseffect van de misleiding kan vervolgens worden berekend door de *totale* hypothetische koersreactie die bij afwezigheid van de misleiding zou zijn geobserveerd te vergelijken met de *totale* (feitelijke) koersreactie die thans op het moment van publicatie van de misleidende mededeling werd geobserveerd en daarna het verschil tussen beide koersreacties te bepalen.

c. Illustratie van de ERC-methode aan de hand van een voorbeeld

Hoe het schatten van de koersinflatie met behulp van een *ERC* in de praktijk precies werkt, laat zich het beste illustreren aan de hand van een voorbeeld.⁴³⁸

Stel dat vennootschap X op tijdstip T_1 haar resultaten over verslaggevingsperiode 1 bekendmaakt en dat zij meldt dat haar *earnings per share* ('EPS')

437. Alternatieve specificaties van de genoemde relatie zijn uiteraard denkbaar. Zo kan bijvoorbeeld ervoor worden gekozen om in de bovenstaande vergelijking nog een constante op te nemen. Ook kan ervoor worden gekozen om de *earnings surprise* te relateren aan de hoogte van de beurskoers vlak voordat de nieuwe informatie bekend werd. In dit laatste geval moet in de bovenstaande vergelijking de variabele $(EPS_t - E[EPS_t])$ worden gedeeld door de hoogte van de beurskoers op tijdstip $t-1$.

438. Zie voor andere voorbeelden Bruegger & Dunbar 2009, p. 35-45.

HOOFDSTUK 8

€ 2,00 bedragen, terwijl deze in werkelijkheid maar € 1,00 bedragen.⁴³⁹ De EPS worden dus met een bedrag van € 1,00 te gunstig voorgesteld. Aangenomen wordt dat X met de gerapporteerde EPS van € 2,00 precies voldoet aan de op tijdstip T_1 in de markt bestaande consensus-analistenvoorspelling en de markt door dit resultaat derhalve niet (positief of negatief) wordt verrast. De koers reageert dus niet op de genoemde publicatie. Stel verder dat X op tijdstip T_2 een corrigerende mededeling publiceert waarin zij de eerdere misleiding bekendmaakt en zij deze corrigerende mededeling combineert met de (tijdige en niet aan de misleiding gerelateerde) mededeling dat één van haar belangrijkste afnemers naar de concurrent is overgestapt.⁴⁴⁰ In reactie op beide mededelingen vindt op tijdstip T_2 een residuele koersdaling plaats van € 20,00. De vraag is nu in welke mate de op tijdstip T_1 te rooskleurig voorgestelde EPS de koers hebben beïnvloed. Het moge duidelijk zijn dat de residuele koersdaling die op tijdstip T_2 wordt gemeten, geen representatieve maatstaf vormt voor de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie. De koersdaling van € 20,00 omvat immers mede het koerseffect van de mededeling dat de vennootschap één van haar belangrijkste afnemers is kwijtgeraakt en daarnaast weerspiegelt de koersdaling waarschijnlijk mede het koerseffect van verschillende typen gevolgschade.⁴⁴¹ De door de misleidend voorgestelde EPS veroorzaakte koersinflatie kan in dit geval echter wel worden geschat door gebruik te maken van een *ERC*. Aannemende dat de voor de relevante periode geschatte *ERC* een waarde aanneemt van 10, kan deze koersinflatie worden vastgesteld op een bedrag van € 10,00. Dit wordt als volgt ingezien. Als X op tijdstip T_1 juiste resultaten zou hebben gepubliceerd, zou de markt zijn geconfronteerd met een (negatieve) *earnings surprise* van $(1,00 - 2,00) = -€ 1,00$. Dit zou naar verwachting hebben geresulteerd in een (negatieve) koersreactie van $(10 * -1,00) = -€ 10,00$. Aangezien X in de huidige situatie met gerapporteerde EPS van € 2,00 precies aan de verwachtingen van de markt voldeed, werd de markt thans niet verrast en vond derhalve ook geen koersreactie plaats. Toepassing van de vergelijkingsmethode resulteert dan in een bedrag aan koersinflatie op tijdstip T_1 van € 10,00. Ervan uitgaande dat de koersinflatie over het gehele tijdvak van de misleiding constant bleef, kan worden gezegd dat van de koersdaling van € 20,00 die op tijdstip T_2 werd gemeten, een bedrag van $(20,00 - 10,00) = € 10,00$ is terug te voeren op het gecombineerde koerseffect van enerzijds de andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie die op tijdstip T_2 werd gepubliceerd en anderzijds de eventuele gevolgschade die naar aanleiding van de corrigerende mededeling in de koers werd ingeprijsd.⁴⁴²

439. Hoewel dit hoofdstuk betrekking heeft op het Amerikaanse recht, ga ik gemakshalve uit van bedragen in euro's.

440. Gemakshalve ga ik in dit voorbeeld ervan uit dat tijdstip T_2 niet een datum is waarop nieuwe financiële resultaten (en daarmee nieuwe EPS) worden gerapporteerd.

441. Ik verwijs in dit verband naar de in § 8.4.2.4 *sub a-c* genoemde complicaties en naar mijn opmerking in § 8.4.3.3 over de nadelen van een *event study*.

442. Gemakshalve wordt hier dus (impliciet) aangenomen dat de *constant dollar method* geschikt is voor het modelleren van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding.

d. Andersoortige ‘response coefficient’ bij andersoortige misleiding

In het voorgaande werd ervan uitgegaan dat de misleiding bestond uit het publiceren van misleidende *financiële resultaten* en dat voor het schatten van de koersinflatie derhalve gebruik kon worden gemaakt van een *earnings response coefficient*. Maar ook als de misleiding een andere vorm aanneemt dan het te gunstig voorstellen van het financiële resultaat van de vennootschap, kan voor het schatten van de koersinflatie gebruik worden van een *response coefficient*. Er moet dan alleen wel voor een andersoortige *response coefficient* worden gekozen dan een *earnings response coefficient*. Wat voor een *response coefficient* precies wordt gebruikt, hangt af van het soort informatie waarop de misleidende mededeling of omissie betrekking heeft. Bestaat de misleiding er bijvoorbeeld uit dat de vennootschap de risico’s waaraan haar *subprime* beleggingen bloot staan te gunstig heeft voorgesteld, dan kan gedacht worden aan het hanteren van een zogenoemde ‘subprime exposure response coefficient’.⁴⁴³

8.4.4.3 Forward casting bij verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies

a. Extra complicatie is dat de toekomstverwachtingen van de markt zich bij afwezigheid van de misleiding anders zouden hebben ontwikkeld

Ook in de situatie waarin de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies, kan de *forward casting*-methode worden gebruikt om de hypothetische koerslijn te construeren en kan gebruik worden gemaakt van een *earnings response coefficient* om de koersinflatie te schatten op de momenten waarop de desbetreffende misleidende mededelingen en/of omissies plaatsvonden.⁴⁴⁴ Er speelt in dat geval alleen wel een extra complicatie en die is dat in de analyse moet worden verdisconteerd dat de toekomstverwachtingen van de markt ten aanzien van (de koers van) het litigieuze effect zich anders zouden hebben ontwikkeld (ten opzichte van hoe de verwachtingen zich thans hebben ontwikkeld), als van meet af aan – in plaats van misleidende – juiste en volledige informatie zou zijn gepubliceerd.⁴⁴⁵ Hoe de toekomstverwachtingen zich in de hypothetische situatie zonder misleiding zouden hebben ontwikkeld is voor de analyse van belang, omdat deze (hypothetische) verwachtingen uiteindelijk bepalen in hoeverre de markt door de opeenvolgende litigieuze mededelingen zou zijn verrast, als deze mededelingen – in plaats van misleidend – juist en volledig

443. Vgl. Bruegger & Dunbar 2009, p. 37-38; Ferrell & Saha 2012, p. 381.

444. Hierna zal ik niet steeds zeggen ‘misleidende mededelingen *en/of omissies*’ en zal ik simpelweg refereren aan ‘misleidende mededelingen’.

445. Zie over deze complicatie Bruegger & Dunbar 2009, p. 38-41.

HOOFDSTUK 8

zouden zijn geweest. De mate waarin de markt door de opeenvolgende mededelingen bij afwezigheid van de misleiding zou zijn verrast, is op zijn beurt weer bepalend voor hoe de koers zich in de hypothetische situatie zonder misleiding zou hebben ontwikkeld.

b. Het construeren van de toekomstverwachtingen voor de hypothetische situatie zonder misleiding met behulp van de 'analyst forecast revision coefficient'

Een manier om in de analyse te verdisconteren dat de toekomstverwachtingen van de markt zich bij afwezigheid van de misleiding anders zouden hebben ontwikkeld, is door (de ontwikkeling van) deze hypothetische toekomstverwachtingen afzonderlijk te modelleren. De methode waarmee deze hypothetische verwachtingen kunnen worden ge(re)construeerd is relatief eenvoudig: eerst wordt voor elke mededeling afzonderlijk bepaald in welke mate de markt haar verwachtingen zou hebben bijgesteld als deze mededeling – in plaats van misleidend – juist en volledig zou zijn geweest, vervolgens worden na elke mededeling de bestaande verwachtingen daarvoor steeds gecorrigeerd. Ervan uitgaande dat analistenvoorspellingen een betrouwbare schatting geven van de toekomstverwachtingen van de markt, kan de mate waarin de markt haar verwachtingen bij afwezigheid van de misleiding zou hebben bijgesteld op zijn beurt worden geschat aan de hand van een zogenoemde 'analyst forecast revision coefficient'. De *analyst forecast revision coefficient* ('*AFRC*') is een coëfficiënt (of parameter) die de factor uitdrukt waarmee analistenvoorspellingen gemiddeld genomen worden herzien wanneer de markt wordt geconfronteerd met een *earnings surprise*.⁴⁴⁶ Zo betekent een *AFRC* van 0,75 dat de consensus-analistenvoorspelling voor de EPS van een bepaald beursfonds met € 0,75 naar beneden wordt bijgesteld, als de gerapporteerde EPS van dit fonds (in negatieve zin) € 1,00 afwijkt van hetgeen aanvankelijk door de markt werd verwacht. De *AFRC* kan worden geschat door gebruik te maken van eerdere handelsdagen waarop de onderzochte vennootschap (en/of sectorgenoten van deze vennootschap) onverwachte resultaten publiceerde(n) en daarbij steeds te kijken naar de mate waarin de consensus-analistenvoorspelling in reactie op de *earnings surprise* werd bijgesteld.⁴⁴⁷ Wat hierbij in concreto wordt gedaan, is dat aan de hand van regressieanalyse een relatie wordt geschat tussen enerzijds de *earnings surprise* waarmee de publicatie

446. Zie over de *analyst forecast revision coefficient* uitgebreid Bruegger & Dunbar 2009, p. 34-35 en p. 67-69.

447. Ik wijs erop dat het in de praktijk ook vaak voorkomt dat de *analyst forecast revision coefficient* op *cross sectionele* basis wordt geschat. Dit houdt in dat bij het schatten van de coëfficiënt gebruik gemaakt wordt van een *cross sectionele* dataset bestaande uit een verzameling van (historische) publicaties van onverwachte financiële resultaten met bijbehorende *forecast revisions* afkomstig van *verschillende* vennootschappen (in plaats van alleen van de onderzochte vennootschap).

van onverwachte resultaten gepaard gaat en anderzijds het bedrag waarmee de consensus-analistentvoorspelling naar aanleiding van deze *earnings surprise* wordt herzien (de parameter die deze relatie karakteriseert, is de genoemde *AFRC*).⁴⁴⁸ Door de aldus geschatte *AFRC* vervolgens toe te passen op de *earnings surprise* waarmee de markt zou zijn geconfronteerd als de litigieuze mededeling – in plaats van misleidend – juist en volledig zou zijn geweest, kan worden berekend in welke mate de markt als gevolg van deze (hypothetische) *earnings surprise* haar toekomstverwachtingen zou hebben bijgesteld. Algebraïsch ziet dit er als volgt uit:⁴⁴⁹

$$\Delta EPS_t = c * (EPS_t - E[EPS_t]) ,$$

waarbij ΔEPS_t staat voor het bedrag waarmee de consensus-analistentvoorspelling op tijdstip t wordt herzien, EPS_t staat voor de *earnings per share* die op tijdstip t worden gepubliceerd, $E [EPS_t]$ staat voor de *earnings per share* die (voorafgaand aan de publicatie van de daadwerkelijk gerealiseerde *earnings per share*) op tijdstip t door de markt werden verwacht, $(EPS_t - E[EPS_t])$ derhalve staat voor de *earnings surprise* waarmee de markt op tijdstip t wordt geconfronteerd en waarbij c staat voor de geschatte *analyst forecast revision coefficient*.⁴⁵⁰

Gegeven de bovenstaande *AFRC*-methodiek kan de ontwikkeling van de toekomstverwachtingen van de markt in de hypothetische situatie zonder misleiding nu eenvoudig worden geconstrueerd door de beschreven procedure voor elke misleidende mededeling te herhalen en aldus voor elke misleidende mededeling steeds te bepalen in hoeverre de markt bij (de veronderstelde hypothetische) publicatie van juiste informatie haar verwachtingen zou hebben bijgesteld en door vervolgens na elke misleidende mededeling de oude verwachtingen daarvoor te corrigeren.

c. Het construeren van de hypothetische koerslijn met behulp van het ERC/AFRC-raamwerk

Uitgaande van de zojuist besproken procedure voor het modelleren van de (ontwikkeling van de) toekomstverwachtingen in de hypothetische situatie zonder misleiding, kan de hypothetische koerslijn worden geconstrueerd

448. Zie over het schatten van de *AFRC* uitgebreid Bruegger & Dunbar 2009, p. 67-69.

449. Vgl. Bruegger & Dunbar 2009, p. 34.

450. Alternatieve specificaties van de genoemde relatie zijn uiteraard denkbaar. Zo kan bijvoorbeeld ervoor worden gekozen om in de bovenstaande vergelijking nog een constante op te nemen. Ook kan ervoor worden gekozen om de *earnings surprise* te relateren aan de hoogte van de beurskoers vlak voordat de nieuwe informatie bekend werd. In dit laatste geval moet in de bovenstaande vergelijking de variabele $(EPS_t - E[EPS_t])$ worden gedeeld door de hoogte van de beurskoers op tijdstip $t-1$.

HOOFDSTUK 8

door de hierboven *sub b* besproken *AFRC*-methode toe te passen in combinatie met de in § 8.4.4.2 besproken *ERC*-methode. Het combineren van beide methoden levert voor de situatie waarin de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen de volgende procedure op voor het bepalen van de hypothetische koerslijn (ik zal de procedure hierna aanduiden als het '*ERC/AFRC*-raamwerk'):

1. Eerst moet worden vastgesteld in hoeverre de markt op het tijdstip van de eerste misleidende mededeling zou zijn verrast en welk koerseffect dat zou hebben teweeggebracht, als deze mededeling – in plaats van misleidend – juist en volledig zou zijn geweest. De mate waarin de markt zou zijn verrast, kan worden bepaald door de (juiste) resultaten die bij afwezigheid van de misleiding zouden zijn gerapporteerd te vergelijken met de op het moment van publicatie van deze resultaten bestaande consensus-analistentvoorspelling. De koersreactie waarin deze (hypothetische) verrassing vervolgens zou hebben geresulteerd, kan worden geschat met behulp van een *ERC*. Wordt bij deze hypothetische koersreactie het koerseffect van macro-economische en sectorspecifieke informatie – dat zich ook bij afwezigheid van de misleiding zou hebben voorgedaan – opgeteld, dan wordt de totale koersreactie verkregen die bij publicatie van juiste en volledige informatie zou zijn geobserveerd. Deze totale hypothetische koersreactie vormt vervolgens het eerste aanknopingspunt voor (het verloop van) de hypothetische koerslijn.

2. Ten tweede moet worden bepaald in hoeverre de markt naar aanleiding van de in *step 1* berekende hypothetische verrassing op het tijdstip van de eerste misleidende mededeling haar toekomstverwachtingen zou hebben bijgesteld, als – in plaats van misleidende – juiste en volledige informatie zou zijn gepubliceerd. De mate waarin de markt haar verwachtingen zou hebben bijgesteld, kan worden geschat met behulp van een *AFRC*.

3. Aan de hand van de aangepaste toekomstverwachtingen voor de hypothetische situatie zonder misleiding kan vervolgens worden bepaald in hoeverre de markt op het tijdstip van de tweede misleidende mededeling zou zijn verrast en welk koerseffect dat op zijn beurt zou hebben teweeggebracht, als deze mededeling – in plaats van misleidend – juist en volledig zou zijn geweest. De mate waarin de markt zou zijn verrast, kan wederom worden berekend door de (juiste) resultaten die bij afwezigheid van de misleiding zouden zijn gerapporteerd te vergelijken met de op dat moment bestaande consensus-analistentvoorspelling. De koersreactie waarin deze (hypothetische) verrassing vervolgens zou hebben geresulteerd, kan wederom worden geschat met behulp van een *ERC*. Rekening houdend met het koerseffect van macro-economische en sectorspecifieke informatie dat zich ook bij afwezigheid van de misleiding zou hebben voorgedaan, vormt de

totale hypothetische koersreactie dan het tweede aanknopingspunt voor de hypothetische koerslijn.

4. Door de voorgaande stappen voor elke opeenvolgende (nieuwe) misleidende mededeling te herhalen, kan de hypothetische koerslijn vervolgens stapsgewijs worden gemodelleerd. Volledigheidshalve merk ik hierbij nog op dat bij het construeren van de hypothetische koerslijn rekening ermee moet worden gehouden dat de onder *step 3* berekende hypothetische koersreactie steeds wordt toegepast op (of wellicht beter gezegd: gerelateerd aan) de koerslijn zoals die tot het tijdstip van de onderzochte mededeling is geconstrueerd. Op deze wijze wordt ervoor gezorgd dat op ieder tijdstip in het tijdvak van de misleiding steeds het *cumulatieve* effect van de opeenvolgende misleidende mededelingen die tot dat moment zijn gedaan, in de hypothetische koerslijn is verdisconteerd.

5. De koersinflatie kan daarna voor elke gewenste tijdstip eenvoudig worden verkregen door voor het desbetreffende tijdstip simpelweg het verschil te nemen tussen de feitelijke en hypothetische koerslijn.

d. Illustratie van het ERC/AFRC-raamwerk aan de hand van een voorbeeld
Hoe het modelleren van het verloop van de hypothetische koerslijn (en daarmee van de koersinflatie) bij verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen met behulp van het zojuist uiteengezette *ERC/AFRC*-raamwerk in de praktijk precies werkt, laat zich wederom het gemakkelijkst illustreren aan de hand van een voorbeeld.⁴⁵¹

Stel dat vennootschap X op tijdstip T_1 haar resultaten over verslaggevingsperiode 1 bekendmaakt en dat zij meldt dat haar EPS € 2,00 bedragen, terwijl deze in werkelijkheid maar € 1,00 bedragen.⁴⁵² De EPS worden dus met een bedrag van € 1,00 te gunstig voorgesteld. Aangenomen wordt dat X met de gerapporteerde EPS van € 2,00 precies voldoet aan de op tijdstip T_1 in de markt bestaande consensus-analistenvoorspelling en dat de markt door dit resultaat derhalve niet (positief of negatief) wordt verrast. De koers reageert dus niet op de genoemde publicatie. Stel verder dat deze gang van zaken zich op de tijdstippen T_2 en T_3 precies zo herhaalt. Ook op tijdstip T_2 en T_3 wordt (voor de verslaggevingsperiodes 2 respectievelijk 3) dus een EPS gepresenteerd van € 2,00, terwijl deze in werkelijkheid maar € 1,00 bedragen en ook voor deze tijdstippen geldt dat de markt door de gerapporteerde EPS niet wordt verrast en dat de koers derhalve niet reageert. Stel voorts dat X op tijdstip T_4 een corrigerende mededeling publiceert waarin zij de eerdere misleiding bekendmaakt en zij deze corrigerende mededeling combineert met de (tijdige en niet aan de misleiding gerelateerde) mededeling dat één

451. Zie voor een ander voorbeeld Bruegger & Dunbar 2009, p. 38-41.

452. Hoewel dit hoofdstuk betrekking heeft op het Amerikaanse recht, ga ik gemakshalve uit van bedragen in euro's.

HOOFDSTUK 8

van haar belangrijkste afnemers naar de concurrent is overgestapt.⁴⁵³ In reactie op beide mededelingen vindt op tijdstip T_4 een residuele koersdaling plaats van € 20,00. De vraag die vervolgens voorligt, is in welke mate de opeenvolgende misleidende mededelingen de koers hebben beïnvloed en hoe het koersverloop in de hypothetische situatie zonder misleiding er zou hebben uitgezien. Deze vraag kan worden beantwoord door gebruik te maken van het hierboven uiteengezette *ERC/AFRC*-raamwerk.

Eerst moet worden bepaald met welke *earnings surprise* de markt op tijdstip T_1 zou zijn geconfronteerd en welk koerseffect deze *surprise* zou hebben teweeggebracht, als op tijdstip T_1 – in plaats van misleidende – juiste resultaten zouden zijn gepubliceerd. Ervan uitgaande dat de in de markt op tijdstip T_1 bestaande consensus-analistenvoorspelling ten aanzien van de EPS voor periode 1 € 2,00 bedraagt, kan worden vastgesteld dat de markt bij afwezigheid van de misleiding (dus bij gerapporteerde EPS van € 1,00) met een (negatieve) *earnings surprise* zou zijn geconfronteerd van $(1,00 - 2,00 =) - € 1,00$. Aannemende dat de voor de relevante periode geschatte *ERC* een waarde aanneemt van 10, zou deze *earnings surprise* in een (negatieve) koersreactie hebben geresulteerd van $(10 * -1,00 =) - € 10,00$. Aangezien de markt in de huidige situatie bij gerapporteerde EPS van € 2,00 niet werd verrast en derhalve ook geen koersreactie plaatsvond, betekent dit dat op tijdstip T_1 een koersinflatie is ontstaan van € 10,00.

Vervolgens moet worden bepaald in hoeverre de markt naar aanleiding van de *earnings surprise* op tijdstip T_1 haar toekomstverwachtingen zou hebben bijgesteld. Aannemende dat de voor de relevante periode geschatte *AFRC* een waarde aanneemt van 0,75, kan worden vastgesteld dat de markt op tijdstip T_1 haar verwachtingen ten aanzien van de EPS voor periode 2 met een bedrag van € 0,75 neerwaarts zou hebben bijgesteld. Bij publicatie van juiste resultaten zou de markt op tijdstip T_1 namelijk zijn geconfronteerd met een *earnings surprise* van $- € 1,00$, hetgeen een (neerwaartse) bijstelling impliceert van $(0,75 * -1,00 =) - € 0,75$. Aangezien de verwachte EPS voor periode 2 aanvankelijk € 2,00 bedroegen, betekent dit dat voor de hypothetische situatie zonder misleiding de *aangepaste* verwachte EPS voor periode 2 $(2,00 - 0,75 =) € 1,25$ bedragen.

Dan is vervolgens de vraag met welke *earnings surprise* de markt op tijdstip T_2 zou zijn geconfronteerd en welk koerseffect deze *surprise* op haar beurt weer zou hebben teweeggebracht, als op tijdstip T_2 – in plaats van misleidende – juiste resultaten zouden zijn gepubliceerd. Aangezien de markt bij afwezigheid van de misleiding op tijdstip T_2 een EPS zou hebben verwacht van € 1,25, terwijl bij publicatie van juiste resultaten op tijdstip T_2 een EPS zou zijn gerapporteerd van € 1,00, kan worden gezegd dat de markt op tijdstip T_2 met een *earnings surprise* zou zijn geconfronteerd van $- € 0,25$. Deze *earnings surprise* zou op haar beurt weer hebben geresulteerd in een (negatieve) koersreactie van $(10 * -0,25 =) - € 2,50$. Aangezien de markt in de huidige situatie bij gerapporteerde EPS van € 2,00 niet werd verrast en derhalve ook geen koers-

453. Gemakshalve ga ik in dit voorbeeld ervan uit dat tijdstip T_4 niet een datum is waarop nieuwe financiële resultaten (en daarmee nieuwe EPS) worden gerapporteerd.

HET BEWIJS VAN *RELIANCE*, *LOSS CAUSATION* EN *DAMAGES*

reactie plaatsvond, volgt hieruit dat op tijdstip T_2 een *extra* koersinflatie is ontstaan van € 2,50. Aannemende dat de koersinflatie tussen tijdstip T_1 en tijdstip T_2 constant is gebleven, betekent dit dat op tijdstip T_2 inmiddels sprake is van een *cumulatieve* koersinflatie van $(10,00 + 2,50 =) € 12,50$.⁴⁵⁴

Door de zojuist genoemde stappen voor de volgende periode te herhalen kan op overeenkomstige wijze worden beredeneerd dat op tijdstip T_3 een extra koersinflatie ontstaat van € 0,63. Wederom aannemende dat de koersinflatie in de tussenliggende periode constant is gebleven, betekent dit dat op tijdstip T_3 inmiddels sprake is van een cumulatieve koersinflatie van $(10,00 + 2,50 + 0,63 =) € 13,13$. Nemen wij voorts aan dat de koersinflatie tussen tijdstip T_3 en tijdstip T_4 verder ongewijzigd blijft, dan kan worden gezegd dat van de koersdaling van € 20,00 die op tijdstip T_4 werd gemeten, een bedrag van $(20,00 - 13,13 =) € 6,88$ ⁴⁵⁵ is terug te voeren op het gecombineerde koerseffect van enerzijds de andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie die op tijdstip T_4 werd gepubliceerd en anderzijds de eventuele gevolgschade die naar aanleiding van de corrigerende mededeling in de koers werd ingeprijsd. De bovenstaande analyse wordt in de onderstaande tabel samengevat.

	T_1	T_2	T_3	T_4
Feitelijk verwachte EPS	2,00	2,00	2,00	Nvt
Hypothetisch verwachte EPS zonder misleiding	2,00	1,25	1,06	Nvt
Feitelijk gerapporteerde EPS	2,00	2,00	2,00	Nvt
Correcte EPS zonder misleiding	1,00	1,00	1,00	Nvt
Feitelijke <i>earnings surprise</i> na publicatie misleidende EPS	0,00	0,00	0,00	Nvt
Hypothetische <i>earnings surprise</i> zonder misleiding	-1,00	-0,25	-0,06	Nvt
Toename van de koersinflatie na misleidende mededeling	10,00	2,50	0,63	Nvt
Door misleiding veroorzaakte <i>cumulatieve</i> koersinflatie	10,00	12,50	13,13	0,00

Ik wijs er nog op dat in het bovenstaande voorbeeld zich de situatie voordoet dat de *totale* koersinflatie bij iedere nieuwe misleidende mededeling steeds met een iets *kleiner* bedrag toeneemt. In dit verband zou ook kunnen worden gesproken van een 'afnemende toenemende' koersinfla-

454. Gemakshalve wordt hier dus aangenomen dat de *constant dollar method* geschikt is voor het modelleren van het verloop van de koersinflatie over de periodes gelegen tussen de verschillende *earnings release dates*.

455. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de uitkomst van de in de hoofdstuk genoemde berekening € 6,88 is (in plaats van € 6,87) vanwege een afrondingsverschil.

HOOFDSTUK 8

tie. Dit verschijnsel van een afnemende toenemende koersinflatie is logisch te verklaren, als in ogenschouw wordt genomen dat de mate waarin met de opeenvolgende misleidende mededelingen de EPS te rooskleurig worden voorgesteld, ongewijzigd blijft. Het feit dat bij elke opeenvolgende misleidende mededeling de EPS in dezelfde mate te rooskleurig worden voorgesteld, betekent – vanwege het door de markt na elke *earnings surprise* waarmee zij zou zijn geconfronteerd bijstellen van haar verwachtingen – namelijk dat in de hypothetische situatie zonder misleiding de markt na elke opeenvolgende mededeling steeds in iets kleinere mate zou zijn verrast. Deze afname in de *earnings surprises* heeft op haar beurt tot gevolg dat de koersreactie waarin elke opeenvolgende mededeling zou hebben geresulteerd eveneens afneemt en dit laatste impliceert dat het bedrag waarmee de *totale* koersinflatie toeneemt, gaandeweg kleiner wordt.

8.4.4.4 Voor- en nadelen van *forward casting* ten opzichte van *back casting*

Het construeren van de hypothetische koerslijn door middel van *forward casting* heeft verschillende voordelen ten opzichte van het construeren van deze lijn door middel van *back casting*. Ik noem hier een aantal voordelen.

Een eerste voordeel van de *forward casting*-methode ten opzichte van de *back casting*-methode is dat zij is gebaseerd op marktverwachtingen en daarmee het basisprincipe van een efficiënte markt tot uitgangspunt wordt genomen dat de beurskoers alleen reageert op nieuwe en/of onverwachte informatie en niet op informatie die reeds bekend was en/of die reeds door de markt werd verwacht. Aldus sluit zij beter dan de *back casting*-methode aan bij de wijze waarop effectenmarkten in werkelijkheid werken en daarmee heeft zij een hoger realiteitsgehalte.

Een tweede voordeel van de *forward casting*-methode is dat zij zich goed voor toepassing leent als de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen die over een langere periode worden gedaan en die vervolgens door middel van één enkele *disclosure* worden gecorrigeerd. Hier zijn in beginsel twee redenen voor aan te voeren. In de eerste plaats wordt bij toepassing van de *forward casting*-methode in de analyse verdisconteerd dat het bij verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen in het algemeen zo is dat de koersinflatie die zich aan het eind van het tijdvak van de misleiding heeft gevormd, groter is dan de koersinflatie die aanwezig was eerder in het tijdvak van de misleiding.⁴⁵⁶ Zo zal in de situatie waarin de opeenvolgende mededelingen gaandeweg

456. Ik benadruk dat als de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen het *in het algemeen* zo zal zijn dat de koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding groter is dan de koersinflatie die

meer misleidend worden, waardoor het totale misleidende beeld per (nieuwe) misleidende mededeling wordt versterkt,⁴⁵⁷ met *forward casting* een stapsgewijze toename van de koersinflatie worden gemodelleerd.^{458, 459} Bij *forward casting* heeft men dus niet te maken met het probleem dat zich bij *back casting* kan voordoen dat de residuele koersreactie die op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt gemeten, geen representatieve maatstaf vormt voor de koersinflatie die aanwezig was eerder in het tijdvak van de misleiding. Deze koersreactie vormt in dat geval geen representatieve maatstaf, omdat zij niet slechts het koerseffect weerspiegelt van één enkele misleidende mededeling die tijdens het tijdvak van de misleiding is gedaan, maar – in plaats daarvan – het *cumulatieve* effect van verschillende misleidende mededelingen die over het tijdvak van de misleiding zijn gedaan.⁴⁶⁰ De tweede reden waarom de *forward casting*-methode bij verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen geschikt(er) is om de hypothetische koerslijn te construeren, is dat hiermee in de analyse wordt verdisconteerd dat de mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, na verloop van tijd hun relevantie verliezen en zullen worden achterhaald door mededelingen die recent(er) zijn gedaan. Dit laatste heeft tot gevolg dat de koersinflatie die eerder in het tijdvak van de misleiding (als gevolg van de ‘oude’ misleidende mededelingen) is ontstaan, geleidelijk ‘uitdooft’ en zal worden vervangen door ‘nieuwe(re)’

aanwezig was eerder in het tijdvak van de misleiding, maar dat dit niet *altijd* zo hoeft te zijn. Doet zich namelijk de situatie voor waarin de opeenvolgende mededelingen gaandeweg *minder* misleidend worden, waardoor het totale misleidende beeld per (nieuwe) misleidende mededeling minder wordt, dan zal de koersinflatie stapsgewijs afnemen (vgl. voor deze situatie Tabak 2012a, p. 2). Bij dit laatste veronderstel ik – *ceteris paribus* – dat er verder geen andere factoren zijn die op de koersinflatie inwerken, als gevolg waarvan deze hevig fluctueert.

457. Volledigheidshalve wijs ik erop dat dit een andere situatie is dan de situatie zoals geïllustreerd in § 8.4.4.3 *sub d*, omdat in de laatstgenoemde situatie de opeenvolgende mededelingen *in dezelfde mate* misleidend zijn.
458. Hierbij veronderstel ik wederom – *ceteris paribus* – dat er verder geen andere factoren zijn die op de koersinflatie inwerken, als gevolg waarvan deze hevig fluctueert.
459. Ook in de situatie waarin de opeenvolgende misleidende mededelingen wat de mate waarin deze misleidend zijn betreft niet of nauwelijks van elkaar verschillen, zal de koersinflatie aanvankelijk toenemen. Wel zal in dat geval na verloop van tijd sprake zijn van een zekere stabilisatie van de koersinflatie (zie in dit verband ook de uitspraak In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 765 F. Supp. 2d 512, 561-563 (S.D.N.Y. 2011); deze uitspraak is bevestigd door de Second Circuit, zie 838 F.3d 223 (2d Cir. 2016)). Bij het modelleren van de hypothetische koerslijn met behulp van *forward casting*, worden beide effecten in de analyse verdisconteerd (zie het getallenvoorbeeld van § 8.4.4.3 *sub d*).
460. Ik wijs erop dat wanneer bij *back casting* wordt gekozen voor toepassing van de zogenoemde ‘allocation method’, het in de hoofdtekst genoemde probleem wordt geadresseerd, zie § 8.4.3.4.

HOOFDSTUK 8

koersinflatie' veroorzaakt door de recente(re) misleidende mededelingen. Dit mechanisme van het als gevolg van nieuwe misleidende mededelingen geheel of gedeeltelijk 'verversen' van de bestaande koersinflatie wordt in de analyse verdisconteerd, doordat na elke (nieuwe) misleidende mededeling steeds wordt gekeken in hoeverre de markt bij (de veronderstelde hypothetische) publicatie van juiste en volledige informatie haar toekomstverwachtingen zou hebben bijgesteld, en vervolgens wordt gekeken in hoeverre de markt – uitgaande van de aangepaste verwachtingen voor de hypothetische situatie zonder misleiding – bij de eerstvolgende mededeling zou zijn verrast, als deze mededeling – in plaats van misleidend – juist en volledig zou zijn geweest. Bij toepassing van de *back casting*-methode wordt het zojuist beschreven mechanisme per definitie *niet* in de analyse verdisconteerd, omdat bij deze methode op geen enkele wijze rekening wordt gehouden met de (ontwikkeling van de) *toekomstverwachtingen* van de markt in de hypothetische situatie zonder misleiding.

Een derde voordeel van de *forward casting*-methode is, dat men – anders dan bij *back casting* – voor het construeren van de hypothetische koerslijn niet afhankelijk is van (de uitkomst van) een *event study* waarmee het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding wordt bepaald. Dit is een voordeel, omdat verschillende complicaties waarmee men bij een *event study* wordt geconfronteerd, daarmee worden vermeden (zie over deze complicaties reeds § 8.4.2.4 en § 8.4.3.3). Zo speelt bij *forward casting* in beginsel niet het probleem dat het koerseffect van de misleiding moeilijk (met enige exactheid) kan worden vastgesteld, omdat tijdens de *event period* sprake is van *confounding events* of omdat de corrigerende mededeling wordt gecombineerd (of toevalligerwijs samenvalt) met de publicatie van andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie.^{461, 462}

461. Bewust zeg ik hier 'in beginsel'. Het genoemde probleem wordt namelijk alleen vermeden wanneer de koersinflatie op het moment waarop de misleidende mededeling werd gedaan wordt geschat met behulp van een *response coefficient*. Wordt deze koersinflatie daarentegen geschat door met behulp van een *event study* de *residuele* koersstijging te meten die plaatsvond vlak nadat de misleidende mededeling werd gepubliceerd, dan kan dit probleem zich uiteraard onverminderd voordoen.

462. De Jong noemt in dit verband mijns inziens ten onrechte als voordeel dat men bij *forward casting* niet te maken heeft met het probleem dat de 'corrigerende mededeling (...) meer informatie bevat dan de aanvankelijk achtergehouden informatie', aldus De Jong 2010, p. 250. De complicatie waar De Jong hier op doelt, is – naar ik aanneem – de situatie waarin de inhoud van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding wijzigt. Als deze situatie zich in concreto voordoet, kan dat volgens mij ook bij *forward casting* tot extra complicaties leiden. In dat geval zal namelijk in de analyse moeten worden verdisconteerd dat de koersinflatie die wordt geschat voor het tijdstip waarop de misleidende mededeling werd gedaan, niet representatief is voor de koersinflatie die aanwezig is later in het tijdvak van de misleiding.

Ook speelt bij *forward casting* niet het probleem dat lastig een schatting van de koersinflatie kan worden verkregen, omdat de koersdaling die als gevolg van de corrigerende mededeling intreedt tevens het koerseffect van verschillende typen gevolgschade weerspiegelt. Verder heeft men bij *forward casting* in beginsel ook niet te maken met de verschillende problemen die kunnen spelen bij het kiezen van de juiste (lengte en ligging van de) *event window*, die de *event study* (nog) complexer maken (zie in dit verband § 8.4.2.3 *sub b*). Worden deze problemen niet op adequate wijze opgelost, dan kan dat bij *back casting* tot gevolg hebben dat het verloop van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding op onzuivere wijze wordt vastgesteld. Overigens moet dit laatste voordeel wel in zoverre worden genuanceerd, dat als het vanwege (praktische) problemen bij het vaststellen van de *event window* niet lukt om het uit de koers lopen van de koersinflatie goed in kaart te brengen, dit ook bij toepassing van *forward casting* tot complicaties kan leiden. Ook bij *forward casting* weet men dan namelijk niet hoe de hypothetische koerslijn (en daarmee de koersinflatie) aan het eind van het tijdvak van de misleiding moet worden gemodelleerd.⁴⁶³

Aan de *forward casting*-methode kleven echter ook nadelen. Zo is een belangrijk nadeel van deze methode dat lang niet altijd voldoende data beschikbaar zijn om een betrouwbare bedrijfsspecifieke *response coefficient* te kunnen schatten.⁴⁶⁴ Dit probleem doet zich bijvoorbeeld voor wanneer het litigieuze effect nog niet zo lang in de notering is opgenomen, waardoor slechts een korte historie van koersdata beschikbaar is met daarin slechts een beperkt aantal relevante koersreacties.⁴⁶⁵ Ook kan dit probleem zich voordoen wanneer de aansprakelijk gestelde vennootschap geen (of slechts een beperkte) historie heeft in het publiceren van de soort informatie waarop de misleidende mededeling of omissie betrekking heeft. Een mogelijke oplossing voor dit probleem is dat voor het schatten van de *response coefficient* geen gebruik wordt gemaakt van de koersdata van de aansprakelijk gestelde vennootschap, maar dat – in plaats daarvan – gebruik gemaakt wordt van de koersdata van een vergelijkbare vennootschap afkomstig uit de dezelfde sector (een zogenoemde ‘peer’).⁴⁶⁶ Uiteraard werkt

463. Bij het opsommen van de voordelen van de *forward casting*-methode wordt deze nuance door Ferrell en Saha – en in navolging van deze auteurs De Jong (zie De Jong 2010, p. 250) – mijns inziens enigszins veronachtzaamd. Zie Ferrell & Saha 2007, p. 185.

464. Zie in dit verband Ferrell & Saha 2012, p. 381.

465. Vgl. Ferrell & Saha 2012, p. 381.

466. Ik wijs erop dat als bij het schatten van de *response coefficient* gebruik gemaakt wordt van de koersdata van een andere vennootschap dan de onderzochte vennootschap, het wel wenselijk is dat beide vennootschappen een enigszins vergelijkbaar risicoprofiel hebben.

HOOFDSTUK 8

deze oplossing alleen wanneer voor de desbetreffende *peer* wel voldoende koersdata beschikbaar zijn om een betrouwbare *response coefficient* te kunnen schatten. Een alternatieve oplossing voor het genoemde probleem is om de *response coefficient* op *cross sectionele* basis⁴⁶⁷ te schatten.⁴⁶⁸ Dit houdt in dat bij het schatten van de *response coefficient* gebruik gemaakt wordt van een *cross sectionele* dataset bestaande uit een verzameling van (historische) publicaties met bijbehorende koersreacties afkomstig van *verschillende* vennootschappen (in plaats van alleen van de aansprakelijk gestelde vennootschap). Bij deze oplossing wordt dus eigenlijk geen bedrijfs-specifieke *response coefficient* geschat, maar wordt als alternatief een soort sectorspecifieke *response coefficient* geschat. Ferrell en Saha noemen in dit verband het voorbeeld van de vennootschap die haar *subprime exposure* heeft verzwegen of te gunstig heeft voorgesteld.⁴⁶⁹ Wil men in zo'n geval het koerseffect van de misleiding schatten aan de hand van een *subprime exposure response coefficient*, dan zal deze coëfficiënt op *cross sectionele* basis moeten worden geschat. Voor nagenoeg alle beursgenoteerde financiële instellingen geldt namelijk dat zij slechts een zeer beperkte historie kennen wat het publiceren van (blootstelling aan) *subprime* risico's betreft.

Tot slot merk ik nog op dat ik als nadeel van *forward casting* ten opzichte van *back casting* bewust *niet* noem dat *forward casting* niet geschikt is voor het vaststellen van de koersschade bij misleiding in het kader van een *beursgang*. *Forward casting* is in dat geval niet geschikt, omdat in de periode rond een beursgang geen sprake is van (voldoende) efficiënte marktwerking.⁴⁷⁰ Het koerseffect van de misleiding dat met behulp van een *response coefficient* wordt geschat, vormt in dat geval dus geen representatieve maatstaf voor de door de misleiding veroorzaakte inflatie in de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand komt in de directe *after market*. Toch zou ik dit niet als nadeel van *forward casting* ten opzichte van *back casting* willen aanmerken, omdat men bij *back casting* met precies hetzelfde probleem te maken heeft. Ook bij *back casting* speelt namelijk de complicatie dat – vanwege de

467. Met 'cross sectionele' data wordt in de statistiek en de econometrie gerefereerd aan een eendimensionale dataverzameling, bestaande uit gegevens van allemaal verschillende subjecten (bijvoorbeeld personen, bedrijven, landen, etc.) die zijn geobserveerd op één bepaald tijdstip. De verzameling van gemiddelde rendementen over het jaar 2021 van alle AEX-bedrijven is een voorbeeld van een *cross sectionele* dataverzameling.

468. Zie Ferrell & Saha 2012, p. 381.

469. Ferrell & Saha 2012, p. 381.

470. Met de 'periode rond een beursgang' bedoel ik de periode vanaf het openstellen van de inschrijving tot het tijdstip van de introductie (de primaire markt) en de eerste dagen/weken waarop de (zou juist in de notering opgenomen) aandelen actief op de beurs worden verhandeld (de directe *after market*).

afwezigheid van (voldoende) efficiënte marktwerking in de periode rond een beursgang – de residuele koersdaling die (met behulp van een *event study*) wordt gemeten op het moment waarop de misleiding bekend wordt, geen representatieve maatstaf is voor de inflatie in de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand komt in de directe *after market*.

8.5 Bewijsrechtelijke complicaties bij een fundamenteel en/of informatieel inefficiënte markt

8.5.1 Inleiding

Bij het antwoord op de vraag of de litigieuze informatie misleidend was en of deze informatie van invloed was op de koers, kan bewijsrechtelijk van belang zijn of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld (tijdens het tijdvak van de misleiding) al dan niet efficiënt was. Komt in het processuele debat namelijk vast te staan dat de desbetreffende markt *niet* voldoende efficiënt was, dan kan dat tot verschillende bewijsrechtelijke complicaties aanleiding geven. Het zijn deze bewijsrechtelijke complicaties die in de slotparagraaf van dit hoofdstuk centraal staan. In § 8.5.2 bespreek ik eerst de problemen die zich kunnen voordoen bij marktinefficiëntie in *informatieele* zin. In § 8.5.3 ga ik daarna in op de problemen waarmee de procespartijen te maken krijgen bij marktinefficiëntie in *fundamentele* zin. In het kader van de laatstgenoemde vorm van marktinefficiëntie komen achtereenvolgens de volgende onderwerpen aan bod. Eerst leg ik uit waarom de *event study* bij een fundamenteel inefficiënte markt onbetrouwbare resultaten oplevert, en waarom aan de (uitkomst van de) *event study* in dat geval derhalve geen (juridische) conclusies kunnen worden verbonden (§ 8.5.3.1). Daarna bespreek ik hoe fundamentele markt(in)efficiëntie in het processuele debat kan worden getoetst (§ 8.5.3.2).⁴⁷¹ Vervolgens ga ik in op de vraag hoe bij (een fluctuerende mate van) fundamentele inefficiëntie de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie kan worden beoordeeld (§ 8.5.3.3). Tot slot bespreek ik hoe bij (een fluctuerende mate van) fundamentele inefficiëntie de schade(vergoeding) van de beleggers die tijdens dit tijdvak aandelen hebben gekocht, kan worden vastgesteld (§ 8.5.3.4).

Ik heb nog een opmerking vooraf. In het vervolg van deze paragraaf ga ik ervan uit dat het in de praktijk gebruikelijk is om bij het beoordelen van de materialiteit van de litigieuze informatie mede gebruik te maken van

471. Voor de wijze waarop *informatieele* marktefficiëntie kan worden getoetst verwijs ik naar § 8.3.2.

HOOFDSTUK 8

een *event study*. Zou de materialiteit van de litigieuze informatie namelijk worden beoordeeld zonder te kijken naar de koersreactie die de publicatie van deze informatie teweegbrengt, en zonder daarbij gebruik te maken van een *event study*, dan heeft men in beginsel ook niet te maken met de bewijsrechtelijke complicaties die een (fundamenteel of informatieel) inefficiënte markt normaal gesproken met zich mee kan brengen (althans, niet in de fase van (het vaststellen van) de normschending).⁴⁷²

8.5.2 *Complicaties bij een informatieel inefficiënte markt*

Wanneer de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld *informatieel inefficiënt* is, zal het in het algemeen lastig(er) zijn om de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie te beoordelen. Dat komt omdat men dan zowel bij de *uitvoering* als de *interpretatie* van de *event study* met complicaties wordt geconfronteerd.⁴⁷³ Een eerste complicatie waarmee men bij informatiele inefficiëntie in het kader van de *event study* te maken krijgt, is dat voor het meten van de koersreactie van de litigieuze informatie (ten opzichte van de situatie waarin de markt informatieel efficiënt is) meestal een langer *event window* zal moeten worden gekozen. Op een informatieel inefficiënte markt duurt het (gemiddeld genomen) immers langer voordat nieuwe informatie volledig in de koers is verwerkt.⁴⁷⁴ Een nadeel hiervan is dat de kans dat tijdens de *event period* ook andere bedrijfsspecifieke informatie en/of ruis op de koers inwerken (het betreft hier zogenoemde ‘confounding events’)

472. Ik wijs erop dat wanneer bij het beoordelen van de materialiteit van de litigieuze informatie geen gebruik gemaakt wordt van een *event study*, de complicaties die een (fundamenteel of informatieel) inefficiënte markt normaal gesproken met zich brengt weliswaar niet zullen spelen in de fase van (het vaststellen van) de normschending, maar dat deze complicaties onverminderd zullen terugkeren bij het vaststellen van de koersinvloed van de litigieuze informatie, en daarmee bij het beoordelen van het causaal verband en/of het vaststellen van de schade.

473. Zie over deze complicaties onder meer Langevoort 2009, p. 175-176 en p. 179-180; Langevoort 2012, p. 19; Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 178-179; Morgan, McElroy & Duarte-Silva 2014, p. 3; Tabak 2015, p. 472-478. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 252-253.

474. Voor de situatie waarin het een aantal dagen duurt voordat nieuwe informatie volledig in de koers is verwerkt, kunnen – grofweg – twee scenario’s worden onderscheiden. In de eerste plaats kan men denken aan het scenario waarin sprake is van een initiële *onderreactie* van de koers op de informatie (in de zin dat de initiële koersreactie *kleiner* is dan de fundamentele waarde van de informatie rechtvaardigt), gevolgd door een koersbeweging in dezelfde richting als de initiële onderreactie (dit laatste noemt men een zogenoemde ‘drift’). Ook kan men denken aan het scenario waarin sprake is van een initiële *overreactie* van de koers op de informatie (in de zin dat de initiële koersreactie groter is dan de fundamentele waarde van de informatie rechtvaardigt), gevolgd door een koersherstel.

hierdoor toeneemt, zodat het in beginsel moeilijker wordt het koerseffect van de litigieuze informatie te isoleren van het koerseffect veroorzaakt door (niet aan de misleiding gerelateerde) externe factoren.⁴⁷⁵

Een ander nadeel van een lang(er) *event window* is dat een (relatief) groter abnormaal rendement is vereist om te kunnen oordelen dat sprake is van een statistisch significant causaal verband tussen de (publicatie van de) litigieuze informatie en de over de *event period* geobserveerde (residuele) koersreactie.⁴⁷⁶ Een (residuele) koersreactie die over meerdere handelsdagen wordt gemeten zal er (relatief gezien) immers minder snel bovenuit steken als statistisch significant.⁴⁷⁷ Dit laatste betekent dat het in de praktijk zeer wel mogelijk is dat de koersreactie die een bepaalde litigieuze mededeling – die naar objectieve maatstaven gemeten *material* is – veroorzaakt, wel als statistisch significant wordt aangemerkt wanneer de markt waarop deze mededeling wordt gepubliceerd informatieel efficiënt is, terwijl deze niet als statistisch significant wordt aangemerkt wanneer deze markt informatieel *inefficiënt* is. In beide gevallen is de geobserveerde koersreactie absoluut gezien even groot, maar omdat er in het laatste geval meer dan één handelsdag voor nodig is voordat de koersreactie volledig is uitgewerkt, is het goed denkbaar dat de totale koersreactie niet (meer) statistisch significant kan worden geacht.⁴⁷⁸

Een tweede complicatie waarmee men bij een informatieel inefficiënte markt in het kader van de *event study* wordt geconfronteerd, is dat zo'n markt doorgaans wordt gekenmerkt door een grotere mate van volatiliteit.⁴⁷⁹ Hierdoor zal het wederom zo zijn dat (relatief gezien) een groter abnormaal rendement is vereist om een statistisch significant causaal

475. Een andere complicatie waarmee men bij informatiele inefficiëntie te maken kan krijgen (en die in het verlengde ligt van de in de hoofdtekst genoemde complicatie), is dat de over de *event period* geobserveerde koersreactie niet alleen het koerseffect hoeft te weerspiegelen van al het *tijdens* de *event period* bekend geworden nieuws. Op een informatieel inefficiënte markt – waar het even kan duren voordat nieuwe informatie volledig in de koers is verwerkt – is het immers goed mogelijk dat de over de *event period* geobserveerde koersreactie tevens het koerseffect representeert van nieuws dat reeds vóór (het begin van) de *event period* bekend was geworden, van 'oud' nieuws derhalve. Zie in verband met deze complicatie onder meer Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 178-179.

476. Dit punt wordt mijns inziens enigszins veronachtzaamd door Macey e.a. 1991, p. 1021 en – in hun voetspoor – door Langevoort 2009, p. 179-180.

477. Vgl. Brav & Heaton 2003, p. 529.

478. Zie over dit probleem ook Brav & Heaton 2003, p. 529-533.

479. Ik benadruk dat informatiele inefficiëntie *meestal* gepaard gaat met een grotere mate van volatiliteit, maar dat dit niet *per definitie* het geval hoeft te zijn. Voor een

HOOFDSTUK 8

verband te kunnen aannemen tussen de (publicatie van de) litigieuze informatie en de geobserveerde (residuele) koersreactie.⁴⁸⁰

Ter relativering van het bovenstaande moet er nog wel op worden gewezen dat de omstandigheid of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld al dan niet informatieel efficiënt was, in het Amerikaanse recht in het algemeen een ondergeschikte rol speelt bij het beoordelen van de koersinvloed van de litigieuze informatie. Dit komt omdat informatiele marktefficiëntie een noodzakelijke voorwaarde is voor het kunnen inroepen van het *fraud-on-the-market*-vermoeden, waardoor het processuele debat over de vraag of de markt al dan niet informatieel efficiënt was reeds ten volle wordt gevoerd in het kader van de (bewijslastverlichting voor de) *reliance*-eis.⁴⁸¹ Komt in het kader van deze discussie reeds vast te staan dat de markt informatieel *inefficiënt* was (althans niet efficiënt in de mate zoals is vereist voor de toepasselijkheid van de *fraud-on-the-market*-theorie), dan kan het vermoeden niet worden toegepast en zal de aansprakelijkheid van de vennootschap reeds hierop afstuiten. Aan het processuele debat over de vraag of de litigieuze informatie de koers al dan niet heeft beïnvloed, wordt dan in principe niet meer toegekomen. In hoofdstuk 9 zal ik toelichten waarom (het bewijs van) informatiele marktefficiëntie mijns inziens een minder vooraanstaande plaats dient in te nemen bij het beantwoorden van de aansprakelijkheidsvraag naar Nederlands recht.⁴⁸²

8.5.3 *Complicaties bij een fundamenteel inefficiënte markt*

8.5.3.1 *Event study leidt tot onbetrouwbare resultaten*

Ook wanneer de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld *fundamenteel inefficiënt* is, kan dat tot complicaties leiden bij (de interpretatie van) de *event study*. Deze complicaties zijn echter van andere aard dan de complicaties die zich kunnen voordoen bij een *informatieel inefficiënte* markt. Vertoont de markt namelijk kenmerken van fundamentele *inefficiëntie*, maar is zij daarnaast wel informatieel efficiënt, dan hoeft dat bij het *uitvoeren* van de *event study* op zichzelf niet tot problemen te leiden. De hiervan is dat de informatieel efficiënte markt erdoor wordt gekenmerkt dat de koers meteen op de publicatie van

uitgebreide analyse van de complicaties van een (het uitvoeren van) *event study* binnen een hoog volatiele marktomgeving verwijs ik naar de volgende studies: Fox jr., Fox & Gilson 2016; Fox jr., Fox & Gilson 2013; Baker 2016, p. 1245-1261; Dolgoff & Duarte-Silva 2013; Jovanovic & Fox jr. 2010.

480. Evenzo Langevoort 2009, p. 179-180; De Jong 2010, p. 253; De Jong 2016b, § 4.5.

481. Zie § 6.2.3.2 *sub a*. Zie ook § 8.2.3.

482. Zie § 9.3.3.3 *sub c* en § 9.4.2.3 *sub b*.

nieuwe informatie reageert, en de nieuwe informatie meteen in de koers wordt verwerkt, zodat men met de in § 8.5.2 besproken complicaties van de informatieel *inefficiënte* markt in beginsel niet te maken heeft. Ook is het bij een fundamenteel *inefficiënte* markt (die daarnaast wel informatieel efficiënt is) nog steeds mogelijk dat de *event study* mechanisch gezien de juiste uitkomst oplevert. Met ‘mechanisch gezien de juiste uitkomst’ bedoel ik dat wanneer een bepaalde mededeling geen (significant) koerseffect tot gevolg heeft, dit door de *event study* wordt gedetecteerd, en wanneer de desbetreffende mededeling wel een koerseffect tot gevolg heeft, dit eveneens wordt gedetecteerd. De problemen ontstaan pas wanneer aan deze mechanische uitkomst juridische consequenties worden verbonden.⁴⁸³ Op een fundamenteel inefficiënte markt hoeft de naar aanleiding van een gepubliceerde mededeling geobserveerde (residuele) koersreactie namelijk geenszins representatief te zijn voor de fundamentele waarde van de in die mededeling vervatte informatie.⁴⁸⁴ Enerzijds kan een (vanuit de fundamentele waarde van de onderneming gezien) *onbelangrijke* mededeling een significante koersreactie veroorzaken, anderzijds kan bij een *belangrijke* mededeling een (significante) koersreactie uitblijven.⁴⁸⁵ Hierdoor bestaat het reële gevaar dat uit de (uitkomst van de) *event study* de verkeerde conclusies worden getrokken (althans de verkeerde conclusies wanneer als referentiekader de fundamenteel efficiënte markt wordt genomen).⁴⁸⁶ Zo kan een mededeling van niet-materieel⁴⁸⁷ belang die onder *normale* marktomstandigheden geen koersinvloed heeft ten onrechte als materieel worden aangemerkt (uit de *event study* volgt dat het koerseffect *wel* statistisch significant is), en evenzeer kan een mededeling van materieel belang die onder *normale* omstandigheden *wel* koersinvloed heeft ten onrechte als niet-materieel worden aangemerkt (uit de *event study* volgt dat het koerseffect *niet* statistisch significant is).⁴⁸⁸ Teneinde het trekken van zulke verkeerde conclusies te

483. Zie in dit verband ook Fisher 2005, p. 920-921 en p. 930-931.

484. Zie in dit verband ook § 2.5.

485. Ik wijs erop dat in de praktijk ook sprake kan zijn van een *wisselwerking* tussen de twee in de hoofdtekst genoemde situaties. Daarmee bedoel ik, dat het feit dat de markt niet reageert op belangrijk nieuws juist voortkomt uit het feit dat de markt bovenmatig veel aandacht heeft voor *onbelangrijk* nieuws. Treffender dan Langevoort kan ik dit niet verwoorden: ‘(...) pseudoinformation crowds out what is fundamentally important because of limited attention capacity (...)’, aldus Langevoort 2009, p. 175-176.

486. Zie over dit probleem Cornell 2014, p. 10-11; Langevoort 2009, p. 180; Dunbar & Heller 2006, p. 507-510; Fisher 2005, p. 920-921 en p. 930-931; De Jong 2010, p. 117.

487. Materieel gezien vanuit de fundamentele waarde van de onderneming.

488. Een mededeling die vanuit de fundamentele waarde van materieel belang is, maar die vanwege het feit dat de markt fundamenteel *inefficiënt* is (op het moment van publicatie) geen koersreactie tot gevolg heeft, wordt door Dunbar en Heller

HOOFDSTUK 8

voorkomen, is het zaak dat – alvorens aan de (uitkomst van de) *event study* juridische consequenties te verbinden – altijd eerst wordt gekeken of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld wel voldoende fundamenteel efficiënt is.⁴⁸⁹ Op welke wijze dit laatste kan worden getoetst, komt aan bod in § 8.5.3.2.

Het is nog van belang op te merken dat onder bepaalde omstandigheden aan het probleem van een onbetrouwbare (uitkomst van de) *event study* eventueel kan worden ontkomen door de (analyse van de) *event study* enigszins aan te passen. Dit zou onder meer het geval kunnen zijn, wanneer de fundamentele inefficiëntie eruit bestaat dat de markt steeds iets heftiger reageert op de publicatie van informatie dan onder normale marktomstandigheden het geval is, maar waarbij het niet tevens zo is dat in de markt *structureel* wordt (over)gereageerd op de publicatie van ‘non-informatie’ (ook wel genoemd ‘pseudonieuws’ of ‘pseudo-informatie’).⁴⁹⁰ Onder dergelijke marktomstandigheden zal het meestal zo zijn dat de markt tevens wordt gekenmerkt door een grotere mate van volatiliteit. Wanneer voor deze grotere volatiliteit wordt gecorrigeerd, kan de *event study* eventueel toch betrouwbare uitkomsten opleveren (althans voldoende betrouwbaar om er in het civiele proces gebruik van te maken).⁴⁹¹ De koersreactie die in dat geval wordt veroorzaakt door een litigieuze mededeling die onder *normale* marktomstandigheden geen (of slechts een verwaarloosbare) koersinvloed heeft, maar die onder de *huidige* marktomstandigheden wel een relatief grote koersinvloed heeft, kan door rekening te houden met de toegenomen volatiliteit dan immers alsnog als statistisch *niet*-significant worden aangemerkt. Zou daarentegen niet voor de toegenomen volatiliteit worden gecorrigeerd, dan is het zeer wel mogelijk dat deze koersreactie er onverminderd uitspringt als statistisch significant, met als gevolg dat de desbetreffende mededeling

aangemerkt als *non-material*, zie Dunbar & Heller 2006, p. 508-509. Bij het beoordelen van de materialiteit van een mededeling gedaan op een fundamenteel inefficiënte markt, lijken zij dus ook de fundamenteel inefficiënte markt als *referentiekader* te nemen. Deze benadering vind ik enigszins verwarrend. Een mededeling van materieel belang die – desondanks – op een fundamenteel inefficiënte markt geen koerseffect heeft, zou mijns inziens onverminderd als *material* moeten worden aangemerkt.

489. Vgl. Fisher 2005, p. 976, die benadrukt dat de bewijslast voor het feit dat de markt *fundamenteel efficiënt* is, op de eisende belegger rust.

490. Zie over het probleem van (en de complicaties voor de *event study* als gevolg van) het onder verschillende marktomstandigheden anders reageren van de koers op precies dezelfde informatie ook Marais & Schipper 2005, p. 10.

491. Voor een bespreking van verschillende methoden om de grotere mate van volatiliteit in de *event study* te verdisconteren, verwijs ik naar de volgende studies: Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 607-612; Baker 2016, p. 1245-1261; Dolgoff & Duarte-Silva 2013; Jovanovic & Fox jr. 2010.

ten onrechte als materieel ('material') wordt aangemerkt.⁴⁹² Bestaat de fundamentele inefficiëntie er echter uit dat in de markt structureel wordt overgereageerd op de publicatie van pseudonieuws en/of structureel wordt ondergereageerd op de publicatie van (relevant) nieuws, dan kan de (uitkomst van de) *event study* niet worden 'gered' door in de analyse rekening te houden met een grotere volatiliteit. In dat geval zal naar andere oplossingen moeten worden gezocht om de materialiteit en/of de koersinvloed van de litigieuze informatie te kunnen beoordelen. In § 8.5.3.3 zal ik in het kader van een fluctuerende mate van fundamentele inefficiëntie over het tijdvak van de misleiding twee alternatieve oplossingen bespreken.

8.5.3.2 *Hoe kan fundamentele (in)efficiëntie worden getoetst?*

a. Inleiding

Om een (betrouwbare) uitspraak te kunnen doen over de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie, is het dus van groot belang dat men kan beoordelen of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld, tijdens (een deel van) het tijdvak van de misleiding al dan niet *fundamenteel* efficiënt was. Zoals uitgelegd in § 8.3.2.4, zijn de eerder besproken Cammer- en Krogman-factoren in beginsel niet geschikt om deze vorm van markt(in)efficiëntie te toetsen. De reden was dat de Cammer- en Krogman-factoren weliswaar noodzakelijke voorwaarden zijn voor het aannemen van marktefficiëntie (in de zin van dat is vereist dat de factoren een waarde aannemen die groter is dan de voor de verschillende factoren geldende drempelwaarden), maar dat zij daarvoor zeker geen voldoende voorwaarden zijn. Voor het beoordelen van markt (in)efficiëntie in fundamentele zin zijn daarom andere instrumenten nodig. Aan de vraag op welke wijze men dit kan doen, is in de juridische literatuur vooral aandacht besteed door Dunbar en Heller.⁴⁹³ Zij behandelen grofweg een tweetal methoden waarmee (de mate van) fundamentele (in)efficiëntie kan worden getoetst. De eerste is door te kijken naar de aanwezigheid van beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling*, de zogenoemde 'short sale constraints'.⁴⁹⁴ Is op een bepaalde markt immers sprake van dergelijke *short sale constraints*, dan betekent dit dat arbitra-

492. Zie over dit probleem uitgebreid Fox jr., Fox & Gilson 2016, p. 346-392; Fox jr., Fox & Gilson 2013 en de in de vorige voetnoot genoemde studies.

493. Dunbar & Heller 2006, p. 516-520. Zie in dit verband ook Boettrich 2013, p. 1-17; Fisher 2005, p. 974-975. Zie hierover in de Nederlandse literatuur De Jong 2010, p. 236. Zie over (het toetsen van) arbitragebeperkingen in het algemeen de *special* uit 2002 van de *Journal of Financial Economics*, Volume 66, Issues 2-3, p. 169-508.

494. Dunbar & Heller 2006, p. 517-519.

HOOFDSTUK 8

geurs worden belemmerd in hun mogelijkheden om opgespoorde inefficiënties uit te winnen, waardoor deze inefficiënties blijven voortbestaan (en zich eventueel zullen versterken).⁴⁹⁵ De tweede manier is door deze (eventueel gesignaleerde) *short sale constraints* in samenhang te bezien met de mate waarin het beleggende publiek over (de waardering van) het litigieuze aandeel onderling van mening verschilt.⁴⁹⁶ De gedachte is dat wanneer sprake is van *short sale constraints*, de mening van de meest optimistische beleggers disproportioneel zal zijn vertegenwoordigd in de actuele beurskoers, waardoor uiteenlopende meningen over (de waardering van) het aandeel gemakkelijk kunnen resulteren in een overwaardering.⁴⁹⁷ De mate waarin het beleggende publiek onderling van mening verschilt, is daarmee dus indicatief voor de mate van fundamentele (in)efficiëntie.

b. Het toetsen van (de aanwezigheid van) 'short sale constraints'

Om te kunnen beoordelen of sprake is van beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling*, kan gebruik worden gemaakt zowel van *directe* als *indirecte* maatstaven. Een directe maatstaf voor het toetsen van (de aanwezigheid van) *short sale constraints* is de hoogte van de vergoeding die door uitlenende beleggers (gemiddeld genomen) wordt bedongen voor het uitlenen van aandelen, de zogenoemde 'loan fee'.⁴⁹⁸ In het algemeen geldt dat hoe hoger de *loan fee*, hoe duurder is het is om – met het oog op een toekomstige *short sale* – aandelen te lenen, en dus hoe onaantrekkelijker het is om een *short* positie in te nemen. Een andere directe maatstaf voor het toetsen van *short sale constraints* is het percentage aandelen (gemeten ten opzichte van het totaal aantal aandelen dat voor verhandeling beschikbaar is, de zogenoemde 'public float') dat uitstaat in bestaande *short* posities.⁴⁹⁹ In het algemeen geldt dat naarmate dit percentage toeneemt, de vraag naar het afsluiten van *short* posities kennelijk toeneemt, hetgeen bij een gelijkblijvend aanbod van aandelen

495. Zie in dit verband ook de uitspraak *IBEW Local 90 Pension Fund v. Deutsche Bank AG*, 2013 WL 5815472, at *5 & 21 (S.D.N.Y. Oct. 29, 2013).

496. Dunbar & Heller 2006, p. 519-520.

497. Deze gedachte is terug te voeren op de bekende 'overvaluation hypothesis' van Miller 1977, p. 1151-1168. Zie voor uitgebreid empirisch bewijs van deze hypothese Beneish, Lee & Nichols 2015.

498. Zie Dunbar & Heller 2006, p. 517. Zie in dit verband ook Boettrich 2013, p. 10-11. En zie ook de uitspraak *In re Polymedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 273 (D. Mass. 2006).

499. Zie Boettrich 2013, p. 16-17. Zie in dit verband ook de uitspraak *In re Polymedica Securities Litigation* 453 F. Supp. 2d 260, 274 (D. Mass. 2006), en het verweer van de aansprakelijk gestelde vennootschap in de zaak *In re Xcelera.com Securities Litigation*, 430 F.3d 503, 517 (1st Cir. 2005). Zie echter kritisch over deze maatstaf Beneish, Lee & Nichols 2015, p. 33-38.

dat voor *securities lending* en (daaropvolgende) *short selling* beschikbaar is naar verwachting resulteert in toename van de *loan fee*.⁵⁰⁰ Hoewel de genoemde maatstaven op zichzelf betrouwbare indicatoren zijn voor (het aantonen van) beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling*, speelt in de praktijk vaak het probleem dat onvoldoende data over de in de markt afgesproken *loan fees* en over de door marktpartijen reeds ingenomen *short* posities (publiek) bekend zijn.⁵⁰¹ Daarom moet men in het procesuele debat niet zelden terugvallen op indirecte maatstaven (zogenoemde ‘proxies’). Overigens past hierbij wel de kanttekening dat sinds de inwerkingtreding van de Europese Short sell verordening⁵⁰² per 1 november 2012 en de inwerkingtreding van de Nederlandse Wet Corporate Governance⁵⁰³ per 1 juli 2013 voor aandelen die worden verhandeld op een Europese respectievelijk Nederlandse effectenbeurs geldt, dat het in principe makkelijker zou moeten zijn om aan de hand van het percentage aandelen dat uitstaat in bestaande *short* posities een uitspraak te doen over de mate waarin de desbetreffende markt wordt gekenmerkt door *short sale constraints*. De Short sell verordening legt marktpartijen namelijk de verplichting op om aanmerkelijke (wijzigingen in) *netto* shortposities openbaar te maken (zie art. 6 van de verordening),⁵⁰⁴ terwijl de genoemde wet marktpartijen de verplichting oplegt om substantiële (wijzigingen in) *bruto* shortposities bekend te maken (zie art. 5:38 lid 3 respectievelijk 5:39 Wft lid 2).^{505, 506}

Een in de praktijk veel gebruikte proxie voor het toetsen van *short sale constraints* is het antwoord op de vraag of voor het litigieuze aandeel is

500. Zie voor empirisch bewijs van de hier beschreven relatie Asquith, Pathak & Ritter 2005, p. 243-276. Zie in dit verband ook Boettrich 2013, p. 16-17.

501. Aldus Dunbar & Heller 2006, p. 517. Zie in dit verband ook Boettrich 2013, p. 10-11.

502. Verordening (EU) Nr. 236/2012 (*PbEU* 2012, L 86/1).

503. Wet van 15 november 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (*Stb.* 2012, 588).

504. Zie art. 3 van de Short sell verordening voor de definitie van het begrip (netto) shortpositie in de zin van de verordening.

505. Op grond van art. 5:38 lid 3, tweede volzin, Wft respectievelijk art. 5:39 lid 2, derde volzin, Wft kunnen bij of krachtens algemene maatregel van bestuur regels worden gesteld met betrekking tot de bepaling van een (bruto) shortpositie als bedoeld in deze leden. In de Beleidsregel aangaande de definitie en de berekening van een shortpositie in de zin van de Wft (*Stert.* 2013, 17690), heeft de AFM hier nadere invulling aan gegeven.

506. Voor een uitgebreide bespreking van deze meldingsplichten verwijs ik naar Wissing 2013, p. 112-114 en p. 116-118. En voor een uitgebreide empirische analyse van de effecten in de praktijk van de invoering van een Europees publicatieregime voor aanmerkelijke short posities verwijs ik naar Jones, Reed & Waller 2016.

HOOFDSTUK 8

voldaan aan de zogenoemde ‘*put-call* pariteit’.⁵⁰⁷ De *put-call* pariteit is een op grond van de financiële wiskunde geldende (theoretische) relatie tussen enerzijds de beurskoers van een aandeel en anderzijds de prijzen van *put*- en *call*-opties in dat aandeel.⁵⁰⁸ Wanneer niet aan deze relatie is voldaan, vormt dat een sterke aanwijzing voor het bestaan van beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling*, omdat zonder deze beperkingen de onbenutte winstmogelijkheden die potentieel in een overtreding van de pariteit besloten liggen, al lang zouden zijn uitgewonnen.⁵⁰⁹ Verder zijn ook in de financieel-economische literatuur verschillende proxies voor het beoordelen van *short sale constraints* ontwikkeld, zoals (de grootte van) de marktkapitalisatie van het litigieuze aandeel, het percentage aandelen (gemeten ten opzichte van de *public float*) gehouden door institutionele beleggers en (de grootte van) het handelsvolume.^{510, 511} Voor de laatstgenoemde factor geldt dat hoe meer in het litigieuze aandeel wordt gehandeld, des te hoger – statistisch gezien – de *loan fee*, en dus hoe onaantrekkelijker het is om een *short* positie in te nemen. Deze (statistische) relatie is in zoverre interessant, dat daar waar bij het in § 8.3.2 besproken Cammer- en Krogman-raamwerk een groot handelsvolume indicatief is voor een *informatieel* efficiënte markt, een groot handelsvolume in het kader van de hier besproken test wijst in de richting van een *fundamenteel* inefficiënte markt.⁵¹² Een theoretische rechtvaardiging voor deze relatie zou kunnen zijn dat een groot handelsvolume erop duidt dat beleggers het litigieuze aandeel in een relatief korte tijd kopen en verkopen, waardoor zij niet in de gelegenheid zijn om het

507. Zie Dunbar & Heller 2006, p. 518-519 en Boettrich 2013, p. 12-13. Zie in dit verband ook Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014, p. 182. En zie over het toetsen van *short sale constraints* aan de hand van de *put-call* pariteitstest in de financieel-economische literatuur Ofek, Richardson & Whitelaw 2004; Battalio & Schultz 2006, p. 2083-2095; Evans e.a. 2009, p. 1963-1966. Verder wijs ik in dit verband nog op de uitspraak In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260, 274-276 (D. Mass. 2006).

508. Zie over de *put-call* pariteit in de econometrische literatuur in algemene zin het standaardwerk Hull 2015, p. 241-245 en p. 256-258.

509. Vgl. Boettrich 2013, p. 13; Dunbar & Heller 2006, p. 518-519.

510. Zie over deze proxies Dunbar & Heller 2006, p. 517-518 onder verwijzing naar D’Avolio 2002, p. 278-281. Zie specifiek over de proxie ‘institutional ownership’ Boettrich 2013, p. 16-17 onder verwijzing naar Asquith, Pathak & Ritter 2005, p. 243-276. Zie in dit verband ook Beneish, Lee & Nichols 2015, p. 35-38.

511. Boettrich noemt nog als afzonderlijke indicator voor (de aanwezigheid van) *short sale constraints* de mate waarin *short sellers* tekortschieten in hun verplichting om de door hen (*short*) verkochte aandelen daadwerkelijk aan de koper te leveren (in de praktijk spreekt men in dit verband van zogenoemde ‘delivery failures’). Zie Boettrich 2013, p. 14-16 onder verwijzing naar Boni 2006, p. 1-26, Evans e.a. 2009, p. 1961-1963 en Autore, Boulton & Braga Alves 2015, p. 143 e.v.

512. Zie in dit verband reeds § 8.3.2.4.

aandeel tussentijds uit te lenen.⁵¹³ In deze redenering betekent een *toename* van het handelsvolume dus een *afname* van het aantal aandelen dat beschikbaar is voor *securities lending*, en daarmee een toename van de *loan fee*.

c. Het toetsen van de mate waarin het beleggende publiek onderling van mening verschilt

Ook de mate waarin het beleggende publiek over (de waardering van) het litigieuze aandeel onderling van mening verschilt, kan zowel op directe als indirecte wijze worden getoetst.⁵¹⁴ Een directe manier om dit te toetsen is door – simpelweg – te kijken naar de (mate van) spreiding in de analistenvoorspellingen. De gedachte is dat de mate waarin analisten over het aandeel met elkaar van mening verschillen, een representatief beeld geeft van de mate waarin het gehele beleggende publiek onderling van mening verschilt.

Een indirecte manier om te toetsen in welke mate het beleggende publiek onderling van mening verschilt, is door te kijken naar (wijzigingen in) de mate van spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers.⁵¹⁵ Met de '(mate van) spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers' wordt hier bedoeld het (absolute) aantal *verschillende* beleggers dat gezamenlijk het deel van het aandeelhoudersbestand vormt dat bestaat uit institutionele beleggers.⁵¹⁶ Wordt bijvoorbeeld in totaal 50 procent van alle uitstaande aandelen gehouden door institutionele beleggers, dan is voor deze groep beleggers sprake van een kleinere mate van spreiding van het aandelenbezit wanneer tien institutionele beleggers ieder een 5 procentbelang houden, dan wanneer vijftig institutionele beleggers ieder een 1 procentbelang houden. Voor een markt die wordt gekenmerkt door arbitragebeperkingen geldt in algemene zin dat naarmate de (rationele en geïnformeerde) beleggers onderling *meer* over (de waardering van) het litigieuze aandeel van mening verschillen, de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers naar verwachting afneemt,⁵¹⁷ en er daardoor een grotere kans bestaat op

513. Vgl. In re Xcelera.com Securities Litigation, 430 F.3d 503, 517 (1st Cir. 2005).

514. Zie hierover Dunbar & Heller 2006, p. 517 onder verwijzing naar verschillende artikelen uit de financieel-economische literatuur.

515. Zie Dunbar & Heller 2006, p. 519-520 onder verwijzing naar Chen, Hong & Stein 2002.

516. Chen, Hong & Stein 2002 – en in navolging van hen Dunbar & Heller, p. 519-520 – spreken in dit verband van de 'breadth of the (institutional) ownership'.

517. Met een *afname* van de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers, wordt hier dus bedoeld dat het (absolute) *aantal* verschillende beleggers dat het institutionele deel van het aandeelhoudersbestand vertegenwoordigt, *afneemt*.

HOOFDSTUK 8

(de aanwezigheid van) een overwaardering.⁵¹⁸ De gedachte is dat wanneer mede als gevolg van beperkingen in de mogelijkheid tot *short selling* het litigieuze aandeel is overgewaardeerd, de institutionele beleggers hun pessimisme over (de toekomstige rendementen van) het aandeel alleen maar kunnen laten blijken door het aandeel niet te kopen, dan wel door de aandelen die zij reeds houden, te verkopen.⁵¹⁹ Zij hebben vanwege de aanwezige *short sale constraints* immers niet de mogelijkheid om aan hun pessimisme uiting te geven door het innemen van een *short* positie. En wanneer institutionele beleggers het aandeel massaal links laten liggen, dan wel wanneer zij op grote schaal bestaande belangen afbouwen, leidt dat voor deze groep beleggers in beginsel tot een afname van de spreiding van het aandelenbezit, hetgeen dus illustreert dat een afname van de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers indicatief is voor (het bestaan van) een overwaardering.

Men kan zich overigens nog afvragen, waarom voor het opsporen van een overwaardering specifiek wordt gekeken naar (wijzigingen in) de spreiding van het aandelenbezit onder *institutionele* beleggers, en waarom niet tevens kan worden gekeken naar (wijzigingen in) de spreiding van het aandelenbezit onder andere (groepen) beleggers. De reden om specifiek te kijken naar de spreiding van het aandelenbezit onder *institutionele* beleggers is tweeledig. In de eerste plaats omdat institutionele beleggers niet op grote schaal actief zijn op de *short sale market* (althans, niet aan de *vraagzijde* van deze markt).⁵²⁰ Voor institutionele beleggers mag men er dus in beginsel van uitgaan dat hun eventuele pessimisme over (de toekomstige rendementen van) het litigieuze aandeel slechts in beperkte mate door middel van (door hen ingenomen) *short* posities in de beurskoers wordt weerspiegeld.⁵²¹ Dat institutionele beleggers niet op grote schaal actief zijn op de *short sale market*, kwam reeds aan bod bij mijn bespreking van de zogenoemde ‘institutionele beperkingen’ van de *short sale market* in § 2.3.3. Ik verwijs daarnaar en zal dat betoog hier niet herhalen. Is daarentegen voor andere groepen beleggers sprake van een afname van de spreiding van het aandelenbezit, dan mag men *niet* zonder meer aannemen dat hun pessimisme niet door middel van (door hen in te

518. Zie Chen, Hong & Stein 2002, p. 171-175. De hier beschreven relatie tussen enerzijds de mate waarin het beleggende publiek over (de waardering van) het litigieuze aandeel onderling van mening verschilt en anderzijds het verwachte toekomstige rendement op het aandeel, is zoals ik al opmerkte terug te voeren op de bekende ‘overvaluation hypothesis’ van Miller 1977, p. 1151-1168.

519. Zie Chen, Hong & Stein 2002, p. 171-175. Vgl. Dunbar & Heller 2006, p. 519-520.

520. Ik wijs erop dat institutionele beleggers doorgaans wel actief zijn aan de *aanbodzijde* van de *short sale market*. De meeste van hen doen immers wel aan *securities lending*.

521. Zie Dunbar & Heller 2006, p. 520 onder verwijzing naar Chen, Hong & Stein 2002, p. 174.

nemen) *short* posities in de beurskoers is verwerkt.⁵²² Anders dan institutionele beleggers zijn deze (groepen) beleggers immers wel op grote schaal actief op de *short sale market* (er is althans geen enkele reden om aan te nemen dat zij dat niet zijn; zij hebben niet te maken met de eerdergenoemde ‘institutionele beperkingen’).⁵²³

De tweede reden om voor het opsporen van een overwaardering specifiek te kijken naar (wijzigingen in) de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers, is gelegen in het feit dat de mening van institutionele beleggers doorgaans representatief is voor de mening van rationale (en geïnformeerde) beleggers in het algemeen.⁵²⁴ Wanneer institutionele beleggers dus van mening zijn dat het litigieuze aandeel is overgewaardeerd en er daarom voor kiezen om niet in het aandeel te beleggen en/of om bestaande belangen af te bouwen, ligt het voor de hand om aan te nemen dat andere (groepen) rationale beleggers dezelfde mening zijn toegedaan en (min of meer) dezelfde strategie zullen volgen. Een afname van het percentage aandelen dat wordt gehouden door institutionele beleggers, en/of een afname van de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers, is daarmee dus indicatief voor een lager toekomstig rendement.

Tot slot wijs ik er nog op dat de stelling dat (wijzigingen in) de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers indicatief (zijn) is voor (de aanwezigheid van) fundamentele inefficiënties, in de financieel-economische literatuur empirisch is onderbouwd. Zo laten Chen, Hong en Stein zien dat beursfondsen die recent te maken hebben gehad met een *afname* van de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers, gemiddeld genomen een significant lager rendement laten zien dan beursfondsen die recent te maken hebben gehad met een *toename* van de spreiding van het aandelenbezit onder institutionele beleggers.⁵²⁵

522. Idem.

523. Zie in dit verband wederom § 2.3.3.

524. Zie Dunbar & Heller 2006, p. 520 onder verwijzing naar Chen, Hong & Stein 2002, p. 174.

525. Chen, Hong & Stein 2002, p. 187-201.

HOOFDSTUK 8

8.5.3.3 *Hoe kan de materialiteit en/of de koersinvloed van de litigieuze informatie worden bepaald bij (een fluctuerende mate van) fundamentele marktinefficiëntie?*

a. Inleiding

Zoals besproken in § 8.5.3.1, speelt bij een fundamenteel inefficiënte markt *in het algemeen* het probleem dat de naar aanleiding van een gepubliceerde mededeling geobserveerde (residuele) koersreactie niet representatief hoeft te zijn voor de fundamentele waarde van de in die mededeling vervatte informatie. In de context van *misleiding* van het beleggende publiek betekent dit dat wanneer de markt (in ieder geval) aan het *begin* van het tijdvak van de misleiding fundamenteel inefficiënt was, het lastig is om de materialiteit en/of de koersinvloed van de litigieuze informatie vast te stellen op het moment waarop deze (voor de eerste keer) werd gepubliceerd. En wanneer de markt (in ieder geval) aan het *eind* van het tijdvak van de misleiding fundamenteel inefficiënt was, betekent dit dat het lastig is om de materialiteit en/of de koersinvloed van de litigieuze informatie vast te stellen op het moment waarop de misleiding bekend werd.⁵²⁶ In het verlengde hiervan speelt het probleem dat wanneer de mate van fundamentele inefficiëntie over het tijdvak van de misleiding fluctueerde, de (residuele) koersreactie die naar aanleiding van de corrigerende mededeling werd gemeten, geenszins representatief hoeft te zijn voor de koersinflatie die aanwezig was eerder in het tijdvak van de misleiding.⁵²⁷ Enerzijds betekent dit dat wanneer de corrigerende mededeling resulteerde in een significante koersreactie, dit niet wil zeggen dat de litigieuze informatie ook een koerseffect had (of anders gezegd: tot koersinflatie leidde) toen de litigieuze mededeling voor de eerste keer werd gedaan (c.q. de litigieuze informatie voor de eerste keer werd achtergehouden).⁵²⁸ Anderzijds betekent dit dat wanneer de corrigerende mededeling *niet* resulteerde in een significante koersreactie,

526. Wanneer de markt aan het eind van het tijdvak van de misleiding fundamenteel inefficiënt was, en deze inefficiëntie er mede uit bestond dat sprake was van een zeepbeffect in de koers, kan het gebeuren dat tegelijkertijd met het bekend worden van de misleiding de zeepbel uit elkaar spatte. Dit betekent dat op het moment van de bekendwording van de misleiding niet alleen de koersinflatie die is terug te voeren op de misleiding (inclusief zeepbeffect) uit de koers, maar dat tevens de lucht waarmee het zuivere gedeelte van de koers (als gevolg van de zeepbel) was opgeblazen, uit de koers liep. In het kader van de schadevaststelling en/of schadetoerekening speelt dan het probleem dat beide effecten van elkaar moeten worden onderscheiden. Dit probleem wordt behandeld in § 8.5.3.4.

527. Zie over dit probleem ook Tabak 2015, p. 480-483.

528. In het vervolg van deze paragraaf zal ik simpelweg refereren aan 'het tijdstip waarop de litigieuze mededeling werd gedaan' en zal ik daar niet steeds aan toevoegen 'c.q. het tijdstip waarop de litigieuze informatie werd achtergehouden'.

dit niet wil zeggen dat de litigieuze informatie ook *geen* koerseffect had (of anders gezegd: *niet* tot koersinflatie leidde) toen de litigieuze mededeling voor de eerste keer werd gedaan. De vraag die daarmee rijst, is hoe bij een fluctuerende mate van fundamentele inefficiëntie over het tijdvak van de misleiding de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie kan worden vastgesteld. In het verlengde hiervan rijst de vraag, hoe in zo'n geval de schade(vergoeding) van de beleggers die tijdens dit tijdvak aandelen hebben gekocht, kan worden vastgesteld.

Teneinde deze vragen in het concrete geval te kunnen beantwoorden, zal eerst moeten worden vastgesteld op welke wijze de (fundamentele) inefficiëntie precies over het tijdvak van de misleiding fluctueerde. In abstracto kunnen hier volgens mij – grofweg – drie scenario's worden onderscheiden. In de eerste plaats kan zich de situatie voordoen dat de inefficiëntie tijdens het tijdvak van de misleiding (geleidelijk) ontstaat, hetgeen betekent dat de markt nog *wel* efficiënt is als de misleiding begint, maar zij dat *niet* (meer) is als de misleiding bekend wordt. In de tweede plaats kan zich de situatie voordoen dat de inefficiëntie tijdens het tijdvak van de misleiding (geleidelijk) verdwijnt, wat betekent dat de markt nog *niet* efficiënt is als de misleiding begint, maar zij dat *wel* (weer) is als de misleiding naar buiten komt. In de derde plaats kan zich de situatie voordoen dat de markt tijdens het gehele tijdvak inefficiënt is, hetgeen impliceert dat de markt inefficiënt is zowel wanneer de misleiding begint, als wanneer de misleiding naar buiten komt. Voor het eerste en het derde scenario zullen de zojuist gestelde vragen in het hiernavolgende worden beantwoord. Aangezien de analyse voor het tweede scenario niet noemenswaardig afwijkt van de analyse voor de twee andere scenario's, zal ik dat scenario hier verder buiten beschouwing laten. In het vervolg van deze paragraaf zal ik eerst bespreken hoe bij een fluctuerende (mate van) fundamentele inefficiëntie over het tijdvak van de misleiding de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie kan worden bepaald. In § 8.5.3.4 ga ik daarna in op de vraag hoe in zo'n geval de schade(vergoeding) van de beleggers die tijdens dit tijdvak aandelen hebben gekocht, kan worden vastgesteld.

Ik heb nog twee opmerkingen vooraf. In de eerste plaats merk ik op dat de hiernavolgende analyse *ceteris paribus* zal worden uitgevoerd. Daarmee bedoel ik dat ervan wordt uitgegaan dat alleen de mate van fundamentele inefficiëntie over het tijdvak van de misleiding fluctueert, maar dat verder alle overige feiten en omstandigheden (over dit tijdvak) constant worden verondersteld. In de tweede plaats wijs ik erop dat hoewel in het vervolg wordt uitgegaan van een fluctuerende mate van *fundamentele* inefficiëntie, dit nadrukkelijk niet geldt voor de mate van

HOOFDSTUK 8

*informatie*le (in)efficiëntie. In de hieronder te bespreken situaties zal steeds een *informatieel efficiënte* markt worden verondersteld.

b. Aan het begin van het tijdvak van de misleiding is de markt nog efficiënt, aan het eind van dit tijdvak is de markt inefficiënt

Ten eerste behandel ik de situatie waarin de markt nog *wel* efficiënt was toen de misleiding begon, maar waarin zij dat *niet* (meer) was toen de misleiding bekend werd.⁵²⁹

1. Corrigerende mededeling resulteert in een heftige koersdaling

Voor deze situatie ga ik er in de eerste plaats van uit dat het bekend worden van de misleiding resulteerde in een buitengewoon heftige koersdaling. De koersdaling was zodanig groot, dat het *vermoeden* rijst dat sprake was van een *overreactie* (in de zin van dat de koersdaling veel groter lijkt te zijn dan de fundamentele waarde van de corrigerende mededeling – althans, de daarin vervatte informatie – rechtvaardigt). Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn, dat zich tijdens het tijdvak van de misleiding (als gevolg van irrationeel beleggersgedrag in combinatie met arbitragebeperkingen) een zeepbel heeft gevormd, die de *gehele* koers – dus zowel het ‘zuivere’ gedeelte (dat met de misleiding geen verband houdt) als het ‘onzuivere’ gedeelte (de koersinflatie) – met een zeepbeffect heeft ‘opgeblazen’.^{530, 531} Hoewel men thans nog niet zeker weet of inderdaad sprake was van een dergelijke overreactie, weet men in ieder geval wél zeker dat de geobserveerde koersdaling onbetrouwbaar is voor het vellen van een oordeel over de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie.⁵³² Toen de misleiding bekend werd, was de markt immers fundamenteel *inefficiënt* (dat is hier althans het uitgangspunt). Er moet daarom naar andere oplossingen worden gezocht om de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie te kunnen beoordelen.⁵³³

529. Het feit dat de markt aan het begin van het tijdvak van de misleiding efficiënt was, en zij dat aan het eind van dit tijdvak niet (meer) was, kan in het processuele debat worden vastgesteld via de in § 8.5.3.2 behandelde technieken.

530. Overigens wijs ik erop dat het in de praktijk goed mogelijk is dat het naar buiten komen van de misleiding gepaard gaat met het uit elkaar spatten van de zeepbel. In dat geval zal op het moment van de bekendwording van de misleiding niet alleen de koersinflatie die is terug te voeren op de misleiding (inclusief zeepbeffect) uit de koers lopen, maar zal tevens de lucht waarmee het zuivere gedeelte van de koers (als gevolg van de zeepbel) is opgeblazen, uit de koers lopen.

531. Voor een bespreking van het fenomeen van de zeepbel verwijs ik naar § 2.4. Voor de materieelrechtelijke implicaties van het geheel of gedeeltelijk samenvallen van de misleiding met een zeepbel(effect) in de koers verwijs ik naar § 7.8.

532. Zie over deze onbetrouwbaarheid § 8.5.3.1.

533. Vgl. Tabak 2015, p. 482-483.

In de situatie waarin de fundamentele inefficiëntie tijdens het tijdvak van de misleiding is ontstaan, is een eerste mogelijke oplossing om te kijken naar de (positieve) koersreactie die plaatsvond toen de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan (in plaats van dat wordt gekeken naar de (negatieve) koersreactie die plaatsvond toen de misleiding bekend werd).⁵³⁴ Aangezien de markt op het eerstgenoemde tijdstip nog niet fundamenteel *inefficiënt* was, is eerstgenoemde koersreactie in beginsel wel betrouwbaar voor het beoordelen van de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie. Wel moet hierbij worden benadrukt dat deze oplossing alleen maar kan worden toegepast wanneer (i) de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam, *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt werd verwacht.⁵³⁵ Bestond de misleiding echter uit (i) het *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie), (ii) het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen (of althans, een grotere (negatieve) verrassing te voorkomen dan de verrassing waarmee de markt thans werd geconfronteerd), *of* (iii) werd de in de misleidende mededeling vervatte informatie reeds geheel of gedeeltelijk door de markt verwacht, dan werkt deze oplossing niet. Voor de uitleg waarom de oplossing in deze gevallen niet werkt, verwijs ik naar § 8.4.2.2.

Een andere mogelijke oplossing voor het beoordelen van de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie bij een fundamenteel inefficiënte markt is om met behulp van een zogenoemde ‘response coefficient’ (‘RC’) het koerseffect van de misleiding te schatten op het moment waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gepubliceerd.^{536, 537} Voor de wijze waarop men dit doet, verwijs ik naar mijn bespreking van de (E)RC-methode in § 8.4.4.2. Volgt uit de RC-berekening dat de litigieuze

534. Volledigheidshalve merk ik op dat het uiteraard gaat om de (positieve) koersreactie gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) algemeen-economische en/of sectorspecifieke factoren.

535. Zie over dit probleem uitgebreid Couture 2016; Ferrell & Roper 2015, p. 571-575; Torchio 2009. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 564-565; Langevoort 2015, p. 44-45.

536. Wat voor soort *response coefficient* voor deze schatting wordt gebruikt, hangt af van het soort informatie waarop de litigieuze mededeling betrekking had. Bestond de misleiding bijvoorbeeld uit het te gunstig voorstellen van financiële resultaten, dan gaat het hier uiteraard om een *earnings response coefficient*.

537. Voor het beoordelen van de materialiteit van de litigieuze informatie op het moment waarop de misleiding begon, zou eventueel ook nog gebruik kunnen worden gemaakt van *content analysis*. Ik werk deze oplossing hier niet verder uit.

HOOFDSTUK 8

informatie een significant koerseffect had, dan kan de litigieuze informatie in beginsel als materieel ('material') worden aangemerkt, en kan men in beginsel zeggen dat sprake was van een normschending. Volgt uit de RC-berekening daarentegen dat de litigieuze informatie *geen* (significant) koerseffect had, dan kan de litigieuze informatie in beginsel *niet* als materieel worden aangemerkt, en kan men in beginsel zeggen dat *geen* sprake was van een normschending.

2. *Een koersdaling blijft uit naar aanleiding van de corrigerende mededeling*
Stel nu dat zich het scenario voordeed dat – in plaats van dat het bekend worden van de misleiding resulteerde in een heftige koersdaling – een koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling uitbleef. Het uitblijven van een koersreactie doet in dit geval het *vermoeden* rijzen dat sprake was van een *onderreactie* (in de zin van dat de koersreactie veel kleiner lijkt te zijn dan de fundamentele waarde van de corrigerende mededeling – althans, de daarin vervatte informatie – rechtvaardigt).⁵³⁸ Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat beleggers zich op grote schaal bezig hielden met *momentum trading* en/of op grote schaal kudgedrag vertoonden, waardoor belangrijke nieuwe informatie over toekomstige kasstromen door hen over het hoofd werd gezien.⁵³⁹ Hoewel men thans nog niet zeker weet of inderdaad sprake was van een dergelijke onderreactie, weet men in ieder geval wél zeker dat aan het uitblijven van een koersreactie op het moment van de bekendwording van de misleiding geen (betrouwbare) conclusies kunnen worden verbonden over de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie.⁵⁴⁰ Toen de misleiding bekend werd, was de markt immers fundamenteel *inefficiënt* (dat is hier althans het uitgangspunt). Er zijn dus wederom andere oplossingen nodig om de materialiteit van de litigieuze informatie te kunnen beoordelen.⁵⁴¹ De oplossingen (en bijbehorende analyses) zijn in dit geval gelijk aan de oplossingen voor het zojuist besproken scenario waarin het bekend worden van de misleiding resulteerde in een heftige koersdaling. Ik verwijs naar mijn bespreking hierboven *sub 1*.

Overigens wijs ik er nog wel op dat het in dit scenario vanuit *materieel-rechtelijk* oogpunt eigenlijk niet zo interessant is om de materialiteit en/of

538. Hierbij ga ik gemakshalve er even van uit dat zich in dit geval niet de situatie voordeed dat de misleiding reeds vóór de officiële corrigerende mededeling (geleidelijk) bekend is geworden en de koersinflatie daarmee reeds voordien (geleidelijk) uit de koers is gelopen. De analyse wordt zoals reeds opgemerkt *ceteris paribus* uitgevoerd (zie hierboven *sub a*).

539. Zie in dit verband onder meer Dunbar & Heller 2006, p. 508 en p. 513 en Langevoort 2009, p. 175-176.

540. Zie over deze onbetrouwbaarheid § 8.5.3.1.

541. Vgl. Tabak 2015, p. 482-483.

koersinvloed van de litigieuze informatie te bepalen.⁵⁴² Op grond van het materiële recht geldt immers dat bij een (onder invloed van externe factoren) afnemende marktwaarde van de misleidende informatie de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding, en voor dit scenario betekent toepassing van deze regel dat de eisende beleggers maximaal recht hebben op *nul* euro schadevergoeding.⁵⁴³ Als nu reeds bij voorbaat vaststaat dat de beleggers geen recht hebben op schadevergoeding, is het dus ook niet meer zo relevant om te weten of de litigieuze informatie al dan niet van materieel belang was en of deze al of geen koersinvloed had.

c. De markt is gedurende het gehele tijdvak van de misleiding inefficiënt
Vervolgens behandel ik de situatie waarin de markt inefficiënt was zowel toen de misleiding begon, als toen de misleiding bekend werd.⁵⁴⁴

1. Corrigerende mededeling resulteert in een heftige koersdaling

Voor deze situatie ga ik er in de eerste plaats wederom van uit dat het bekend worden van de misleiding resulteerde in een buitengewoon heftige koersdaling. Deze heftige koersdaling doet wederom het *vermoeden* rijzen dat sprake was van een *overreactie*. Hoewel men dit laatste niet zeker weet, weet men in ieder geval wel zeker dat de geobserveerde koersdaling onbetrouwbaar is voor het vellen van een oordeel over de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie.⁵⁴⁵ Toen de misleiding bekend werd, was de markt immers fundamenteel *inefficiënt* (dat is hier althans het uitgangspunt). Er moet daarom wederom naar andere oplossingen worden gezocht om de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie te kunnen beoordelen.

542. Zoals reeds opgemerkt ga ik gemakshalve er even van uit dat zich in dit geval niet de situatie voordeed dat de misleiding reeds vóór de officiële corrigerende mededeling (geleidelijk) bekend is geworden, en de koersinflatie daarmee reeds voordien (geleidelijk) uit de koers is gelopen.

543. Voor het Amerikaanse recht volgt deze regel uit de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). Zie hierover uitgebeid § 6.3.3. In § 5.5.2.3 *sub a* en *sub b* heb ik verdedigd dat ook voor het Nederlandse recht zou moeten gelden dat in het scenario van een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie de rechtens toerekenbare schade wordt beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding.

544. Het feit dat de markt gedurende het gehele tijdvak van de misleiding inefficiënt was, kan in het processuele debat worden vastgesteld via de in § 8.5.3.2 behandelde technieken.

545. Zie over deze onbetrouwbaarheid § 8.5.3.1.

HOOFDSTUK 8

In tegenstelling tot de hierboven *sub b* besproken situatie waarin de markt alleen aan het eind van het tijdvak van de misleiding fundamenteel inefficiënt was, heeft het in de hier besproken situatie geen zin om voor (het oordeel over) de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie te kijken naar de (positieve) koersreactie die plaatsvond toen de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gepubliceerd. In de hier besproken situatie was de markt namelijk ook op het laatstgenoemde tijdstip fundamenteel inefficiënt (dat is hier althans het uitgangspunt), waardoor ook de laatstgenoemde koersreactie geen representatief beeld geeft van de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie.

Eigenlijk de enige oplossing die in dit geval kan worden toegepast om de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie te beoordelen, is dat *bij wijze van veronderstelling* wordt aangenomen dat de markt (fundamenteel) *efficiënt* was toen de misleidende mededeling werd gepubliceerd, en dat vervolgens met behulp van een *response coefficient* wordt geschat welk koerseffect de misleidende informatie op deze (veronderstelde) efficiënte markt zou hebben gehad.^{546, 547} Volgt uit de RC-berekening dat de litigieuze informatie een significant koerseffect zou hebben gehad, dan kan de litigieuze informatie in beginsel als materieel ('material') worden aangemerkt, en kan men in beginsel zeggen dat sprake was van een normschending. Volgt uit de RC-berekening daarentegen dat de litigieuze informatie *geen* (significant) koerseffect zou hebben gehad, dan kan de litigieuze informatie in beginsel *niet* als materieel worden aangemerkt en kan men in beginsel zeggen dat *geen* sprake was van een normschending. Hoewel de zojuist gehanteerde veronderstelling in dit geval per definitie niet in overeenstemming is met de realiteit (uitgangspunt is immers dat de markt aan het begin van het tijdvak van de misleiding *inefficiënt* was), denk ik niettemin dat de (E)RC-methode in dit geval toch behulpzaam kan zijn bij het beoordelen van de materialiteit en/of koersinvloed van de litigieuze informatie. Referentiekader bij deze beoordeling blijft immers steeds de fundamenteel *efficiënte* markt, dit ongeacht of de litigieuze informatie in het concrete geval op een efficiënte dan wel een *inefficiënte* markt werd verspreid.⁵⁴⁸

546. Vgl. Dunbar & Heller 2006, p. 515-516; Tabak 2015, p. 282-283. Vgl. ook De Jong 2010, p. 252.

547. Voor het beoordelen van de materialiteit van de litigieuze informatie op het moment waarop de misleiding begon, zou eventueel ook nog gebruik kunnen worden gemaakt van *content analysis*. Ik werk deze oplossing hier niet verder uit.

548. Zie echter anders Dunbar & Heller 2006, p. 508-509 die bij het beoordelen van de materialiteit van een litigieuze mededeling die wordt gepubliceerd als de markt fundamenteel inefficiënt is, ook de fundamenteel *inefficiënte* markt als referentiekader nemen.

2. *Een koersdaling blijft uit naar aanleiding van de corrigerende mededeling*
Het scenario waarin een koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling uitbleef, laat ik nu verder onbesproken, aangezien in dat geval op grond van het materiële recht reeds geldt dat de eisende beleggers toch geen recht hebben op schadevergoeding. Ik verwijs naar mijn bespreking hierboven *sub b* (onder het tweede kopje ‘Een koersdaling blijft uit naar aanleiding van de corrigerende mededeling’).

8.5.3.4 *Hoe kan de schade(vergoeding) van de benadeelde beleggers worden vastgesteld bij (een fluctuerende mate van) fundamentele marktinefficiëntie?*

a. Inleiding

Vervolgens is de vraag hoe bij een fluctuerende (mate van) fundamentele inefficiëntie over het tijdvak van de misleiding de schade(vergoeding) van de beleggers die tijdens dit tijdvak aandelen hebben gekocht, kan worden vastgesteld. Deze vraag zal ik hierna beantwoorden voor dezelfde twee situaties als in § 8.5.3.3 (*sub b* respectievelijk *sub c*) zijn behandeld: ten eerste de situatie waarin de markt nog *wel* efficiënt was toen de misleiding begon, maar waarin zij dat *niet* (meer) was toen de misleiding bekend werd, ten tweede de situatie waarin de markt inefficiënt was zowel toen de misleiding begon, als toen de misleiding bekend werd. Hierbij zij aangetekend dat ik voor beide situaties alleen het scenario zal bespreken waarin het bekend worden van de misleiding resulteerde in een buitengewoon heftige koersdaling, en dat ik het scenario waarin een koersreactie naar aanleiding van de corrigerende mededeling uitbleef, verder onbesproken laat. Voor het laatstgenoemde scenario geldt immers reeds op grond van het materiële recht dat de eisende beleggers geen recht hebben op schadevergoeding.⁵⁴⁹ Verder worden voor het vervolg twee (additionele) aannames gedaan. In de eerste plaats veronderstel ik dat (eventueel aan de hand van de in § 8.5.3.3 besproken methoden) in het processuele debat reeds is komen vast te staan dat sprake was van een normschending. Bij afwezigheid van een normschending is de schade (vergoedings)vraag immers niet (langer) relevant. In de tweede plaats neem ik aan dat in het processuele debat over de normschending inmiddels is komen vast te staan dat het bij de heftige koersdaling die intrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling inderdaad ging om een zogenoemde ‘overreactie’ (en dat deze koersdaling dus veel groter was dan de fundamentele waarde van de corrigerende mededeling rechtvaardigde).

549. Zie § 8.5.3.3 *sub b* respectievelijk *sub c* onder het tweede kopje ‘Een koersdaling blijft uit naar aanleiding van de corrigerende mededeling’.

HOOFDSTUK 8

b. Aan het begin van het tijdvak van de misleiding is de markt nog efficiënt, aan het eind van dit tijdvak is de markt inefficiënt; de inefficiëntie uit zich in de vorm van een overreactie

Voor het beantwoorden van de schade(vergoedings)vraag in de situatie waarin de fundamentele inefficiëntie tijdens het tijdvak van de misleiding is ontstaan (waarbij in dit geval in de eerste plaats kan worden gedacht aan de vorming van een zeepbel), moet worden vooropgesteld dat het vanuit materieelrechtelijk oogpunt in beginsel niet relevant is hoe de inefficiëntie en de koersinflatie zich over het tijdvak van de misleiding precies hebben ontwikkeld.⁵⁵⁰ Dat komt omdat in deze situatie op grond van het materiële recht geldt dat de koersschade die maximaal voor vergoeding in aanmerking komt, gelijk is aan het bedrag van de koersinflatie gecorrigeerd voor het effect van de overreactie.⁵⁵¹ Dus ook voor de beleggers die hun aandelen hebben gekocht toen de inefficiëntie reeds was ontstaan en die (mede) als gevolg van de misleiding daarvoor een veel te hoge prijs (de koersinflatie *inclusief het effect van de overreactie*) hebben betaald, is het materieelrechtelijk gezien in principe niet van belang welk bedrag zij precies te veel hebben betaald. Het enige wat van belang is, is wat het bedrag is aan *eigenlijke* koersinflatie – dus de koersinflatie geschoond voor het effect van de overreactie – dat zij als gevolg van de misleiding te veel hebben betaald. Het beantwoorden van de schade (vergoedings)vraag komt er in dit geval dus in de kern op neer dat wordt bepaald wat het bedrag is van de eigenlijke koersinflatie.

Dit bedrag kan op twee manieren worden verkregen. In de eerste plaats kan worden gekeken naar de residuele koersstijging die plaatsvond toen de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan. Aangezien de markt op dat moment nog niet fundamenteel *inefficiënt* was (dat is hier althans het uitgangspunt), vormt deze koersstijging in beginsel een

550. Bij de situatie waarin de markt aan het eind van het tijdvak van de misleiding inefficiënt was en waarin het bekend worden van de misleiding daardoor resulteerde in een overreactie, kan natuurlijk in de eerste worden gedacht aan het scenario waarin sprake was van een zeepbel in de koers (de koers noteerde met andere woorden ver *boven* de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel). Bij een overreactie kan echter ook worden gedacht aan het scenario waarin het bekend worden van de misleiding ertoe leidt dat beleggers hun aandelen massaal – ‘in paniek’ – verkopen, waardoor een zogenoemde ‘crash’ plaatsvindt (zie over de materieelrechtelijke complicaties van deze situatie § 7.4). Als gevolg van zo’n *crash* zal de koers enige tijd *beneden* de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel noteren.

551. Voor het Amerikaanse recht volgt dit uit het vereiste van *loss causation*. Voor het Nederlandse recht heb ik dit verdedigd in § 7.8.2.

betrouwbare maatstaf voor het bedrag van de eigenlijke koersinflatie.⁵⁵² Een tweede manier om dit bedrag te verkrijgen, is door met behulp van een *response coefficient* het koerseffect van de misleiding te schatten op het moment waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gepubliceerd.⁵⁵³ Voor de wijze waarop men dit doet, verwijs ik naar mijn bespreking van de (E)RC-methode in § 8.4.4.2.

c. De markt is gedurende het gehele tijdvak van de misleiding inefficiënt; de inefficiëntie aan het eind van het tijdvak van de misleiding uit zich in de vorm van een overreactie

In de situatie waarin de markt gedurende het gehele tijdvak van de misleiding inefficiënt was, zal het waarschijnlijk zo zijn dat het koerseffect van de misleiding van meet af niet representatief was voor de fundamentele waarde van de misleidende informatie. De markt was in deze situatie immers reeds fundamenteel inefficiënt toen de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan, dus reeds vanaf dat moment week het koerseffect van de misleiding af van wat het effect zou zijn geweest in een *fundamenteel efficiënte* markt. Er kunnen hier – grofweg – twee scenario's worden onderscheiden. Ofwel het koerseffect van de misleiding was *kleiner* dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigde, ofwel het koerseffect was *groter* dan de fundamentele waarde rechtvaardigde. Welke van de twee scenario's zich in het concrete geval voordeed, is van belang zowel voor de (hoogte van de) *feitelijk* door de beleggers geleden schade, als voor de (hoogte van de) *rechtens* aan de aansprakelijke toe te rekenen schade. Alvorens voor de hier besproken situatie de schade(vergoedings)vraag kan worden beantwoord, moet daarom eerst de *voorvraag* worden beantwoord of op het moment waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan, het koerseffect van de misleiding groter dan wel kleiner was dan het effect onder normale marktomstandigheden zou zijn geweest.

552. Zoals reeds herhaaldelijk gezegd, kan deze methode alleen maar worden toegepast wanneer (i) de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam, en (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt werd verwacht. Bestond de misleiding echter uit (i) het *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie), (ii) het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen, of (iii) werd de in de misleidende mededeling vervatte informatie reeds geheel of gedeeltelijk door de markt verwacht, dan werkt deze methode niet (althans, dan geeft zij onbetrouwbare uitkomsten).

553. Wat voor soort *response coefficient* voor deze schatting wordt gebruikt, hangt af van het soort informatie waarop de litigieuze mededeling betrekking had. Bestond de misleiding bijvoorbeeld uit het te gunstig voorstellen van financiële resultaten, dan gaat het hier uiteraard om een *earnings response coefficient*.

HOOFDSTUK 8

De wijze waarop kan worden bepaald of op het moment waarop de misleidende mededeling werd gedaan het koerseffect van de misleiding groter dan wel kleiner was dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie, hangt ervan af hoe de misleiding in concreto plaatsvond. Indien (i) de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam, *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt werd verwacht, kan hiervoor worden gekeken naar de koersreactie die plaatsvond toen de mededeling werd gepubliceerd. Werd op dat moment een – vanuit de fundamentele bezien – *onverwacht grote* koersstijging geobserveerd, dan is aannemelijk dat het koerseffect van de misleiding *groter* was dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigde. Werd echter een *onverwacht kleine* koersstijging geobserveerd (of werd wellicht in het geheel geen koersreactie geobserveerd), dan is aannemelijk dat het koerseffect van de misleiding *kleiner* was dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigde. Bestond de misleiding echter uit (i) het *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie), (ii) het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen, *of* (iii) werd de in de misleidende mededeling vervatte informatie reeds geheel of gedeeltelijk door de markt verwacht, dan mag men niet afgaan op de koersreactie die plaatsvond toen de mededeling werd gedaan (c.q. toen de litigieuze informatie werd achtergehouden).⁵⁵⁴ Om in dat geval een indruk te krijgen van het marktsentiment ten aanzien van het litigieuze aandeel rondom het tijdstip waarop de misleiding begon, zal moeten worden gekeken naar andere onverwachte – doch met (het onderwerp van) de litigieuze informatie vergelijkbare – informatie die rondom dat tijdstip door de onderzochte vennootschap werd gepubliceerd, en naar de koersreactie die deze informatie vervolgens teweegbracht.^{555, 556} Resulteerde deze andere informatie op het moment van publicatie in een *overreactie*, dan kan men ervan uitgaan dat de markt rondom het tijdstip waarop de misleidende mededeling (c.q. het tijdstip waarop de litigieuze informatie werd ach-

554. Voor de uitleg waarom men in dat geval niet mag afgaan op de koersreactie die plaatsvond toen de misleidende mededeling werd gepubliceerd, verwijs ik naar § 8.4.2.2.

555. Om een indruk te krijgen van het marktsentiment ten aanzien van het litigieuze aandeel rondom het tijdstip waarop de misleiding begon, kan eventueel ook nog worden gekeken naar (onverwachte) soortgelijke informatie die rondom dat tijdstip door sectorgenoten van de onderzochte beursvennootschap werd gepubliceerd, en naar de koersreactie die deze informatie vervolgens teweegbracht.

556. Ik wijs erop dat uiteraard ook in de situatie waarin de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling en de daarin vervatte informatie voor de markt als een *positieve* verrassing kwam, kan worden gekeken naar de koersreactie die plaatsvond naar aanleiding van de publicatie van andere onver-

tergehouden) overgevoelig op (materiële) informatie reageerde, en mag men in beginsel aannemen dat het koerseffect van de misleidende informatie *groter* was dan de fundamentele waarde rechtvaardigde. Resulteerde deze andere informatie daarentegen in een *onderreactie* (of vond wellicht in het geheel geen koersreactie plaats), dan is aannemelijk dat het koerseffect van de misleidende informatie *kleiner* was dan de fundamentele waarde rechtvaardigde.⁵⁵⁷

Wanneer eenmaal is vastgesteld in welke richting (op het moment waarop de misleidende mededeling werd gedaan) het koerseffect van de misleiding afweek van wat het effect onder normale marktomstandigheden zou zijn geweest (het koerseffect was ofwel *groter* dan de fundamentele waarde, ofwel het was *kleiner* dan de fundamentele waarde), kan vervolgens de schade(vergoeding) worden vastgesteld van de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht. Dit schade(vergoedings)vraagstuk werk ik hier alleen uit voor het scenario waarin het koerseffect van de misleiding *groter* was dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie, en niet voor het scenario waarin het koerseffect van de misleiding *kleiner* was dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie. Overigens wijs ik erop dat het in het laatstgenoemde scenario naar Amerikaans recht meestal zo zal zijn dat de aansprakelijkheid van de vennootschap wordt afgewezen. In dit scenario was op het moment waarop de misleidende mededeling werd gedaan immers sprake van een *onderreactie* ten aanzien van de litigieuze informatie, en dat betekent dat de markt in rechte waarschijnlijk niet voldoende (informationeel) efficiënt zal worden geacht om van het *fraud-on-the-market*-vermoeden te kunnen profiteren.

Voor het beantwoorden van de schade(vergoedings)vraag in de situatie waarin het koerseffect van de misleiding *groter* was dan de fundamentele

wachte – doch met (het onderwerp van) de litigieuze informatie vergelijkbare – informatie door de onderzochte beursvennootschap, teneinde een indruk te krijgen van het marktsentiment ten aanzien van het litigieuze aandeel rondom het tijdstip waarop de misleiding begon.

557. Een alternatieve manier om enig zicht te krijgen op het marktsentiment ten aanzien van het litigieuze aandeel rondom het tijdstip waarop de misleiding begon, is door een *content analysis* uit te voeren. Daar bedoel ik in dit geval mee dat alle relevante berichten in de (sociale) media en alle analistenrapporten die rondom dat tijdstip over de onderzochte vennootschap zijn verschenen systematisch worden geanalyseerd, en dat vervolgens wordt beoordeeld of de misleidende informatie (en indien de misleiding bestond uit het achterhouden van relevante informatie: de publicatie van andere – doch met (het onderwerp van) de litigieuze informatie vergelijkbare – informatie) door de markt werd opgepikt, en zo ja, of de markt aan deze informatie op dat moment enig belang hechtte.

HOOFDSTUK 8

waarde van de misleidende informatie en de koersinflatie derhalve van meet af aan was opgeblazen, geldt – evenals gold voor de hierboven *sub b* besproken situatie – dat het vanuit materieelrechtelijk oogpunt in beginsel niet relevant is hoe de fundamentele inefficiëntie en de koersinflatie zich over het tijdvak van de misleiding precies hebben ontwikkeld.⁵⁵⁸ Dat komt omdat in deze situatie op grond van het materiële recht geldt dat de koersschade die maximaal voor vergoeding in aanmerking komt, gelijk is aan het bedrag van de koersinflatie *gecorrigeerd voor het effect van de overreactie*.⁵⁵⁹ Dus ook al hebben alle beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht daarvoor (mede als gevolg van de misleiding) een veel te hoge prijs (de koersinflatie *inclusief het effect van de overreactie*) betaald, materieelrechtelijk gezien is het in principe niet van belang welk bedrag zij precies te veel hebben betaald. Het enige wat van belang is, is wat het bedrag is aan *eigenlijke* koersinflatie – dus de koersinflatie geschoond voor het effect van de overreactie – dat zij als gevolg van de misleiding te veel hebben betaald. Het beantwoorden van de schade(vergoedings)vraag komt er in de situatie waarin de koersinflatie van meet af aan was opgeblazen dus in de kern op neer dat wordt bepaald wat het bedrag is van de eigenlijke koersinflatie.

In tegenstelling tot de hierboven *sub b* besproken situatie waarin de markt alleen aan het eind van het tijdvak van de misleiding fundamenteel inefficiënt was, kan in de hier besproken situatie dit bedrag niet worden verkregen door te kijken naar de koersstijging die plaatsvond toen de misleidende mededeling werd gepubliceerd. Er was in dit geval immers sprake van een *overreactie* (dat is hier althans het uitgangspunt), waardoor met deze koersstijging het bedrag van de eigenlijke koersinflatie wordt overschat. De enige manier waarop in dit geval het bedrag van de eigenlijke koersinflatie kan worden verkregen, is door *bij wijze van veronderstelling* aan te nemen dat de markt (fundamenteel) *efficiënt* was

558. Bij de situatie waarin de koersinflatie van meet af aan groter was dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie, kan natuurlijk in de eerste plaats worden gedacht aan het scenario waarin sprake was van een zeepbel in de koers (de koers noteerde met andere woorden *ver boven* de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel). Men kan in dit verband echter ook denken aan het scenario waarin het bekend maken van de litigieuze informatie in de hypothetische situatie zonder misleiding tot gevolg zou hebben gehad dat beleggers hun aandelen massaal – ‘in paniek’ – verkopen, waardoor (bij afwezigheid van de misleiding) een zogenoemde ‘crash’ zou hebben plaatsgevonden (zie over de materieelrechtelijke complicaties van deze situatie § 7.4.4). Als gevolg van deze *crash* zou in de hypothetische situatie zonder misleiding de koers dan enige tijd *beneden* de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel hebben genoteerd.

559. Voor het Amerikaanse recht volgt dit uit het vereiste van *loss causation*. Voor het Nederlandse recht heb ik dit verdedigd in § 7.8.3.

HET BEWIJS VAN *RELIANCE*, *LOSS CAUSATION* EN *DAMAGES*

toen de misleidende mededeling werd gepubliceerd, en dat vervolgens met behulp van een *response coefficient* wordt geschat welk koerseffect de misleidende informatie op deze (veronderstelde) efficiënte markt zou hebben gehad.⁵⁶⁰ Ik verwijs naar mijn bespreking in § 8.5.3.3 *sub c* (onder het eerste kopje ‘Corrigerende mededeling resulteert in een heftige koersdaling’).

560. Vgl. Dunbar & Heller 2006, p. 515-516; Tabak 2015, p. 282-283. Vgl. ook De Jong 2010, p. 252.

Hoofdstuk 9. Het bewijs van causaal verband en koersschade naar Nederlands recht

9.1 Inleiding

Na de uitgebreide analyse van het bewijs van *reliance*, *loss causation* en *damages* naar Amerikaans recht, staat in dit hoofdstuk het bewijs van causaal verband en koersschade naar Nederlands recht centraal. Bij de analyse van het relevante bewijsrechtelijk kader naar Nederlands recht zullen de inzichten uit het Amerikaanse recht een belangrijke inspiratiebron vormen, en hierbij zal ik dankbaar gebruik maken van de in de Amerikaanse *securities fraud class actions* praktijk ontwikkelde methoden en technieken. Zo zie ik ook bij het processuele debat over (het bewijs van) het causaal verband en de koersschade in een aansprakelijkheidsprocedure die wordt beheerst door Nederlands (proces)recht, een voorname rol weggelegd voor de *event study*. En zo kan ook bij het debat over (het bewijs van) de *omvang* van de koersschade in een procedure naar Nederlands (proces)recht mijns inziens gebruik worden gemaakt van het in de Amerikaanse praktijk ontwikkelde raamwerk van de *price line* en *value line*, en van de in dat verband gehanteerde technieken *back casting* en *forward casting*. Verder merk ik op dat in dit hoofdstuk – evenals in hoofdstuk 5 – het eerdergenoemde onderscheid tussen enerzijds de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, en anderzijds de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, een belangrijke leidraad zal vormen bij de verdere inhoudelijke analyse.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. Ter introductie geef ik in § 9.2 eerst een korte beschrijving van het algemene bewijsrechtelijk kader van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichterijving. In § 9.3 ga ik vervolgens in op het bewijs van het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. In dat kader besteed ik onder meer aandacht aan de

HOOFDSTUK 9

wijze waarop de bewijslast van de belegger kan worden verlicht. In § 9.4 bespreek ik daarna het bewijs van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade c.q. het bewijs van het *bestaan* van (rechtens relevante) koersschade, het bewijs van de *omvang* van de koersschade en de processuele mogelijkheden van de gedaagde om de omvang van de *rechtens toerekenbare schade* – en in het verlengde daarvan – de omvang van de door hem te betalen *schadevergoeding*, te betwisten.

9.2 Het bewijsrechtelijk kader in grote lijnen geschetst

9.2.1 Inleiding

Volgens de hoofdregel van art. 150 Rv dient de belegger die in rechte schadevergoeding vordert, in beginsel het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) te stellen en – bij betwisting – te bewijzen tussen de misleidende informatie en de door hem gestelde koersschade.^{1,2} Voor het bewijs van het csqn-verband geldt dat niet is vereist dat honderd procent zekerheid bestaat over de vraag of de gestelde koersschade door de misleiding is veroorzaakt.³ Algemeen is aanvaard dat een ‘redelijke mate van waarschijnlijkheid’ in dit verband voldoende is.⁴ Daarnaast is het volgens de hoofdregel van art. 150 Rv in beginsel ook aan de belegger om

1. Zie over deze bewijslast in algemene zin Asser/Sieburgh 2017, nr. 76; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 46; Asser 2004, nr. 182; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.5.1-2.5.2.
2. Zie ook reeds § 1.4.1.
3. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 20.1; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.9.2; Akkermans 2002, p. 114-115; Akkermans 2009, p. 98-100; Giesen 2001, p. 115-116; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 17-18.
4. Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 20.1; De Jong 2010, p. 253. Ook wijs ik in dit verband op de uitspraken Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-034 d.d. 27 oktober 2015, r.o. 4.4.3 en Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2017-036 d.d. 6 november 2017, r.o. 4.8.3, waarin de Commissie van Beroep zich uitlaat over de bewijswaarderingsmaatstaf bij het bewijs van het csqn-verband tussen de informatieverzuimen van de bank (bestaande uit ten onrechte gegeven adviezen) en de beleggingsbeslissing van de belegger respectievelijk het bewijs van het csqn-verband tussen het informatieverzuim van een (beleggings) verzekeraar en de door de belegger gestelde beleggingsschade c.q. het bewijs van het bestaan van deze beleggingsschade. Ook de Rechtbank Noord-Nederland acht de maatstaf van een ‘redelijke mate van waarschijnlijkheid’ van toepassing bij het bewijs van het csqn-verband tussen het informatieverzuim van een (beleggings)verzekeraar en de (beleggings)beslissing van de afnemer van een beleggingsverzekering zo’n verzekering aan te gaan, zie Rb. Noord-Nederland 20 december 2017, ECLI:NL:RBNHO:2017:10528 (Vereniging Woekerpolis.NL e.a./SRLEV N.V.), r.o. 4.112.

het bestaan en de omvang van de door hem geleden koersschade te stellen en – bij betwisting – te bewijzen.⁵ Wel is de rechter op grond van art. 6:97 BW bevoegd de schade te begroten op de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld.⁶

In deze paragraaf zal ik als opstapje naar de inhoudelijke analyse in het vervolg van het hoofdstuk een korte beschrijving geven van het bewijsrechtelijk kader voor de beide in de Inleiding genoemde feitelijke grondslagen. Dat zal ik in § 9.2.2 eerst doen voor de feitelijke grondslag waarbij de eisende beleggers zich op het standpunt stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Daarna zal ik in § 9.2.3 kort het bewijsrechtelijk kader schetsen voor de beleggers die stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. In § 9.2.4 ga ik vervolgens in op de vraag hoe de overweging uit het World Online-arrest dat ‘ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade (...) in beginsel de gewone bewijsregels (...) gelden’,⁷ in de context van misleidende beursberichten nu precies moet worden verstaan.

9.2.2 *Eerste feitelijke grondslag: zonder de misleiding zou het litigieuze aandeel ook zijn gekocht, maar dan tegen een gunstigere prijs*

Leggen de beleggers aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dan is het aan hen om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat zij daardoor het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht, en dat zij nog aandeelhouder waren toen de misleiding geheel of gedeeltelijk bekend werd en de koersinflatie geheel of gedeeltelijk uit de koers liep. In de praktijk zal deze bewijslast er meestal op neerkomen dat de beleggers moeten aantonen hoe en wanneer de misleiding naar buiten is gekomen en de koersinflatie uit de koers is gelopen (waarmee dan meteen is gegeven dát er sprake was van koersinflatie). Uit het World Online-arrest volgt echter dat bij prospectusaansprakelijkheid óók de beleggers die stellen dat zij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *tegen een*

5. Aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

6. Zie over de bevoegdheid van de rechter om de schade te schatten reeds § 9.2.2, en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur.

7. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

HOOFDSTUK 9

gunstigere prijs zouden hebben gekocht, tevens moeten aantonen dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed.^{8,9} Of dit ook geldt in de andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid is vooralsnog onzeker.¹⁰ In Deel IV heb ik verdedigd het in ieder geval niet wenselijk te vinden om voor deze beleggers (in het kader van het causaal verband) de eis te stellen dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed.¹¹

Kan worden vastgesteld dat de eisende beleggers het litigieuze aandeel inderdaad tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht en zij nog aandeelhouder waren toen de koersinflatie weer geheel of gedeeltelijk uit de koers liep, dan staat daarmee vast dat zij als gevolg van de misleiding schade hebben geleden. Vervolgens is de vraag wat de *omvang* van deze schade is. Voor het beantwoorden van deze vraag zal moeten worden vastgesteld hoe het koersverloop van het litigieuze aandeel er in de hypothetische situatie zonder misleiding uit zou hebben gezien, en het is aan de eisende beleggers om dit hypothetische koersverloop aannemelijk te maken.¹² Lukt hun dat, dan kan de (omvang van de) schade vervolgens gemakkelijk worden vastgesteld. Voor de beleggers die hun aandeel tot na het (volledig) bekend worden van de misleiding hebben aangehouden, bedraagt de schade het bedrag van de door hen betaalde koersinflatie op het moment van aankoop.^{13,14} Voor de beleggers die hun aandeel tussentijds hebben verkocht, is de schade gelijk aan het verschil tussen de koersinflatie op het moment van aankoop en de

-
8. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4 en r.o. 4.11.1-4.11.2. Zie over dit aspect van het World Online-arrest reeds § 5.4.4.4.
 9. Ook de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij op de misleidende informatie hebben vertrouwd, en zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, moeten uiteraard aantonen dat hun beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed. Zie over het bewijsrechtelijk kader voor deze beleggers § 9.2.3 hierna.
 10. Zie § 5.4.5.
 11. Zie § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.
 12. Vgl. in dit verband de uitspraken Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd), r.o. 5.37 en Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022, r.o. 2.54 (beide uitspraken betreffen de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.).
 13. Zie § 5.5.2.2 *sub b*.
 14. Voor zover deze beleggers meer dan één aandeel hebben gekocht, moet – om het totale schadebedrag te krijgen – de koersinflatie op het moment van aankoop uiteraard nog worden vermenigvuldigd met het aantal gekochte aandelen. Zie verder § 9.4.4.3.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

koersinflatie op het moment van verkoop (de laatstgenoemde koersinflatie hebben deze beleggers met hun tussentijdse verkoop weer terugverdiend).^{15, 16}

Is de (omvang van de) schade eenmaal vastgesteld, dan wil dat nog niet zeggen dat het volledige schadebedrag voor vergoeding in aanmerking komt. Het is vervolgens aan de gedaagde om te beargumenteren¹⁷ (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te bewijzen) dat niet het volledige schadebedrag hem op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend.¹⁸ Hij zou in dit verband bijvoorbeeld kunnen aanvoeren dat de koersinflatie als gevolg van een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen, en dat voor zover het door de belegger gestelde koersverlies op deze afnemende marktwaarde is terug te voeren, dit hem niet kan worden toegerekend.¹⁹

9.2.3 Tweede feitelijke grondslag: zonder de misleiding zou het litigieuze aandeel in het geheel niet zijn gekocht

Leggen de beleggers aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel*

15. Zie § 5.5.2.2 *sub c*.

16. Voor zover deze beleggers meer dan één aandeel hebben gekocht en vervolgens weer (tussentijds) hebben verkocht, moet – om het totale schadebedrag te krijgen – het in de hoofdtekst genoemde bedrag uiteraard nog worden vermenigvuldigd met het desbetreffende aantal aandelen. Zie verder § 9.4.4.3.

17. Hartkamp en Sieburgh spreken in dit verband van een ‘*argumenteerlast*’ (curs. *ACWP*) van de aansprakelijke. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 2019 (6-IV), nr. 144; Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 82. Zie over de bewijslastverdeling in het kader van art. 6:98 BW ook Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 45; Asser 2004, nr. 182. Zie voor een ander geluid op dit punt Boonekamp, *Stelplicht en Bewijslast*, commentaar op art. 6:98 BW. A-G F.F. Langemeijer lijkt in punt 2.22-2.23 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2019:61, bij het 81 RO-arrest HR 8 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:326 (ABN AMRO Bank N.V./X) Boonekamp op dit punt te volgen.

18. De Hoge Raad lijkt in het World Online-arrest enigszins te miskennen dat het bij art. 6:98 BW niet in de eerste plaats om een *bewijslast*, maar om een *argumenteerlast* gaat. Zo overweegt hij dat ten aanzien van het causaal verband ex art. 6:98 BW ‘in beginsel de gewone *bewijsregels* (...) gelden’ (curs. *ACWP*), aldus HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

19. Zie over dit verweer uitgebreid § 5.5.2.3 *sub a* en *sub b*. Ik wijs erop dat de gedaagde dit toerekeningsverweer in stelling kan brengen zowel tegen de beleggers die hun aandelen vóór de officiële bekendwording van de misleiding weer hebben verkocht, als tegen de beleggers die hun aandelen tot na de bekendwording van de misleiding hebben aangehouden.

HOOFDSTUK 9

niet zouden hebben gekocht, dan rusten op hen in de eerste plaats de stelplicht en bewijslast – althans, wanneer aan de hoofdregel van art. 150 Rv wordt vastgehouden – dat zij bij afwezigheid van de misleidende informatie een andere beleggingsbeslissing zouden hebben genomen. Zij moeten met andere woorden aantonen dat zij (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan, dat hun beleggingsbeslissing aldus (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed en dat zij als gevolg daarvan in het litigieuze aandeel hebben geïnvesteerd.^{20, 21} Bij juiste en volledige informatie zouden zij dat niet hebben gedaan.

Daarnaast moeten de eisende beleggers aantonen dat het door hen gestelde koersverlies in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleiding (of anders gezegd: dat zij als gevolg van de misleiding schade hebben geleden).²² Dit betekent dat zij inzicht moeten geven in hun beleggingsgedrag in de hypothetische situatie zonder misleiding, en aannemelijk moeten maken dat zij in deze hypothetische situatie op een alternatief beleggingsobject een beter rendement zouden hebben behaald dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben behaald²³

-
20. Zie in dit verband bijvoorbeeld Rb. Amsterdam 25 juni 2008, ECLI:NL:RBAMS:2008:BD6614 (Fratini e.a./Peters e.a.), r.o. 4.2, waar de rechtbank netjes vasthoudt aan de feitelijke grondslag waarmee de eisende beleggers hun vordering hadden onderbouwd. Zie in dit verband ook Rb. 's-Gravenhage 20 oktober 2009, ECLI:NL:RBSGR:2009:BK0741 (X/Staat), r.o. 3.2 resp. 4.8 (bekrachtigd door Hof 's-Gravenhage 23 november 2010, *JOR* 2011/49, m.nt. P.J. van der Korst).
 21. Dit ligt iets genuanceerder voor het geval waarin de eisende belegger gebruikt maakt van *algorithmic trading* en waarbij zijn kooporder wordt 'getriggerd' door een koersbeweging die direct is terug te voeren op de misleidende informatie. In dat geval is de aankoopbeslissing van de belegger onmiskenbaar door de misleidende informatie beïnvloed, terwijl hij *niet* (direct) op de misleidende informatie is afgegaan. Wel zou men kunnen zeggen dat het algoritme (indirect) op de misleidende informatie 'is afgegaan', en in zoverre dus ook de belegger. Ik laat dit geval hier verder buiten beschouwing. Zie over dit geval ook de *Brief of Securities Law Scholars as Amici Curiae in Support of Respondent*, p. 10, voetnoot 6, in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258 (2014) ('Halliburton II').
 22. Zie in dit verband ook HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.), r.o. 3.7.1-3.7.2 over de stelplicht en de bewijslast wat het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) betreft tussen de zorgplichtschending van de bank en de door de belegger gestelde schade in de situatie waarin de bank (optredend als beleggingsadviseur) de belegger onjuist heeft geadviseerd en/of onvoldoende heeft gewaarschuwd voor de aan de voorgestelde belegging verbonden risico's.
 23. Zie in dit verband bijvoorbeeld het gemotiveerde betoog van de eisende beleggers in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 8.2 en r.o. 8.4.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

(althans, wanneer de door hen gestelde koersschade door de gedaagde gemotiveerd wordt betwist).²⁴ Hierbij moet worden aangetekend dat de relevante (peil)periode waarover het rendement wordt gemeten, afhangt van het tijdstip waarop de eisende belegger zijn aandeel heeft gekocht respectievelijk eventueel heeft verkocht.²⁵ Voor de belegger die het litigieuze aandeel tot na het bekend worden van de misleiding heeft aangehouden, betreft de relevante periode het tijdvak gelegen tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van de bekendwording van de misleiding. Voor de belegger die het aandeel tussentijds heeft verkocht, betreft de relevante periode het tijdvak gelegen tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van verkoop.

Kan worden vastgesteld dat de eisende beleggers in de hypothetische situatie zonder misleiding inderdaad een beter rendement zouden hebben behaald dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben behaald, dan staat daarmee vast dat zij als gevolg van de misleiding schade hebben geleden. De omvang van deze schade kan vervolgens gemakkelijk worden vastgesteld door het verschil te nemen tussen enerzijds het koersverlies dat zij thans hebben geleden (of de koerswinst die zij thans hebben behaald) in de *feitelijke situatie met misleiding*, en anderzijds het koersverlies dat zij zouden hebben geleden (of de koerswinst die zij zouden hebben behaald) in de *hypothetische situatie zonder misleiding*.^{26, 27} Het is vervolgens aan de gedaagde om te beargumenteren (en de bij wijze van verweer aange-

24. Voor een geval waarin nogal soepel met de in de hoofdtekst bedoelde bewijslast wordt omgegaan en waarin voor het rendement in de hypothetische situatie zonder normschending vrij gemakkelijk wordt aangeknoopt bij de wettelijke rente, wijs ik op het arrest Hof Den Haag 24 februari 2015, *JOR* 2015/147, m.nt. C.W.M. Lieverse (Van der Heiden/Van Meer-Van Santen e.a.), r.o. 16. Het oordeel van het hof is vermoedelijk te verklaren door de wijze waarop door de aansprakelijke partij verweer is gevoerd. Voor andere gevallen waarin nogal soepel met deze bewijslast wordt omgegaan en waarin vrij gemakkelijk wordt aangenomen dat de belegger zijn geld niet zou hebben belegd, maar op een spaarrekening respectievelijk depositierekening zou hebben laten staan als de beleggingsadviseur niet in zijn advisering zou zijn tekortgeschoten, wijs ik op de uitspraken Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2016-033 d.d. 11 oktober 2016, r.o. 4.5 en Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-15 d.d. 24 juli 2012, r.o. 3.9. Ook in de eerstgenoemde zaak had de aangesproken beleggingsadviseur op dit punt niet of nauwelijks verweer gevoerd.

25. Zie over deze kwestie uitgebreid § 5.5.3.1 *sub a*.

26. Voor zover de beleggers meer dan één aandeel hebben gekocht, moet – om het totale schadebedrag te krijgen – het in de hoofdtekst genoemde bedrag uiteraard nog worden vermenigvuldigd met het aantal gekochte aandelen.

27. Ik wijs erop dat om voor schadevergoeding in aanmerking te komen, het dus niet noodzakelijkerwijs zo hoeft te zijn dat de eisende belegger in de feitelijke situatie (in absolute zin) koersverlies heeft geleden.

HOOFDSTUK 9

voerde feiten te stellen en – bij betwisting – te bewijzen) dat niet het volledige bedrag van de aldus vastgestelde schade hem op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend. Het meest voor de hand liggende verweer dat hij in dit verband kan voeren is dat het door de beleggers gestelde koersverlies primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren), zodat het niet (volledig) voor vergoeding in aanmerking dient te komen.²⁸ De gedaagde zal hiermee zijn vergoedingsplicht ten minste willen beperken tot het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie.

In de situatie waarin de eisende beleggers aanvoeren dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, zal het processuele debat over de vraag of de misleidende informatie tot koersinflatie heeft geleid dus in beginsel volledig worden gevoerd in het kader van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. Wanneer het processuele debat over de koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel staat van het toerekeningsverband, is de gehele analyse zoals die volgt uit § 9.4.2 voor de situatie waarin dit debat in de sleutel staat van het csqn-verband – met wat geringe aanpassingen – van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat de gehele processuele constellatie spiegelbeeldig moet worden bekeken. Uit het World Online-arrest zou men echter kunnen afleiden dat bij prospectusaansprakelijkheid geldt dat ook wanneer de eisende beleggers stellen dat zij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, het aan hen is om te bewijzen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, en zo ja, met welk bedrag (in plaats van dat het aan de gedaagde is om te bewijzen dat de misleidende informatie de koers *niet* heeft beïnvloed). Ik wijs in dit verband op de overweging dat ‘ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade (...) in beginsel de gewone bewijsregels (...) gelden’.²⁹ Deze overweging wordt hierna besproken.

28. Voor zover de belegger tevens vergoeding vordert van koerswinst die in de hypothetische situatie zonder misleiding zou zijn behaald op een alternatieve belegging, is een ander verweer dat de gedaagde zou kunnen voeren (dat overigens in het verlengde ligt van het in de hoofdtekst genoemde verweer), dat gedeerde koerswinst op hypothetische beleggingen hem niet op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend. Zie in dit verband § 5.5.3.2 *sub b*.

29. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

9.2.4 *Hoge Raad in World Online: 'ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade gelden in beginsel de gewone bewijsregels'*

De regel uit het World Online-arrest dat bij het bewijs van het bestaan (en de omvang) van de schade in beginsel de gewone regels van stelplicht en bewijslast van toepassing zijn, heeft mijns inziens voor beide genoemde feitelijke grondslagen een verschillende betekenis (althans, heeft voor beide feitelijke grondslagen in de praktijk een verschillende uitwerking). Ik zal dit voor beide grondslagen toelichten.

Voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, betekent de regel volgens mij niet zo veel bijzonders. Zij betekent mijns inziens niets meer dan dat het aan de eisende beleggers is om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat zij daardoor het litigieuze aandeel tegen een geïnfleerde koers hebben gekocht, en dat zij nog aandeelhouder waren toen de misleiding geheel of gedeeltelijk bekend werd en de koersinflatie geheel of gedeeltelijk uit de koers liep.

Voor de beleggers daarentegen die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, houdt de regel naar mijn oordeel in, dat het aan hen is om aan tonen dat zij in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatief beleggingsobject een beter rendement zouden hebben behaald dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben behaald (althans, wanneer de door hen gestelde koersschade door de gedaagde gemotiveerd wordt betwist). Men zou ook kunnen zeggen dat het aan de eisende beleggers is om te bewijzen dat het door hen *gestelde* koersverlies in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleiding.³⁰ Komt in het processuele debat vast te staan dat zij bij afwezigheid van de misleiding hun geld in een oude sok zouden hebben gestopt (of wellicht realistischer: op een spaarrekening zouden hebben gezet of in een risicoloze staatsobligatie zouden hebben geïnvesteerd),³¹ dan behelst deze bewijsopdracht niets meer dan het bewijs dat

30. Vgl. HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.), r.o. 3.7.1-3.7.2.

31. Gemakshalve abstraheer ik hier even van het rendement dat in de hypothetische situatie zonder misleiding zou zijn behaald op een spaarrekening of staatsobligatie.

HOOFDSTUK 9

de koers van het litigieuze aandeel in de feitelijke situatie over de relevante peilperiode per saldo is gedaald.³²

Voor de laatstgenoemde beleggers is echter niet uit te sluiten dat de Hoge Raad met de overweging dat bij het bewijs van het bestaan (en de omvang) van de schade de gewone regels van stelplicht en bewijslast van toepassing zijn bedoelt, dat deze beleggers *tevens* moeten aantonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed.³³ De Hoge Raad is deze beleggers immers reeds in hun bewijslast tegemoet gekomen bij het bewijs van de stelling dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, en dan vindt hij het wellicht onredelijk om de gedaagde tevens op te zadelen met de bewijslast ten aanzien van de koersinvloed van de misleidende informatie. Dit laatste zou namelijk betekenen dat de beleggers voor de vraag of hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, noch voor de vraag of de misleidende informatie tot koersinflatie heeft geleid, initieel enige bewijslast dragen. Het (door de Hoge Raad wellicht beoogde) resultaat dat ook de beleggers die stellen dat zij bij afwezigheid het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht moeten aantonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, kan worden bereikt door in de context van misleidende beursberichten alleen (door misleiding veroorzaakte) *koersinflatie* aan te merken als *rechtens relevante* schade, en door de bewuste overweging uit het World Online-arrest vervolgens aldus te lezen dat het aan de eisende beleggers is om aan te tonen dat zij als gevolg van de misleiding rechtens *relevante schade* hebben geleden.

In hoofdstuk 5 heb ik uiteengezet dat het vooralsnog onzeker is of het door de Hoge Raad in het World Online-arrest toegepaste vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing slechts van toepassing is bij prospectusaansprakelijkheid,³⁴ of dat het

32. Met 'over de relevante peilperiode per saldo dalen' bedoel ik dat de koers aan het eind van de peilperiode (het moment waarop de misleiding bekend is geworden, dan wel – wanneer de belegger zijn aandeel tussentijds heeft verkocht – het moment van verkoop) lager is dan de koers aan het begin van de peilperiode (het moment van aankoop). Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog is gestegen, maar zij is over de genoemde periode in dat geval alleen minder gestegen dan zij is gedaald.

33. Zie over deze overweging ook reeds De Jong 2010, p. 257, p. 274 en p. 300.

34. Ik wijs erop dat de Hoge Raad zelf niet spreekt in termen van een 'vermoeden'. Volgens de Hoge Raad zal 'tot uitgangspunt mogen dienen' dat causaal verband aanwezig is tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger, aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2. In § 9.3.3.2 zal ik uitleggen waarom de hier door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie mijns inziens niets anders is dan een vermoeden.

ook van toepassing is in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid.³⁵ Wanneer het World Online-arrest op de eerstgenoemde wijze moet worden uitgelegd, geldt ook voor mijn opmerking van zojuist over de (mogelijke interpretatie van de) overweging betreffende de toepasselijkheid van de gewone regels van stelplicht en bewijslast bij het bewijs van de schade, dat deze slechts betrekking heeft op de situatie van *prospectusaansprakelijkheid*. Dat ook de beleggers die stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht eventueel zouden moeten aantonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, hangt immers nauw samen met het feit dat zij bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing reeds in hun bewijslast tegemoet zijn gekomen.

9.3 Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing

9.3.1 Inleiding

In deze paragraaf staat het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger centraal. In § 9.3.2 zal ik eerst ingaan op de vraag wat het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing precies inhoudt, en hoe dit bewijs praktisch gezien kan worden geleverd. In dit verband behandel ik achtereenvolgens de bewijslast van de eisende belegger bij (de veronderstelde) toepassing van de hoofdregel van art. 150 Rv (§ 9.3.2.1), en een aantal procesrechtelijke mogelijkheden om de belegger in zijn (zware) bewijslast tegemoet te komen (§ 9.3.2.2). In § 9.3.3 wordt vervolgens ingegaan op het feitelijk vermoeden als instrument om de bewijslast van de belegger bij het bewijs van causaal verband te verlichten. Verschillende manieren om een vermoeden van causaal verband te construeren zullen hierbij aan bod komen. Daarna bespreek ik in § 9.3.4 de zogenoemde ‘proportionele benadering’ als oplossing voor een onzeker causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Ik sluit in § 9.3.5 af met een korte rechtsvergelijkende beschouwing betreffende het Amerikaanse recht.

Volledigheidshalve wijs ik er nogmaals op dat de vraag of de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed, mijns inziens alleen relevant is voor de beleggers die stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet*

35. Zie § 5.4.5.

HOOFDSTUK 9

zouden hebben gekocht.³⁶ Eventuele problemen ten aanzien van het *bewijs* van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing zijn wat mij betreft dus alleen aan de orde bij de laatstgenoemde beleggers. Uit het World Online-arrest volgt echter dat bij *prospectus*-aansprakelijkheid óók voor de beleggers die stellen dat zij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *tegen een gunstigere prijs* zouden hebben gekocht, voor het aannemen van causaal verband de eis geldt dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed.³⁷ Dit betekent dat bij prospectusaansprakelijkheid de genoemde bewijsproblemen eventueel ook bij de laatstgenoemde beleggers kunnen spelen. Of ook in de andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist – dus ongeacht de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed, is vooralsnog onzeker.³⁸

9.3.2 *Bewijslast van de eisende belegger*

9.3.2.1 *Bewijslast bij toepassing van (de hoofdregel van) art. 150 Rv*

Bij toepassing van de hoofdregel van art. 150 Rv is het aan de belegger om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat hij direct (door eigen lezing) of indirect (door af te gaan op een adviseur, berichten in de media en/of opinies in de markt) op de misleidende informatie is afgegaan, en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed.³⁹ De belegger zal met andere woorden inzicht moeten geven in zijn handelen ten tijde van (en voorafgaand aan) de aankoop van het litigieuze aandeel, en in de overwegingen die hij destijds had om het aandeel te kopen, en in het verlengde daarvan zal hij inzicht moeten geven in de geestestoestand die hij *zou hebben gehad* als de misleiding achterwege zou zijn gebleven.⁴⁰ Er is een aantal manieren waarop de belegger aan deze bewijslast kan voldoen.⁴¹

36. Zie § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.

37. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4 en r.o. 4.11.1-4.11.2. Zie over dit aspect van het World Online-arrest reeds § 5.4.4.4.

38. Zie § 5.4.5.

39. Zie over deze bewijslast ook De Jong 2010, p. 257-258.

40. De Jong wijst er mijns inziens terecht op dat wanneer de belegger belegt via het zogenoemde 'vrije hand'-vermogensbeheer, het hier zal gaan om de overwegingen van de vermogensbeheerder, die vervolgens aan de belegger kunnen worden toegerekend. Zie De Jong 2010, p. 257. Zie in dit verband ook 't Hart 2005, p. 130.

41. Ik wijs erop dat de hier genoemde bewijsmiddelen elkaar niet uit hoeven te sluiten. In de praktijk is het dus goed denkbaar dat de verschillende bewijsmiddelen worden gecombineerd.

In de eerste plaats kan de belegger zelf – bijvoorbeeld in de vorm van een getuigenverhoor – een verklaring afleggen over zijn handelen (en zijn daaraan ten grondslag liggende overwegingen) ten tijde van de aankoop van het litigieuze aandeel.⁴² Hierbij dient natuurlijk wel meteen de kanttekening te worden geplaatst dat een verklaring afgelegd door de belegger zelf in de meeste gevallen niet erg betrouwbaar zal zijn.⁴³ De beweegredenen van de belegger om het aandeel al dan niet te kopen vormen immers nu juist onderwerp van geschil.⁴⁴ Die beperkte betrouwbaarheid van een door een procespartij afgelegde verklaring over feiten waarvoor hij de bewijslast draagt, is overigens ook precies de reden waarom de wetgever in algemene zin heeft bepaald dat een verklaring die door een procespartij ter comparitie of bij gelegenheid van een getuigenverhoor of descende is afgelegd omtrent door haar te bewijzen feiten, geen bewijs in het voordeel van die partij kan opleveren (zie art. 88 lid 4 respectievelijk art. 179 lid 4 Rv).⁴⁵ En die beperkte betrouwbaarheid van zo'n door een procespartij afgelegde verklaring is ook de reden waarom de wetgever in algemene zin heeft bepaald dat een verklaring die een procespartij als (*partij*)getuige – onder ede – heeft afgelegd omtrent door haar te bewijzen feiten, slechte *beperkte* bewijskracht heeft (zie art. 164 lid 2 Rv). Ook zo'n partijgetuigenverklaring kan immers geen bewijs in het voordeel die partij opleveren, maar zij kan wel dienen ter aanvulling van onvolledig bewijs, aldus art. 164 lid 2 Rv.⁴⁶ Naast het feit dat de belegger zelf een verklaring kan afleggen over zijn handelen (en zijn daaraan ten grondslag liggende overwegingen) ten tijde van de aankoop van het litigieuze aandeel, kan hij natuurlijk ook iemand anders hierover laten

42. Zie De Jong 2010, p. 257. Zie in dit verband bijvoorbeeld ook het gemotiveerde betoog van de eisende beleggers in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 4.7-4.10. Overigens ging het in deze zaak om misleiding bij het aanbieden van effecten buiten het beurssegment. Zie in verband met de hier bedoelde bewijslast ook het betoog van de eisende beleggers in de Amerikaanse zaak Liberty Media Corp. v. Vivendi Universal S.A., 923 F.Supp.2d 511, 533-536 (S.D.N.Y. 2013).

43. Zie over dit probleem naar Amerikaans recht onder meer de uitspraak Eckstein v. Balcor Film Investors, 8 F.3d 1121, 1130 (7th Cir. 1993). Zie hierover in de Amerikaanse literatuur Fisch 2013, p. 901-902.

44. Vgl. Schild 2009, p. 256.

45. Zie over art. 88 lid 4 en art. 179 lid 4 Rv uitgebreid Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nrs. 48, 52, 165, 257 en 263.

46. Zie over art. 164 lid 2 Rv uitgebreid Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nrs. 48, 52, 79, 257 en 263 en Thoe Schwartzberg 2013, nr. 36. En zie over de beperkte bewijskracht van de door een belegger als *partijgetuige* (onder ede) afgelegde verklaring ook Hof Amsterdam 4 juni 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1658 (X/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 2.5.

HOOFDSTUK 9

verklaren,⁴⁷ waarbij bijvoorbeeld is te denken aan zijn beleggingsadviseur.⁴⁸ In tegenstelling tot een partijgetuigenverklaring, heeft een getuigenverklaring (die volgens de voorschriften van art. 163 e.v. Rv is) afgelegd door een ‘onafhankelijke’ derde in beginsel wel volledige bewijskracht.

In de tweede plaats zou de belegger transcripties kunnen overleggen van telefoongesprekken die zijn gevoerd met een beursorderlijn of met een adviseur, en/of gespreksaantekeningen en bevestigingen kunnen overleggen van gesprekken die zijn gevoerd met (medewerkers van) de beleggingsonderneming van wiens diensten de belegger gebruik maakt, en deze bescheiden vervolgens als productie in het proces kunnen inbrengen.⁴⁹ Dergelijke bewijsstukken zouden bijvoorbeeld aanwijzingen kunnen bevatten voor het feit dat de belegger voorafgaand aan zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan, en ook zouden deze stukken informatie kunnen bevatten over de beweegredenen van de belegger om het litigieuze aandeel al dan niet te kopen. Het voordeel van deze manier van bewijslevering is dat transcripties van opgenomen telefoongesprekken en gespreksverslagen volwaardige bewijsmiddelen zijn, en zij derhalve niet de beperkte bewijskracht hebben van een partijgetuigenverklaring.

In verband met het bewijs van gesprekken die zijn gevoerd met (medewerkers van) de beleggingsonderneming van wiens diensten de belegger gebruikmaakt, wijs ik terzijde nog op de verplichtingen die voor beleggingsondernemingen voortvloeien uit art. 16 lid 6 en lid 7 MiFID II⁵⁰ en die zijn geïmplementeerd in het Besluit gedragstoezicht financiële onder-

47. Vgl. in dit verband het arrest Hof 's-Hertogenbosch 9 september 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:3526 (Van Valen/Maatschap Goos-van Gool e.a.), r.o. 15.4.1-15.4.14. In deze zaak stelde een groep tuinders de (middellijk) bestuurders van Rova Breda BV aansprakelijk wegens het onbetaald blijven van geleverde tuinbouwproducten. Zij stelden mede op basis van aan hen verstrekte misleidende informatie (in concreto ging het om een misleidende ‘kolommenbalans’) te zijn doorgegaan met leveren. Deze zaak had dus geen betrekking op misleiding van *beleggers* door een *beursvennootschap* en dientengevolge door *beleggers* geleden *koersschade*.

48. Zie in dit verband bijvoorbeeld het vonnis Rb. Amsterdam 25 juni 2008, ECLI:NL:RBAMS:2008:BD6614 (Fratini e.a./Peters e.a.), r.o. 3.7-3.8. In deze zaak probeerden de eisende beleggers aan de hand van een in het geding ingebrachte verklaring van hun beleggingsadviseur te bewijzen dat hun beleggingsbeslissing daadwerkelijk – zij het *indirect*, namelijk door het bestuderen van de litigieuze jaarrekeningen door de adviseur – door de misleidende informatie was beïnvloed.

49. Zie in dit verband reeds De Jong 2010, p. 257; Du Perron & Van Luyn 2004, p. 294-298.

50. Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L 173/349). Ik wijs erop dat de voorschriften over het bijhouden van gegevens als bedoeld in art. 16 lid 6 en lid 7 MiFID II nader worden uitgewerkt in art. 72-76 van de Gedelegeerde Verordening MiFID II (Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 2017/565 van de Commissie (*PbEU* 2017, L 87/1)).

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

nemingen Wft (hierna: 'Bgfo').⁵¹ Op grond van art. 35 lid 1 Bgfo is een beleggingsonderneming verplicht gegevens bij te houden over onder meer alle door haar verleende beleggingsdiensten.⁵² Op grond van art. 35 lid 2 Bgfo omvat het bijhouden van gegevens als bedoeld in het eerste lid het opnemen van telefoongesprekken, het vastleggen van rechtstreeks met de cliënt gevoerde gesprekken en elektronische communicatie die zijn gericht op onder meer het verlenen van diensten inzake het ontvangen, doorgeven en uitvoeren van orders voor cliënten, ongeacht of deze diensten ook daadwerkelijk zijn verleend.⁵³ De zojuist bedoelde gegevens dienen op grond van art. 35 lid 3 Bgfo vijf jaar te worden bewaard.⁵⁴ Verder dient een beleggingsonderneming op grond van art. 35.0a lid 1 Bgfo maatregelen te nemen voor de opname en opslag van telefoongesprekken en elektronische communicatie tussen de beleggingsonderneming en haar cliënten die zijn gericht op het verrichten van transacties in financiële instrumenten.⁵⁵ Het behoeft weinig toelichting dat de in art. 35 Bgfo bedoelde gegevens kunnen dienen als bewijs voor de voorwaarden van de door cliënten gegeven orders en de overeenstemming met transacties die door de beleggingsondernemingen zijn verricht.⁵⁶ De beleggingsonderneming dient de opnames of verslagen van de gesprekken als bedoeld in art. 35 Bgfo dan ook op verzoek aan de cliënt te verstrekken, aldus art. 51a lid 2 Bgfo.⁵⁷

Ik keer weer terug naar het bewijs dat de beleggingsbeslissing (direct of indirect) door de misleiding is beïnvloed. Een derde manier waarop de belegger aan deze bewijslast kan voldoen, is door inzicht te geven in zijn beleggingsgedrag en/of -profiel, en door aan de hand daarvan aannemelijk proberen te maken dat hij bij juiste en volledige informatie het litigieuze aandeel niet (of althans niet tegen dezelfde voorwaarden) zou hebben gekocht.⁵⁸ Bestaat de misleiding er bijvoorbeeld uit dat een

51. Zie over de verplichtingen van art. 16 lid 6 en lid 7 MiFID II in de literatuur Busch 2015, p. 97-98; Silverentand & Sprecher 2012, p. 145-156; Grundmann-van de Krol 2011, § 5.

52. Art. 35 lid 1 Bgfo is de implementatie van art. 16 lid 6 MiFID II.

53. Art. 35 lid 2 Bgfo is de implementatie van art. 16 lid 7, eerste, tweede en zevende alinea, MiFID II.

54. Art. 35 lid 3 Bgfo is de implementatie van art. 16 lid 7, negende alinea, MiFID II.

55. Art. 35.0a lid 1 Bgfo is de implementatie van art. 16 lid 7, derde alinea, MiFID II.

56. Zie in dit verband ook overweging 57, eerste alinea van de considerans van de MiFID II.

57. Art. 51a lid 2 Bgfo is de implementatie van art. 16 lid 7, negende alinea, MiFID II.

58. Zie reeds Pijls 2009a, p. 186.

HOOFDSTUK 9

belangrijk aan het aandeel verbonden risico is verzwegen en kan de belegger aantonen dat hij in het verleden alleen in staatsobligaties en aandelen met een laag risicoprofiel heeft belegd, dan is niet waarschijnlijk dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht.⁵⁹ Hierbij teken ik aan dat wat het te verschaffen inzicht betreft in het beleggingsgedrag en/of -beleid, van een professionele belegger mijns inziens doorgaans iets meer kan worden verwacht dan van een particuliere belegger.⁶⁰ Voor de professionele belegger zal deze bewijslast in de regel dus wat zwaarder drukken.

De hier besproken bewijslast wat het causaal verband betreft tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing wordt in de praktijk (ook door professionele beleggers) als nogal zwaar ervaren.^{61, 62} Daar bestaan

-
59. Vgl. in dit verband het gemotiveerde betoog van de eisende beleggers in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 8.2 en r.o. 8.4, al wijs ik erop dat het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing in deze zaak lijkt te worden afgedaan op het punt van de *stelplicht*. Vgl. ook in het kader van het door een beleggingsonderneming (in een vermogens-beheerrelatie) schenden van de bijzondere zorgplicht wegens het de belegger niet adviseren van de litigieuze belegging af te zien Hof Arnhem-Leeuwarden 5 juli 2016, ECLI:NL:GHARL:2016:5454 (Invinco GmbH/X), r.o. 6.6 (het cassatieberoep tegen dit arrest is op het punt van de schadevaststelling met toepassing van art. 81 RO verworpen, zie HR 24 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:3018). En vgl. ook in het kader van het door de bank (in een adviesrelatie) schenden van de bijzondere zorgplicht wegens het niet (tijdig) vastleggen van het risicoprofiel van de belegger de arresten Hof Amsterdam 31 januari 2012, *JOR* 2012/115, m.nt. K. Frielink, r.o. 3.14-3.23 en Hof Amsterdam 4 juni 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1658, r.o. 2.5.3-2.5.4 (beide arresten betreffen de zaak X/ ABN AMRO Bank N.V.). In het laatstgenoemde arrest slaagde de belegger overigens niet in zijn bewijsopdracht.
60. Dat bij het te verschaffen inzicht in het beleggingsgedrag en/of -beleid het nodige van een professionele belegger kan worden verwacht, zou men onder meer kunnen afleiden uit de (mijns inziens uitstekend gemotiveerde) uitspraak CBB 26 april 2016, ECLI:NL:CBB:2016:93, *JOR* 2016/160, m.nt. C.W.M. Lieveerse (DNB/Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken e.a.). Hierbij teken ik aan dat het in deze uitspraak ging om een geschil tussen een pensioenfonds en de (prudentiële) toezichthouder over (de omvang van) aan te houden goudreserves, en dat deze uitspraak geen misleidingszaak betrof.
61. Zie in dit verband onder meer ook De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 317; Fisch 2013, p. 902; Vandendriessche 2011, nr. 64-65; De Jong 2010, p. 258; Schild 2009, p. 256.
62. Vgl. in verband met de hier bedoelde (zware) bewijslast ook – in het kader van het door een benadeelde gedaan beroep op de vernietigingsgronden van art. 3:44 en art. 6:228 BW – HR 4 september 2009, *NJ* 2009/398 (X en Y/Alternatieve Bouw en Ontwikkelingscombinatie Wateringseveld B.V.), r.o. 3.4.2. Zie ook punt 12-14 van de conclusie van A-G J.L.R.A. Huydecoper, ECLI:NL:PHR:2013:BY6183, bij het 81 RO-arrest HR 22 februari 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY6183 (Alternatieve Bouw en Ontwikkelingscombinatie Wateringseveld B.V./X en Y).

verschillende verklaringen voor.⁶³ In de eerste plaats zal het vaak zo zijn dat de hiervoor bedoelde bescheiden en/of bewijsstukken simpelweg niet (meer) beschikbaar zijn, zodat de belegger niet (meer) kan aantonen dat hij daadwerkelijk van de misleidende informatie heeft kennis genomen, en zijn beleggingsbeslissing daardoor is beïnvloed. In de tweede plaats laat een belegger die actief is op de beurs zich bij zijn beleggingsbeslissingen in het algemeen leiden door een veelheid van factoren, en maakt hij daarbij gebruik van een veelheid van informatiebronnen. Hierdoor zal vaak achteraf niet meer zijn te achterhalen of bij de beslissing van de belegger om het litigieuze aandeel te kopen óók de misleidende informatie een rol heeft gespeeld, en of hij bij juiste en volledige informatie inderdaad anders zou hebben beslist. Daar komt nog bij dat de relevantie van bepaalde informatie naar zijn aard contextueel is bepaald, zodat meestal moeilijk is vast te stellen wat de litigieuze informatie voor de individuele belegger in het concrete geval nog toevoegde aan de veelheid van informatie waarover hij reeds beschikte.⁶⁴

Dat het bij het bewijs van de stelling dat de beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed om een nogal zware bewijslast gaat, geldt overigens in het bijzonder voor de belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht.⁶⁵ Bij juiste en volledige informatie zou het aandeel immers tegen een gunstigere prijs zijn verhandeld en zou het in principe een ‘normaal’ aandeel zijn geweest met een marktconform risico-/rendementprofiel (daar mag men althans van uitgaan). De belegger zou in dat geval dus wellicht bereid zijn geweest het aandeel tegen deze lagere prijs te kopen.⁶⁶ De stelling dat het aandeel zonder de misleiding *in het geheel niet* zou zijn gekocht (en dus ook niet tegen een gunstigere prijs), hoeft derhalve niet zonder meer geloofwaardig te zijn.⁶⁷

63. Zie voor deze verklaringen in de Amerikaanse rechtspraak onder meer de uitspraak Blackie Barrack, 524 F.2d 891, 908-909 (9th Cir. 1975). En zie in dit verband ook de *dissenting opinion* van Judge Reinhardt bij de uitspraak Binder v. Gillespie, 184 F.3d 1059, 1068-1069 (9th Cir.1999).

64. Ik wijs erop dat het er bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing niet (louter) om gaat of de *maatman*-belegger door de litigieuze informatie is misleid, maar (vooral) of de *individuele* belegger in het concrete geval hierdoor is misleid. Zie in dit verband ook Pijs & Van Boom 2010, p. 197-198.

65. Zie hierover ook reeds § 5.3.5.

66. Vgl. Fox 2005a, p. 514; Fox 2005b, p. 1549.

67. Mijns inziens wordt dit ook terecht onderkend in de uitspraken Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd), r.o. 5.38 en Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022, r.o. 2.54 (beide uitspraken betreffen de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.). In gelijke zin Fox 2005a, p. 514 en p. 516, voetnoot 40; De Jong 2010, p. 258.

HOOFDSTUK 9

Ook de Hoge Raad heeft in het World Online-arrest erkend dat het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing in de praktijk tot problemen kan leiden. Hij verwoordde dit als volgt:⁶⁸

‘Dat bewijs is (...) problematisch, omdat 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.’

Dit betekent dat de bewijslast van de belegger moet worden verlicht, omdat anders de met de effectenrechtelijke informatieverplichtingen beoogde bescherming van beleggers in de praktijk illusoir kan worden. In het World Online-arrest komt de Hoge Raad de belegger in zijn bewijslast tegemoet door een soort vermoeden van causaal verband aan te nemen. Ik kom daar straks op terug.

9.3.2.2 *Het verlichten van de bewijslast*

Voor het verlichten van de bewijslast van de belegger bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing dienen zich verschillende oplossingen aan.⁶⁹ Twee oplossingen die wat mij betreft als eerste voor toepassing in aanmerking komen, zijn het vermoeden en het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid (en in het verlengde van de laatstgenoemde oplossing het leerstuk van het verlies van een kans).⁷⁰ Een andere oplossing waar men in eerste instantie wellicht ook aan zou denken, te weten het instrument van de verzwaarde motiveringsplicht zoals we dat kennen uit de sfeer van de aansprakelijkheid van beroepsbeoefenaren (met name artsen),⁷¹ is voor

68. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1, derde en vierde volzin.

69. Zie in dit verband ook de verschillende oplossingen die ik heb besproken in § 1.4.

70. Zie over deze oplossingen § 1.4.2.3 respectievelijk § 1.4.3.

71. Zie over de verzwaarde motiveringsplicht § 9.4.2.2.

het hier bedoelde probleem mijns inziens niet geschikt.⁷² De relatie tussen een individuele belegger en een beursvennootschap is namelijk geen (pre)contractuele, waarin wederzijdse onderzoeks- en informatieplichten gelden. Dit betekent dat de vennootschap in beginsel niet over informatie zal beschikken over de beweegredenen van de belegger om het litigieuze aandeel al dan niet te kopen. Het heeft om die reden dan ook weinig zin om de aansprakelijk gestelde vennootschap de verplichting op te leggen om in het kader van zijn gemotiveerde betwisting van de stellingen van de belegger, de laatstgenoemde informatie voor eventuele bewijslevering te verschaffen.⁷³

Voor de eerstgenoemde oplossing kunnen drie varianten worden onderscheiden, te weten (i) het wettelijk vermoeden; (ii) het jurisprudentieel vermoeden (waarbij uiteraard in de eerste plaats kan worden gedacht aan de bekende omkeringsregel); en (iii) het feitelijk of rechterlijk vermoeden.⁷⁴ Voor het onderhavige onderzoek is in principe alleen het derde type vermoeden relevant; de eerste twee typen zijn in beginsel niet van belang. Het eerste type vermoeden is niet relevant, omdat de (voor het onderhavige onderzoek) relevante wettelijke gronden van aansprakelijkheid niet voorzien in een omkering van de bewijslast. Het jurisprudentieel vermoeden bestaande uit toepassing van de omkeringsregel is niet relevant, omdat op grond van de huidige rechtspraak van de Hoge

-
72. Vgl. in dit verband Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd) (Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.), r.o. 5.36. In deze zaak stelde (onder meer) een groep onbetaald gebleven crediteuren van vennootschap CSS System Integration B.V. de bestuurders van de beursgenoteerde moedervennootschap CSS Holdings N.V. aansprakelijk op grond van onder meer art. 2:139 BW wegens het publiceren van misleidende financiële verslaggeving. In het kader van het (bewijs van het) causaal verband tussen (het publiceren van) de misleidende verslaggeving en de door de crediteuren gestelde schade moet vervolgens de vraag worden beantwoord of bij afwezigheid van de misleiding de crediteuren al dan niet bereid zouden zijn geweest tot leveranties aan CSS SI. De rechtbank oordeelt weliswaar terecht dat de stelplicht en bewijslast op dit punt op de benadeelde crediteuren rusten, maar zegt vervolgens dat de aangesproken bestuurders hun aanknopingspunten moeten verschaffen voor het door hen te leveren bewijs. De rechtbank zadelt de bestuurders derhalve op met een verzwaarde motiveringsplicht.
73. Zie over toepassing van het instrument van de verzwaarde motiveringsplicht bij de door een financiële dienstverlener geschonden zorgplicht en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggingsschade Du Perron & Van Luyn 2004, p. 293. Zie ook de *JOR*-noot Voerman (sub 8) onder HR 11 juli 2008, *JOR* 2008/272 (Van Haeren e.a./Fortisbank NV).
74. Met onder meer Asser en Giesen ben ik van mening dat het feitelijk vermoeden moet worden onderscheiden van de figuur van de zogenoemde ‘voorhandse aannemelijkheid’, zie Asser *Procesrecht/Asser* 3 2017, nr. 295 en nr. 303 en Asser 2004, nr. 44 respectievelijk Giesen 2001, p. 68-69. Zie hierover reeds § 1.4.2.3 *sub b*.

HOOFDSTUK 9

Raad mag worden aangenomen dat deze regel alleen (nog maar) van toepassing is bij schending van verkeers- en/of veiligheidsnormen,⁷⁵ en we bij misleiding van het beleggende publiek vanzelfsprekend niet met dergelijke normen van doen hebben.^{76, 77}

Voor het onderhavige onderzoek is dus in principe alleen het derde type vermoeden relevant, en daarom zal ik alleen dit type vermoeden als instrument om de bewijslast van de belegger mee te verlichten in het hiernavolgende verder analyseren (zie § 9.3.3). Wel moet hierbij worden aangetekend, dat wanneer één van de hierna te bespreken (constructies van) feitelijke vermoedens op een zeker moment zijn weg weet te vinden naar de rechtspraak en het na verloop van tijd wellicht op grote schaal wordt toegepast, het vermoeden daarmee de status van ‘jurisprudentieel vermoeden’ kan verkrijgen.^{78, 79} In zoverre zou men dus kunnen zeggen

-
75. Aldus onder meer Klaassen 2012a, p. 9; Akkermans & Van Dijk 2012, § 5 en § 7; Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Giesen 2009, p. 84-85; Schild 2009, p. 258. Vgl. echter Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 49.5 en nr. 54. Ik wijs erop dat A-G T. Hartlief in punt 3.36 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2017:430, bij HR 22 september 2017, ECLI:NL:HR:2017:2452 (X/Y en Z) de omkeringsregel wel een toelaatbare oplossing lijkt te vinden voor het verlichten van de bewijslast ten aanzien van het causaal verband tussen enerzijds het door een accountant tekortschieten in zijn waarschuwingsplicht en anderzijds de (ondernemings)beslissing(en) die zijn cliënt vervolgens heeft genomen. Zie in dit verband ook punt 3.12 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2017:1100, bij het 81 RO-arrest HR 1 december 2017, ECLI:NL:HR:2017:3051 (X/Y en Z), waarin hij enige ruimte ziet voor het toepassen van de omkeringsregel bij schending van *waarschuwingsverplichtingen*.
76. Zie in dit verband ook mijn opmerkingen over de omkeringsregel in § 1.4.2.3 *sub c*.
77. Het jurisprudentieel vermoeden is voor het onderhavige onderzoek wel relevant, voor zover de door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructies in de effectenlease-arresten respectievelijk het World Online-arrest als zodanig kunnen worden geduid. Ik kom hier nog over te spreken. Zie in dit verband ook reeds § 1.4.4.1 respectievelijk § 1.4.4.3.
78. In de praktijk zal het echter altijd zo zijn dat een bepaald in de rechtspraak toegepast vermoeden pas de status van ‘jurisprudentieel vermoeden’ zal krijgen, wanneer de Hoge Raad het als zodanig heeft aanvaard en het daarmee tot (ongeschreven) regel heeft ‘gepromoveerd’.
79. Ik wijs erop dat de juiste kwalificatie van een door de rechter gehanteerd vermoeden (feitelijk of jurisprudentieel), niet louter een academische kwestie betreft. Heeft een bepaald vermoeden namelijk eenmaal de status van ‘regel’ verworven, dan is de rechter in beginsel niet langer vrij het desbetreffende vermoeden al dan niet toe te passen. De rechter is dan in principe *verplicht* het vermoeden toe te passen. In het verlengde hiervan kan het onderscheid tussen feitelijk en jurisprudentieel vermoeden ook van belang zijn voor de toetsing in cassatie.

dat ook het jurisprudentieel vermoeden voor het onderhavige onderzoek van belang is.⁸⁰

Verder zal ik in het vervolg van deze paragraaf ook ingaan op het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid en – in het verlengde daarvan – het leerstuk van (de vergoeding van) het verlies van een kans als oplossing voor een onzeker causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger. Deze oplossingen krijgen echter een minder uitputtende behandeling dan het feitelijk vermoeden, omdat ik – mede gelet op de in het Fortis/Bourgonje-arrest door de Hoge Raad benadrukte terughoudendheid –⁸¹ niet verwacht dat deze oplossingen in de rechtspraak als ‘succesnummer’ zullen ‘doorbreken’.⁸² Ik verwijz naar mijn analyse van het Fortis/Bourgonje-arrest in § 1.4.4.2.

Volledigheidshalve wijs ik er nog op dat de hier bedoelde bewijslastverlichting wat mij betreft alleen maar nodig is voor de beleggers die stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht.⁸³ Ik acht haar niet nodig voor de beleggers die stellen dat zij ook zonder de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Voor de laatstgenoemde beleggers is voor het aannemen van causaal verband mijns inziens immers niet vereist dat hun beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed.⁸⁴ Voor deze beleggers acht ik in beginsel al voldoende dat komt vast te staan dat zij als gevolg van de misleiding hun aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht.⁸⁵

80. Zo zou men bijvoorbeeld het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde ‘uitgangspunt’ voor het (bewijs van het) causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger kunnen beschouwen als een jurisprudentieel vermoeden. Zie ook § 9.3.3.2 *sub b*.

81. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, *JOR* 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls (Fortis/Bourgonje), r.o. 3.8-3.9.

82. Ik benadruk dat ik hier louter het oog op de toepassing van het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid of het leerstuk van het verlies van een kans als oplossing voor een onzeker causaal verband *tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing*. Ik heb het hier niet over de toepassing van (één van) deze leerstukken als oplossing voor causaliteitsonzekerheid ten aanzien van één van de opvolgende schakels in het causaal verband. Over de laatstgenoemde onzekerheid kom ik in het vervolg van dit hoofdstuk nog te spreken.

83. Zie in gelijke zin reeds eerder De Jong 2010, p. 259-260.

84. Zie § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.

85. Om voor schadevergoeding in aanmerking te komen, moeten deze beleggers uiteraard nog wel aantonen dat de door hen betaalde koersinflatie op een zeker moment weer uit de koers is gelopen (en zij toen het aandeel nog niet hadden verkocht).

HOOFDSTUK 9

9.3.3 *Het verlichten van de bewijslast door middel van toepassing van een feitelijk vermoeden*

9.3.3.1 *Inleiding*

Het eerste instrument dat hier wordt besproken om de bewijslast van de belegger bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing te verlichten, is het feitelijk of rechterlijk vermoeden (dat ik hierna zal aanduiden met de eerstgenoemde term).⁸⁶ Het feitelijk vermoeden betreft een manier van redeneren waarbij de rechter, tegen de achtergrond van de hem toekomende vrijheid in het kader van de bewijswaardering, op grond van *indirect* bewijs een bepaald feit op voorhand bewezen acht.⁸⁷ In de context van het causaal verband betekent het toepassen van een vermoeden dat de rechter uit een of meer hulpfeiten de aanwezigheid van (het door de benadeelde te bewijzen) causaal verband afleidt. Verschillende manieren waarop het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing kan worden geconstrueerd, zullen in het hiernavolgende de revue passeren. In § 9.3.3.2 zal ik eerst de constructie bespreken van het aannemen van een vermoeden van causaal verband op grond van de vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven, gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger. Hierbij zal onder meer worden ingegaan op het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde ‘uitgangspunt’. Daarna zal ik in § 9.3.3.3 ingaan op twee alternatieve constructies voor het vermoeden die De Jong in zijn dissertatie heeft uitgewerkt. De voor- en nadelen van beide alternatieve constructies zullen worden vergeleken met de voor- en nadelen van de in § 9.3.3.2 besproken constructie, en vervolgens zal ik uitleggen waarom de alternatieve constructies in principe niet mijn voorkeur hebben. In § 9.3.3.4 zal daarna worden besproken op welke wijze het vermoeden door de gedaagde kan worden weerlegd.

9.3.3.2 *Het aannemen van een vermoeden op basis van een vastgestelde normschending; het World Online-arrest*

a. Inleiding

De meest voor de hand liggende manier om het vermoeden te construeren, is om op basis van de vaststelling dat de vennootschap *misleidende*

86. Zie over het instrument van het feitelijk vermoeden § 1.4.2.3 *sub b*.

87. Snijders, Klaassen & Meijer 2017, nr. 214; Asser Procesrecht/Asser 3 2017, nr. 303; Asser 2004, nr. 44; Pitlo/Rutgers & Krans 2014, nr. 43; Giesen 2001, p. 64-65 en p. 68; Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010, p. 20.

informatie heeft verspreid (dan wel een *misleidend* beeld heeft gecreëerd door relevante informatie achter te houden) gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger, behoudens tegenbewijs aan te nemen dat sprake is van causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing van deze belegger. Uit de vaststelling dat de litigieuze informatie voor de *maatman*-belegger *misleidend* was (of anders gezegd: de vaststelling dat jegens de *maatman*-belegger (en daarmee jegens het beleggende publiek *in abstracto*) onrechtmatig is gehandeld), wordt met andere woorden afgeleid dat ook de *individuele* belegger in het concrete geval door de misleidende informatie op het verkeerde been is gezet en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed.⁸⁸ Dit is in essentie de constructie die de Hoge Raad toepaste in het World Online-arrest.⁸⁹

b. Algemene beschouwing over het bewijs van het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid in World Online

Zoals in hoofdstuk 5 al naar voren is gekomen, heeft de Hoge Raad in het World Online-arrest belangrijke overwegingen gewijd aan het bewijs van het causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid.⁹⁰ De desbetreffende overwegingen worden vooraf gegaan door een algemene beschouwing omtrent het misleidingsbegrip. Voor het aanmerken van een bepaalde onjuiste en/of onvolledige mededeling als misleidend (en daarmee het gedrag van de openbaarmaker van de mededeling als onrechtmatig), is volgens de Hoge Raad *niet* vereist dat de belegger daadwerkelijk van de mededeling heeft kennisgenomen en hierdoor is beïnvloed.⁹¹ Hiervoor is slechts vereist dat de gestelde onjuistheid en/of onvolledigheid van voldoende materieel belang is om de *maatman*-

88. Zie over deze constructie reeds De Jong 2010, p. 269-273.

89. De constructie waarbij op basis van het feit dat de vennootschap een *misleidend* prospectus heeft gepubliceerd (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger) voorshands wordt aangenomen dat sprake is van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de in concreto eisende belegger, lijkt ook al te zijn toegepast door het Hof Amsterdam in het oude Nederlandse Agrarische Industrie-arrest (Hof Amsterdam 24 juni 1953, *NJ* 1954/573 (Polak/N.V. Nederlandse Agrarische Industrie e.a.), zie over dit arrest ook Franx 2017, p. 229-230). Wel moet ik hierbij aantekenen dat niet helemaal duidelijk is of in deze zaak het bewijs van causaal verband (voorshands) geleverd wordt geacht op grond van *indirect* bewijs (er wordt met andere woorden gewerkt met een (feitelijk) vermoeden van causaal verband), dan wel dat het (voorshands) geleverd wordt geacht op grond van *direct* bewijs. Zie voor een duidelijk voorbeeld van de laatstgenoemde constructie uit de rechtspraak over beleggingsschade Hof Arnhem-Leeuwarden 20 oktober 2016, ECLI:NL:GHARL:2015:7904, *JOR* 2016/64, m.nt. F.P.C. Strijbos, r.o. 4.23.

90. Zie § 5.4.4.4.

91. HR 27 november 2009, *NJ* 2010/43, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4 slot.

HOOFDSTUK 9

belegger te kunnen misleiden. Pas in het kader van de vaststelling van de omvang van de aansprakelijkheid jegens een *individuele* belegger komt aan de orde of en, zo ja, in hoeverre deze bij zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld, aldus de Hoge Raad.⁹² Over het causaal verband oordeelt hij vervolgens als volgt:⁹³

‘(...) In beginsel draagt de belegger (...) de stelplicht en bewijslast ter zake van het [csqn]-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch (...). De (...) bewijsproblemen ter zake van het [csqn]-verband brengen mee dat de door de (oude en nieuwe) prospectusrichtlijn beoogde bescherming van beleggers (...) in de praktijk illusoir kan worden. Daarbij verdient opmerking dat die richtlijn weliswaar de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor misleidende mededelingen in het prospectus niet harmoniseert, maar dat de nieuwe prospectusrichtlijn aan de Lidstaten wel de verplichting oplegt ervoor zorg te dragen dat de nationale wettelijke bepalingen inzake [civielrechtelijke] aansprakelijkheid van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus vermelde informatie (...). *Dat brengt mee dat een effectieve rechtsbescherming geboden moet worden volgens de regels van het nationale recht.*

(...) Met het oog op die 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 [csqn]-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is.* Dit betekent derhalve dat *in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan.* De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (...) tot de conclusie komen dat *voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat.*’ (curs. en toevoegingen ACWP)

De Hoge Raad komt de belegger dus in zijn zware bewijslast tegemoet, door op basis van de vaststelling dat het gepubliceerde prospectus (voor de maatman-belegger) *misleidend* is op voorhand als vaststaand aan te nemen dat causaal verband (in de zin van het csqn-verband) aanwezig is tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de individuele belegger.⁹⁴ Hoewel

92. Idem.

93. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

94. Zie over dit onderdeel van het World Online-arrest ook Busch 2018, p. 496-499; Franx 2017, p. 231-235; Franx 2015, p. 98-99 en p. 109-110; De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 318-319; Giesen & Maes 2014, p. 228; Klaassen 2013, p. 146-151; Klaassen 2012a, p. 11-15; Akkermans & Van Dijk 2012, § 4; Rutten 2012, p. 248; De Jong 2011a, p. 364-366; Giesen 2010, p. 127-128. Eerder schreef ik hierover reeds met Van Boom, zie Pijls & Van Boom 2010, p. 194-200.

de Hoge Raad het woord ‘omkering’ in alle opzichten vermijdt, en hij zelf spreekt in termen van ‘tot uitgangspunt dienen’ en ‘in beginsel aannemen’, is de constructie die hij hier hanteert in essentie mijns inziens niets anders dan (de toepassing van) een vermoeden.⁹⁵ De belegger wordt immers bij voorbaat ontheven van de last om bewijsmateriaal naar voren te brengen voor de stelling dat zijn beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed.⁹⁶ Het is daarentegen de openbaarmaker van het misleidende prospectus die als eerste aan zet is om aannemelijk te maken dat geen causaal verband bestaat tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. In feite komt deze constructie dus neer op (het toepassen van) een omkering van de bewijsleveringslast.⁹⁷ Men mag deze constructie uitdrukkelijk niet verwarren met die van omkering van het bewijsrisico. Daarvan lijkt hier geen sprake te zijn (al zal het daar in de praktijk wel vaak op uitdraaien).⁹⁸ Weet de openbaarmaker ten aanzien van het op voorhand aangenomen causaal verband namelijk voldoende twijfel te zaaien, dan wordt de vordering van de belegger onverkort afgewezen, zo begrijp ik de redenering van de Hoge Raad.⁹⁹ Niettemin impliceert de hier gehanteerde oplossing onmiskenbaar een verlichting van het op de belegger rustende bewijsrisico, aangezien de kans dat het zich aan zijn kant realiseert, aanzienlijk afneemt.

Een interessant aspect van het door de Hoge Raad geformuleerde vermoeden is dat zijn toepassing niet is beperkt tot één concrete zaak, maar dat het in beginsel *steeds* van toepassing is wanneer een uitgevende instelling (en/of een emissie begeleidende bank) een misleidend prospectus heeft gepubliceerd en daarmee jegens het beleggende publiek onrechtmatig heeft gehandeld.¹⁰⁰ De Hoge Raad overweegt immers expliciet dat

95. Anders *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.7. Giesen twijfelt of de door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie wel kan worden aangemerkt als een vermoeden, zie Giesen 2010, p. 127-128. In een bijdrage uit 2014 van Giesen in samenwerking met Maes, lijkt echter ook Giesen aan te nemen dat het hier om een vermoeden gaat, zie Giesen & Maes 2014, p. 228.

96. Deze passage is gedeeltelijk ontleend aan Pijls & Van Boom 2010, p. 196.

97. Aldus ook Rb. Limburg 9 mei 2018, ECLI:NL:RBLIM:2018:4295 (X/Staatsloterij B.V.), r.o. 4.5.3.

98. In de literatuur heeft onder meer Asser erop gewezen dat algemeen jurisprudentiële vermoedens op de verdeling van het bewijsrisico een uitwerking hebben die in de praktijk niet of nauwelijks verschilt van het effect van omkering van het bewijsrisico. Zie Asser *Procesrecht/Asser* 3 2017, nr. 266, Asser 2004, nr. 46 en Asser in zijn *NJ-noot* (sub 13-14) onder HR 29 november 2002, *NJ* 2004/305 (Kastelijn/Gemeente Achtkarspelen). Zie in dit verband ook Boonekamp, *Stelplicht en Bewijslast*, 4.3.2 (Tegendeelbewijs).

99. Dan ontstaat het zogenoemde ‘non liquet’.

100. Aldus ook Klaassen 2012a, p. 12; Klaassen 2013, p. 147. Het vermoeden werd mijns inziens dan ook terecht toegepast in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 8.4.

HOOFDSTUK 9

‘in beginsel aangenomen *moet* worden’ (curs. *ACWP*) dat de belegger bij juiste en volledige informatie een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen. Het vermoeden draagt daarmee meer het karakter van een ‘regel’, en derhalve zou men het kunnen aanmerken als ‘jurisprudentieel vermoeden’.

Een ander interessant aspect van het door de Hoge Raad gehanteerde vermoeden is, dat het een sterk normatief karakter heeft. Louter op basis van algemene ervaringsregels en op basis van de feiten zoals die zich in de World Online-zaak aandienden, is het namelijk niet goed te verklaren.¹⁰¹ Zo is een feit van algemene bekendheid dat de gemiddelde belegger van het prospectus, gereglementeerde informatie¹⁰² of gepubliceerde voorwetenschap geen kennis neemt;¹⁰³ zijn beleggingsbeslissing kan er dus ook niet door zijn beïnvloed. Daarnaast is voor de meeste beleggers zeer te betwijfelen of zij – in een tijd waarin men als een dief van eigen portemonnee werd beschouwd als men niet (actief) in internetfondsen belegde! – bij een in alle opzichten onberispelijk prospectus daadwerkelijk een andere beleggingsbeslissing zouden hebben genomen. De door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie vormt daarmee een aansprekend voorbeeld van hoe de stelplicht en bewijslast in dienst kunnen worden gesteld van de handhaving van een bepaalde gedragsnorm in het concrete geval (in dit geval de verplichting om een juist en volledig prospectus te publiceren), en – in het verlengde daarvan – in dienst van (het waarborgen van) een effectieve rechtsbescherming ten behoeve van degene tot wiens bescherming de norm strekt (in dit geval de belegger die aandelen koopt op de publieke effectmarkt).¹⁰⁴

101. Vgl. Klaassen 2012a, p. 13; Klaassen 2013, p. 147.

102. Zie voor de wettelijke definitie van ‘gereglementeerde informatie’ art. 1:1 Wft.

103. Aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.3. Zie hierover ook Franx 2017, p. 239-240; Hijink 2010, p. 352-353; Grundmann-Van de Krol 2009, p. 166-172; Scheltema & Scheltema 2009, p. 88-90; Eisma 2007, p. 34; Vandendriessche 2011, nr. 4 en nr. 68; Van Dyck 2009, nr. 70-76 (met uitgebreide verwijzingen).

104. Vgl. Asser 2010, p. 87, alwaar hij wijst op het *normatieve* karakter van de in de effectenlease-arresten door de Hoge Raad gehanteerde bewijslastconstructie. Voor een aansprekend voorbeeld van de toepassing van een feitelijk vermoeden met een sterk normatief karakter uit de rechtspraak van het KiFiD, wijs ik op de uitspraak Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2017-033A d.d. 25 oktober 2017. In deze uitspraak hanteerde de Commissie van Beroep een vermoeden van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) in de situatie waarin de bank haar bijzondere zorgplicht had geschonden ten opzichte van een belegger met wie zij geen contractuele relatie had. Het betrof hier dus een zogenoemd ‘Safe Haven’-geval. Zie r.o. 4.3 over het (bewijs van het) causaal verband: ‘(...) Weliswaar is niet uit te sluiten dat PDT had getracht via een andere wijze de gelden op vergelijkbare wijze te

Afgezien van het belang van het feit dat de Hoge Raad (na de effectenlease-arresten)¹⁰⁵ wederom voor een jegens beleggers geschonden informatieverplichting een jurisprudentieel vermoeden introduceert, is het belang van deze beslissing vooral gelegen in de materieelrechtelijke grondslag van dit vermoeden.¹⁰⁶ Deze grondslag betreft het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel (ook wel aangeduid als het ‘doeltreffendheidsbeginsel’), dat in dit geval van zich doet spreken in zijn gedaante van het beginsel van (het waarborgen van) effectieve rechtsbescherming.¹⁰⁷ Voor zover ik weet, is dit de eerste keer dat de Hoge Raad door middel van een EU-conforme interpretatie van art. 150 Rv een vermoeden van causaal verband introduceert. De Hoge Raad wijst hierbij op de beschermende strekking van de oude Prospectusrichtlijn¹⁰⁸ (inmiddels vervangen door de Prospectusverordening)¹⁰⁹ en beroept zich specifiek op art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening), waarin is bepaald dat de lidstaten er zorg voor dragen dat hun wettelijke bepalingen inzake civielrechtelijke aansprakelijkheid¹¹⁰ van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie.¹¹¹ De redenering is dat de

beleggen. Echter, zij had (...) daarbij een andere intermediair nodig gehad met toegang tot de beurs. Ook voor die instelling had de wettelijke verplichting gegolden dat zij niet zonder nader onderzoek (...) haar diensten had mogen verlenen. *Uitgangspunt moet daarbij zijn dat als een dergelijke andere instelling was aangezocht, deze instelling aan die verplichting had voldaan. Een andere uitleg zou een effectieve werking van het vergunningstelsel waarbij de (particuliere) belegger beschermd wordt tegen financiële instellingen die zonder vergunning hun diensten aanbieden, op ontoelaatbare wijze doorkruisen (...).*’ (curs. ACWP). Zie voor een ander voorbeeld uit de KiFiD-rechtspraak de uitspraak Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-22 d.d. 19 november 2012, r.o. 4.3.2.

105. HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182-184, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199-200, m.nt. C.W.M. Lieverse; *JA* 2009/116-118, m.nt. W.H. van Boom onder *JA* 2009/118.
106. Deze passage is gedeeltelijk ontleend aan Pijls & Van Boom 2010, p. 196-197.
107. Zie over de betekenis van het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel bij de doorwerking van EU-recht in het nationale privaatrecht uitgebreid Asser/Hartkamp 2019 (3-1), nr. 109-130. Zie in dit verband ook Tjong Tjin Tai 2011, p. 790-797. En zie specifiek over de betekenis van het effectiviteitsbeginsel in het kader van de (handhaving van de) Prospectusverordening Busch 2019 en in het kader van de (handhaving van de) verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)) Busch 2018.
108. Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2003, L 345/64).
109. Verordening (EU) 2017/1129 (*PbEU* 2017, L 168/12).
110. In art. 11 lid 2 Prospectusverordening wordt in dit verband de term ‘burgerrechtelijke aansprakelijkheid’ gebruikt. Mijns inziens is dit een minder gelukkige vertaling van de Engelse term ‘civil liability’.
111. Zie over art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn ook de analyse van Franx 2017, p. 95-97; Franx 2015, p. 104 e.v. en Franx 2004, § 3.

HOOFDSTUK 9

effectieve werking van het EU-recht (men zou ook kunnen zeggen: de ‘volle’ werking van het EU-recht) met zich brengt dat deze aansprakelijkheid in de nationale rechtsorde effectief (of doeltreffend) gerealiseerd moet kunnen worden.¹¹² Zou te strikt aan de hoofdregel van art. 150 Rv worden vastgehouden, dan dreigt deze aansprakelijkheid illusoir te worden, aldus is de gedachte. In Deel IV heb ik uiteengezet waarom ik art. 11 lid 2 van de Prospectusverordening – uitgelegd in het licht van het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel – niet zo’n overtuigende grondslag vind voor het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband.¹¹³ Dat betoog zal ik hier niet herhalen.

c. Het vermoeden kan door de gedaagde worden weerlegd

Het door de rechter op voorhand als vaststaand aan te nemen causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, kan door de gedaagde worden weerlegd. De Hoge Raad formuleert dit als volgt:¹¹⁴

‘(...) De rechter kan (...) naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gereede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat (...).’

Vervolgens noemt de Hoge Raad nog een tweetal (voorbeelden van) verweren waarmee de gedaagde het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing kan (proberen te) ontzenuwen. Over de door de Hoge Raad genoemde verweren en mogelijke andere verweren kom ik in § 9.3.3.4 te spreken, dus ik ga er hier niet verder op in. Ik volsta hier met de opmerking dat ik de overweging dat ‘de rechter (...) naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (...) tot de conclusie [kan] komen *dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat*’ (toevoeging en curs. *ACWP*), ongelukkig

112. Een andere belangrijke toepassing van het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel met vergaande rechtsgevolgen voor de nationale rechtsorde is zoals bekend de verplichting voor de nationale rechter om nationale bepalingen die de implementatie vormen van consumentenbeschermende Unierichtlijnen en eventueel de sanctie(s) die van toepassing (is) bij schending van deze bepalingen, ambtshalve toe te passen. Zie in dit verband bijvoorbeeld het arrest HR 12 februari 2016, ECLI:NL:HR:2016:236, NJ 2017/282, m.nt. J. Hijma (Lindorf B.V./X), r.o. 3.8.1-3.9.

113. Zie § 5.4.5 en § 6.2.4.2 *sub c*.

114. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2.

vind geformuleerd.¹¹⁵ Gelet op het feit dat het door de Hoge Raad geformuleerde uitgangspunt het karakter draagt van een regel ('in beginsel moet aangenomen worden dat (...)') (curs. *ACWP*), heeft in het concrete geval in beginsel immers steeds te gelden dat causaal verband aanwezig is tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Ongeacht de over en weer aangevoerde argumenten geldt het door de Hoge Raad geformuleerde uitgangspunt in beginsel dus steeds onverkort. Iets anders is dat de rechter naar aanleiding van het door de gedaagde gevoerde verweer tot de conclusie kan komen dat het op voorhand als vaststaand aangenomen causaal verband moet worden geacht te zijn weerlegd. Dat doet er echter niet aan af dat (in het processuele debat) het *uitgangspunt* was dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed. De door de Hoge Raad gebezigde formulering lijkt evenwel te suggereren dat het door hem geformuleerde uitgangspunt reeds *bij voorbaat* kan worden geacht buiten toepassing te zijn verklaard. Volgens mij is dat niet wat de Hoge Raad bedoelt. Het was daarom volgens mij zuiverder geweest, wanneer hij had overwogen dat 'de rechter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten tot de conclusie kan komen dat het op voorhand als vaststaand aangenomen causaal verband is weerlegd', of iets van die strekking.

d. De reikwijdte van het door de Hoge Raad geformuleerde uitgangspunt
Tot slot sta ik stil bij de reikwijdte van het door de Hoge Raad geformuleerde uitgangspunt. Is dat alleen van toepassing bij *prospectus-*

115. Voor een voorbeeld uit de rechtspraak waarin het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde uitgangspunt in beginsel wordt toegepast, maar waarin de rechter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten tot de conclusie komt dat dit uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat, wijs ik op het arrest Hof 's-Hertogenbosch 22 juni 2010, ECLI:NL:GHSHE:2010:BM9516 (X/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4. Dit arrest ging overigens niet over *prospectusaansprakelijkheid*. Het ging in dit arrest om een particuliere optiebelegger die zijn bank aansprakelijk had gesteld wegens het schenden van de bijzondere zorgplicht. Kennelijk was het hof van mening dat het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde uitgangspunt ook in een dergelijk geval kan worden toegepast. Voor een ander voorbeeld uit de rechtspraak waarin het door de Hoge Raad geformuleerde uitgangspunt bij wijze van veronderstelling wordt toegepast, en waarin de rechter vervolgens tot de conclusie komt dat de aangesproken partij het vermoeden heeft weerlegd, wijs ik op het vonnis Rb. Limburg 9 mei 2018, ECLI:NL:RBLIM:2018:4295 (X/Staatsloterij B.V.), r.o. 4.5.4. Interessant is dat de rechtbank ten aanzien van dit uitgangspunt refereert aan 'de omkeringsregel'. Ook deze zaak ging niet over *prospectusaansprakelijkheid*. In deze zaak stelde een individuele deelnemer aan de Nederlandse Staatsloterij de vennootschap Staatsloterij B.V. aansprakelijk voor door hem beweerdelijk geleden schade, omdat de Staatsloterij in de periode 2000 tot 2008 misleidende mededelingen had gedaan over – in de kern – de winkansen van een bepaalde categorie hoge(re) prijzen.

HOOFDSTUK 9

aansprakelijkheid of is het ook van toepassing in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid?¹¹⁶ Bij het antwoord op deze vraag moet mijns inziens worden onderscheiden tussen enerzijds de situatie waarin de misleiding bestaat uit het publiceren van misleidende financiële verslaggeving (schending van een *periodieke* informatieverplichting), en anderzijds de situatie waarin de misleiding bestaat uit het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten (schending van een *incidentele* informatieverplichting en/of het verbod tot *informatiemanipulatie*).¹¹⁷

In de eerstgenoemde situatie zal de Hoge Raad denk ik een vergelijkbare bewijslastconstructie toepassen. De redenering die de Hoge Raad in het World Online-arrest volgt om de bewijslast van de belegger bij prospectusaansprakelijkheid te verlichten, kan namelijk gemakkelijk worden getransponeerd naar de situatie waarin sprake is van aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving.¹¹⁸ Zo wijst de Hoge Raad er in de eerste plaats op dat met de oude Prospectusrichtlijn (inmiddels vervangen door de Prospectusverordening) is beoogd de positie van

116. Zie hierover reeds De Jong 2010, p. 271-272 en De Jong 2011a, p. 365-366. Zie in dit verband ook Hijink 2011, p. 102-104; Rutten 2012, p. 245 en p. 248; Hoff 2013a, p. 764-765; Klaassen 2013, p. 149-151; Busch 2018, p. 496-499.

117. Zie voor een (analoge) toepassing in de lagere rechtspraak van het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde uitgangspunt onder meer Rb. Zeeland-West-Brabant 1 mei 2013, *JA* 2013/125 (X en Y/Solplaya BV e.a.), r.o. 3.10; Rb. Amsterdam 7 maart 2012, *JOR* 2012/216 (X/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.22; Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2010-390 d.d. 14 oktober 2010, *JOR* 2010/348, m.nt. C.W.M. Lieverse, r.o. 4.3.3; Hof 's-Hertogenbosch 22 juni 2010, ECLI:NL:GHSHE:2010:BM9516 (X/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4; Hof 's-Hertogenbosch 15 april 2014, *JOR* 2014/168, m.nt. B.T.M. van der Wiel en I.J.F. Wijnberg (Holding Westkant B.V./ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.11.15; Hof 's-Hertogenbosch 14 september 2010, *JOR* 2010/310, r.o. 4.13.1. Ik wijs erop dat het laatstgenoemde arrest – en daarmee ook de overweging over het (bewijs van het) causaal verband – in cassatie stand hield, zie HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.), r.o. 3.7.1-3.7.2. De Hoge Raad herformuleert de overweging over het causaal verband echter zodanig (zie r.o. 3.7.2), dat onduidelijk is of hij zich erin kan vinden dat het hof bij zijn oordeel over het (bewijs van het) causaal verband tussen de zorgplichtschending van de bank en de beleggingsbeslissing van de belegger het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde 'uitgangspunt' toepaste in een zaak die geen betrekking had op *prospectusaansprakelijkheid*.

118. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 271-272 en De Jong 2011a, p. 365-366; De Jong 2016a, p. 125; Hijink 2011, p. 102-104; Rutten 2012, p. 245 en p. 248; Hoff 2013a, p. 764-765.

(potentiële) beleggers te beschermen.¹¹⁹ Door deze bescherming hebben de beleggers een groter vertrouwen in de effectenmarkt en wordt de goede werking van de markt verzekerd, en dat brengt volgens de Hoge Raad met zich dat aan de naleving van de richtlijn strenge eisen mogen worden gesteld. Bij aansprakelijkheid voor het publiceren van misleidende financiële verslaggeving (schending van een *periodieke* informatieverplichting) kan een vergelijkbare redenering worden gevolgd.¹²⁰ Ook voor de (uit de Transparantierichtlijn¹²¹ afkomstige) periodieke informatieverplichtingen geldt namelijk dat zij ertoe strekken beleggers te beschermen.¹²² Door deze bescherming krijgen beleggers een groter vertrouwen in de effectenmarkt en dit komt de marktefficiëntie ten goede, aldus is te lezen in de considerans van de Transparantierichtlijn.¹²³

Ter rechtvaardiging van de bewijslastverlichting bij prospectusaansprakelijkheid beroept de Hoge Raad zich daarnaast op art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening; zie over deze bepaling reeds hiervoor *sub b*). Deze bepaling brengt volgens de Hoge Raad met zich – en dit is volgens mij de cruciale schakel in zijn redenering – dat een *effectieve* rechtsbescherming moet worden geboden volgens de regels van het nationale recht.^{124, 125} Bij aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving kan wederom een vergelijkbare redenering worden gevolgd.¹²⁶ De Transparantierichtlijn kent met art. 7 namelijk een nagenoeg gelijk-luidend voorschrift over civielrechtelijke aansprakelijkheid als in art. 11 lid 2 Prospectusverordening is neergelegd, dus ook voor de voorschriften van de Transparantierichtlijn is verdedigbaar dat een effectieve rechtsbescherming

119. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1 jo. 4.10.1.

120. Vgl. De Jong 2010, p. 271-272 en De Jong 2011a, p. 365-366. Vgl. ook Rutten 2012, p. 245 en p. 248.

121. Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L 390/38).

122. Zie met name de overwegingen 1, 5, 27 en 36 van de considerans van de Transparantierichtlijn.

123. Zie de overwegingen 1 en 5 van de considerans van de Transparantierichtlijn.

124. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

125. Wel wijs ik in dit verband op mijn kritiek op het oordeel van de Hoge Raad zoals uiteengezet in § 5.4.5. Deze kritiek komt er kort gezegd op neer dat ik het standpunt dat een lidstaat op grond van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening) verplicht zou zijn in de nationale rechtsorde een vermoeden van causaal verband aan te nemen, moeilijk te volgen vind.

126. Vgl. De Jong 2011a, p. 365-366; De Jong 2016a, p. 125; Hijink 2011, p. 103.

HOOFDSTUK 9

moet worden geboden volgens de regels van het nationale recht.¹²⁷ Daar komt bij dat de belegger bij misleidende financiële verslaggeving met vergelijkbare bewijsproblemen wordt geconfronteerd als bij een misleidend prospectus. Wanneer dus bij prospectusaansprakelijkheid een verlichting van de bewijslast noodzakelijk is voor het waarborgen van effectieve rechtsbescherming, kan worden betoogd dat dit ook noodzakelijk is bij aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving.¹²⁸ Wel wijs ik in dit verband nog op een interessant verschil tussen de Transparantierichtlijn en de Prospectusverordening. Waar in de considerans van de Transparantierichtlijn is vastgelegd dat '[de] lidstaten (...) de vrijheid [moeten] hebben de omvang van de aansprakelijkheid zelf vast te stellen' (toevoeging *ACWP*), ontbreekt een dergelijke overweging in de considerans van de Prospectusverordening.¹²⁹

Of in de situatie waarin de misleiding bestaat uit het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten (schending van een *incidentele* informatieverplichting en/of het verbod tot *informatiemanipulatie*) de Hoge Raad eveneens een vermoeden van causaal verband zal aannemen, waag ik echter te betwijfelen.¹³⁰ De redenering die de Hoge Raad in het World Online-arrest volgt om de bewijslast van de belegger bij *prospectusaansprakelijkheid* te verlichten, gaat in de laatstgenoemde misleidingsgevallen namelijk niet vanzelfsprekend op.¹³¹ Dit hangt samen met het feit dat de verplichting tot het publiceren van voorwetenschap en het verbod tot informatiemanipulatie afkomstig zijn uit de verordening Marktmissbruik.¹³² Weliswaar geldt ook voor de verordening Marktmissbruik dat daarmee wordt beoogd beleggers te beschermen en daarmee het vertrouwen van beleggers in de effectenmarkten te versterken (om aldus de goede werking van die markten te bevorderen),¹³³ maar deze verordening

127. Ik wijs erop dat in art. 7 Transparantierichtlijn niet expliciet wordt gerefereerd aan *civielrechtelijke* aansprakelijkheid en dat slechts in algemene zin wordt gesproken van 'wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake aansprakelijkheid'. Dat hieronder niettemin in ieder geval bepalingen inzake *civielrechtelijke* aansprakelijkheid moeten worden verstaan, volgt uit het arrest HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirmann/Immofinanz AG), r.o. 38 e.v.

128. In deze zin reeds De Jong 2010, p. 271-272; Rutten 2012, p. 248.

129. Zie overweging 17 van de considerans van de Transparantierichtlijn.

130. Zie ook reeds § 5.4.5.

131. Ik realiseer mij dat ik in dit standpunt tamelijk alleen sta. Zie anders De Jong 2010, p. 272 en De Jong 2011a, p. 366; De Serrière 2011, p. 183; Hoff 2013a, p. 764-765; Busch 2018, p. 496-499.

132. Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

133. Zie art. 1 en overwegingen 2, 7, 8, 24, 55 en 57 van de considerans van de verordening Marktmissbruik. Zie over de doelstelling en strekking van de verordening Marktmissbruik in de literatuur onder meer Hoff 2016, p. 507-509; Kristen 2018, p. 38-41; Stevens 2018, p. 227-229.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

bevat geen enkele bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid (vgl. art. 11 lid 2 Prospectusverordening en art. 7 Transparantierichtlijn).¹³⁴ Wanneer men dus bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten voor het (bewijs van het) causaal verband een vergelijkbare redenering zou willen volgen als in het World Online-arrest, ontbreekt een equivalent van art. 11 lid 2 Prospectusverordening als essentiële schakel. Daarom is het mijns inziens onzeker of in de laatstgenoemde gevallen het vermoeden dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed, eveneens geldt.

Mij zou uiteraard nog kunnen worden tegengeworpen dat ook bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten de mogelijkheid bestaat een vermoeden van causaal verband aan te nemen en dit vermoeden dan niet te baseren op normatieve overwegingen van Europeesrechtelijke aard, maar louter op normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard¹³⁵ (zoals effectieve rechtsbescherming van beleggers en de zorg voor de effectiviteit van de geschonden norm zoals die bestaat naar nationaal recht).¹³⁶ Deze tegenwerping heb ik in Deel IV reeds proberen te ontkrachten. Ik verwijs naar mijn betoog in § 5.4.5.

9.3.3.3 *Alternatieve oplossingen voor het construeren van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing*

a. Inleiding

Naast het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing op grond van de vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger), zijn er ook andere manieren denkbaar waarop het vermoeden kan worden geconstrueerd. De Jong heeft in zijn dissertatie twee van die

134. Zie in dit verband ook Busch 2018, p. 498. Vgl. in dit verband Tountopoulos 2014, p. 303-304, Casper 2011, p. 93-94 en Davies 2010, p. 445, die er expliciet op wijzen dat de *oude* richtlijn Marktmissbruik (Richtlijn 2003/6/EG (*PbEU* 2003, L 96/16)) geen (met art. 11 lid 2 Prospectusverordening en art. 7 Transparantierichtlijn vergelijkbare) bepaling bevat over *civielrechtelijke* aansprakelijkheid.

135. Zie in dit verband ook de kritische opmerking van Du Perron in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201 (VEB e.a./World Online e.a.): '(...) eigenlijk [valt] niet goed in te zien waarom beschermende normen van nationale oorsprong minder effectieve handhaving zouden verdienen' (toevoeging *ACWP*).

136. Ik wijs erop dat naar nationaal recht het effectiviteitsbeginsel zoals we dat kennen uit het EU-recht als zodanig niet bestaat. Zie hierover Tjong Tjin Tai 2011, p. 790-797.

HOOFDSTUK 9

alternatieven uitgewerkt.¹³⁷ Deze alternatieve constructies zal ik hierna (*sub b*) kort bespreken, en vervolgens zal ik (*sub c*) uitleggen waarom deze alternatieven in principe niet mijn voorkeur hebben (en mijn voorkeur dus uitgaat naar de eerstgenoemde constructie). In het verlengde hiervan zal ik (*sub d*) uitleggen waarom de beleggers – afhankelijk van wat zij (denken te) kunnen bewijzen – bij de door mij voorgestane bewijsconstructie eerder zullen kiezen voor de ene feitelijke grondslag van hun vordering dan voor de andere feitelijke grondslag. Tot slot zal ik (*sub e*) kort stil staan bij het normatieve karakter van de door mij voorgestane bewijsconstructie.

b. Twee mogelijke alternatieven

Een eerste alternatief om het vermoeden te construeren is volgens De Jong om op basis van de vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven, *in combinatie met* de vaststelling dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld over het tijdvak van de misleiding efficiënt was, op voorhand als vaststaand aan te nemen dat de individuele belegger door de misleidende informatie op het verkeerde been is gezet en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed.¹³⁸ Naast het feit dat de litigieuze informatie voor de *maatman*-belegger misleidend was (of anders gezegd: het feit dat jegens de *maatman*-belegger onrechtmatig is gehandeld), moet de belegger die van het vermoeden wil profiteren dus tevens aantonen dat ten tijde van de misleiding sprake was van een efficiënte markt. Deze benadering vertoont gelijkenissen met de Amerikaanse *fraud-on-the-market*-theorie.¹³⁹ Ook onder het Amerikaanse federale effectenrecht geldt namelijk dat de belegger die wil profiteren van het *fraud-on-the-market*-vermoeden onder meer moet aantonen dat de gedaagde publiekelijk een onjuiste en/of onvolledige voorstelling van zaken heeft gegeven die *material* was, en dat de litigieuze effecten op een efficiënte markt worden verhandeld.¹⁴⁰

Overigens zeg ik bewust dat de voorgestelde benadering ‘gelijkenissen vertoont’ met de Amerikaanse *fraud-on-the-market*-theorie, en bewust zeg ik *niet* dat beide benaderingen ‘hetzelfde zijn’. Beide benaderingen zijn namelijk niet identiek. Dit hangt samen met het feit dat het bij het *fraud-on-the-market*-vermoeden – anders dan de terminologie doet vermoeden – (bewijsrechtelijk gezien) niet om een zuiver ‘presumption of

137. De Jong 2010, p. 272-273.

138. Zie De Jong 2010, p. 272. Ik wijs erop dat ook volgens De Jong dit eerste alternatief niet de meest wenselijke manier is om het vermoeden te construeren.

139. Vgl. De Jong 2010, p. 272.

140. Zie over de *fraud-on-the-market*-theorie uitgebreid § 6.2.3.2 *sub a* en § 8.2.3.

reliance' gaat.¹⁴¹ Bij het *fraud-on-the-market*-vermoeden gaat het veeleer om een 'construction of reliance' (zie ook mijn analyse in § 6.2.3.2 *sub a*).¹⁴² De op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie aangenomen *reliance* kan immers niet worden weerlegd met de stelling dat de belegger niet (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor niet is beïnvloed. Dat is anders voor het hier voorgestelde vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Komt in het processuele debat immers vast te staan dat de belegger van geen enkele informatie heeft kennisgenomen en zijn beleggingsbeslissing dus niet door de misleiding is beïnvloed, dan is het vermoeden daarmee weerlegd.

Een tweede alternatieve oplossing voor het construeren van het vermoeden die De Jong in zijn dissertatie uitwerkt, is om op basis van de vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven, *in combinatie met* de vaststelling dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, op voorhand als vaststaand aan te nemen dat de individuele belegger door de misleidende informatie op het verkeerde been is gezet en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed.¹⁴³ Naast het feit dat de litigieuze informatie voor de *maatman*-belegger misleidend was (of anders gezegd: het feit dat jegens de *maatman*-belegger onrechtmatig is gehandeld), moet de belegger die van het vermoeden wil profiteren dus tevens aantonen dat de misleidende informatie tot koersinflatie heeft geleid. De gedachte achter deze constructie is dat als komt vast te staan dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dit betekent dat de gehele markt is misleid, zodat het redelijk is om aan te nemen dat ook de individuele belegger is misleid.¹⁴⁴ De Jong ziet bij deze benadering in beginsel geen reden om wat (de beschikbaarheid van) het vermoeden betreft tussen verschillende beleggers te differentiëren, bijvoorbeeld op basis van deskundigheid en/of beleggingservaring.¹⁴⁵ Wanneer immers vaststaat dat de gehele markt is misleid, mag ervan worden uitgegaan dat zelfs ook de meest deskundige en ervaren professionele partijen – die in het prijsvormingsproces in principe leidend zijn – zijn misleid, aldus is (mijns inziens terecht) zijn redenering.

Ik teken nog aan dat het bewijs dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed kan worden geleverd, door met behulp van een *event*

141. Dit aspect wordt door De Jong mijns inziens enigszins veronachtzaamd.

142. Vgl. in dit verband het betoog van Justice Thomas in zijn *concurring opinion* in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 287 and 297 (2014) over 'Basic's watered-down reliance requirement' en '[Basic's] fictional fraud-on-the-market version [of reliance]' (aanhalingstekens weggelaten en toevoegingen *ACWP*).

143. De Jong 2010, p. 273.

144. Vgl. De Jong 2010, p. 273.

145. De Jong 2010, p. 273.

HOOFDSTUK 9

study aan te tonen dat sprake was van een (statistisch significante) residuele koersdaling¹⁴⁶ toen de misleiding bekend werd.¹⁴⁷ Onder bepaalde omstandigheden kan het bewijs van koersinvloed van de misleidende informatie echter ook worden geleverd door een (statistisch significante) residuele koersstijging¹⁴⁸ aan te tonen op het moment waarop de misleiding begon. Kort gezegd gaat het hier om het geval waarin de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling (en dus *niet* uit het achterhouden van relevante informatie!) en (de inhoud van) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam.¹⁴⁹ Ik verwijs naar § 8.4.2.2.

c. Wenselijke benadering is het aannemen van een vermoeden op basis van de enkele vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven

Vervolgens is de vraag of de hiervóór *sub b* besproken alternatieve constructies betere oplossingen zijn voor het construeren van het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger (in de zin van geschikter om de bewijslast van de belegger te verlichten), dan de in § 9.3.3.2 besproken constructie. Mijns inziens moet deze vraag ontkennend worden beantwoord. Aan de twee zojuist besproken alternatieve constructies kleven namelijk nadelen die ze – in vergelijking met de in § 9.3.3.2 besproken constructie – naar mijn oordeel minder geschikt maken als instrument om de bewijslast van de belegger te verlichten. Mijn voorkeur gaat daarom uit naar het aannemen van een vermoeden van causaal verband op grond van de enkele vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger). Ik zal een en ander hieronder toelichten.

Aan de constructie waarbij voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de

146. Met ‘residuele koersdaling’ wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

147. Zie over de *event study* uitgebreid § 8.4.2. Zie over de *event study* in de Nederlandse rechtspraak Hof Amsterdam 11 november 2014, *JOR* 2015/71, m.nt. G.T.J. Hoff (Stichting Procedure SdB/VEB), r.o. 2.4. e.v.

148. Met ‘residuele koersstijging’ wordt hier bedoeld de koersstijging gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

149. Zie over dit probleem uitgebreid Couture 2016; Ferrell & Roper 2015, p. 571-575; Torchio 2009. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 564-565; Langevoort 2015, p. 44-45.

belegger is vereist dat (in het processuele debat komt vast te staan dat) de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld efficiënt is, is – zoals De Jong terecht opmerkt –¹⁵⁰ in de eerste plaats het bezwaar verbonden dat het financieel-economische concept marktefficiëntie hierbinnen een te zelfstandige plaats inneemt. Dit laatste acht ik om twee redenen problematisch. Ten eerste omdat hiermee het gevaar dreigt dat alleen al (het processuele debat over) de vraag of de bewijslast van de belegger kan worden verlicht, uitdraait op een ware ‘battle of experts’ over het begrip marktefficiëntie.¹⁵¹ Aangezien de laatstgenoemde vraag in de eerste plaats toch vooral een juridische vraag betreft, en (de beantwoording van) een dergelijke vraag zich naar zijn aard niet leent voor deskundigenvoorlichting, lijkt me dat een onwenselijke ontwikkeling. De Amerikaanse praktijk waarbij in het kader van de vraag of de beleggers het *fraud-on-the-market*-vermoeden kunnen inroepen tussen partijen uitgebreid wordt gedebatteerd over de (mate van) efficiëntie van de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld, verdient wat mij betreft dus geen navolging.¹⁵² Een al te zelfstandige plaats in het processuele debat over het financieel-economische concept marktefficiëntie acht ik in de tweede plaats problematisch, omdat daarmee wordt miskend dat de markt niet in ‘optima forma’ efficiënt hoeft te zijn, alvorens misleidende informatie koersschade kan veroorzaken.¹⁵³ Zelfs op een relatief inefficiënte markt kan misleidende informatie koersinflatie tot gevolg hebben.¹⁵⁴ Het is daarom niet erg logisch om een vordering tot schadevergoeding van de belegger reeds af te wijzen om het enkele feit dat

150. De Jong 2010, p. 272-273.

151. Zie over het bewijs van marktefficiëntie in de Amerikaanse *securities fraud class actions* praktijk uitgebreid § 8.3.

152. Zie in dit verband ook de in § 8.3.3 besproken Polymedica-uitspraak (In re Polymedica Securities Litigation, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005)), en het commentaar naar aanleiding van deze uitspraak van Langevoort 2009, p. 168-178 en p. 184-189. Zie verder ook de uitspraak Cammer v. Bloom, 711 F.Supp. 1264, 1292 (D. N.J. 1989): ‘Expensive experts with complex equations and long computer printouts are highly likely to reach opposite conclusions on efficiency of the market’.

153. Zie over het feit dat ook op een niet honderd procent efficiënte markt misleidende informatie koersschade kan veroorzaken reeds § 2.6, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur. Dit feit wordt door Franx in zijn dissertatie mijns inziens onvoldoende onderkend, zie Franx 2017, p. 242-243.

154. Zie in dit verband ook de volgende overweging uit de Halliburton II-uitspraak van de Supreme Court: ‘That the price of a stock may be inaccurate *does not detract from the fact that false statements affect it, and cause loss (...)*’ (leestekens weggelaten en curs. *ACWP*), Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258, 272 (2014). En zie voorts de uitspraak Eckstein v. Balcors Film Investors, 8 F.3d 1121, 1130 (7th Cir. 1993).

HOOFDSTUK 9

de litigieuze effecten niet worden verhandeld op een efficiënte markt. Overigens ben ik met De Jong eens dat de mate van marktefficiëntie wel een rol kan spelen in het kader van (het processuele debat over) de bewijswaardering van een door de beleggers uitgevoerde *event study* (zie verder § 9.4.2.3 hierna).¹⁵⁵

Aan de constructie waarbij voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband is vereist dat sprake is van een efficiënte markt, is daarnaast het bezwaar verbonden dat zij niet werkt bij prospectusaansprakelijkheid. In de primaire markt en de directe *after market* is doorgaans immers geen sprake van (volledige) marktefficiëntie, zodat het de eisende belegger in dat geval niet zal lukken om aan te tonen dat aan de (belangrijkste) toepassingsvoorwaarde van het vermoeden is voldaan.¹⁵⁶ Zou dus voor deze constructie worden gekozen als instrument om de bewijslast van de belegger te verlichten, dan moet men alsnog op zoek naar een alternatieve oplossing voor het geval de misleiding bestaat uit het (in het kader van een beursgang en/of emissie) publiceren van een misleidend prospectus.¹⁵⁷

Een nadeel van de constructie waarbij voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband is vereist dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, is mijns inziens dat de eis van (het bewijs van) koersinvloed in sommige gevallen te streng kan uitpakken. Zo zal het in de situatie waarin de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld over (een deel van) het tijdvak van de misleiding niet efficiënt was, voor de benadeelde beleggers doorgaans erg lastig zijn om aan te tonen dat de misleidende informatie daadwerkelijk zijn weerslag heeft gehad op de koers. Vanwege het ontbreken van marktefficiëntie zal een door de beleggers uitgevoerde *event study* in dat geval immers in beginsel onbetrouwbaar zijn.¹⁵⁸ En zo kan het in de situatie waarin sprake is van misleiding in het kader van een beursgang, soms lastig zijn om aan te tonen dat het misleidende prospectus daadwerkelijk van invloed is geweest op de hoogte van de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand kwam in de directe *after*

155. De Jong 2010, p. 272-273.

156. Zie over het ontbreken van (volledige) marktefficiëntie in de primaire markt en de directe *after market* § 2.6 en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur. Zie in dit verband ook § 5.3.8.

157. Zie in dit verband ook § 6.2.3.4 over het niet van toepassing zijn van de *fraud-on-the-market*-theorie bij misleiding op de primaire markt.

158. Zie over dit probleem § 8.5.2 en § 8.5.3.1.

market.^{159, 160} Vanwege de afwezigheid van een markt van actief verhandelde effecten is het in dat geval immers onmogelijk om een *event study* uit te voeren rondom het tijdstip waarop de misleiding begon.¹⁶¹ Maar ook in de situatie waarin de markt over het gehele tijdvak van de misleiding wél efficiënt was, kan het vereiste van (het bewijs van) koersinvloed soms nogal een zware bewijslast impliceren. Denk bijvoorbeeld aan het scenario waarin de misleiding als gevolg van een lek geleidelijk aan het licht is gekomen, waardoor op het moment van de officiële corrigerende mededeling geen (statistisch significante) koersdaling meer plaatsvond.¹⁶² In zo'n geval is het doorgaans erg moeilijk om te achterhalen wanneer de koersinflatie (voor zover die er was) precies uit de koers gelopen, wat het dan tevens moeilijk maakt om te bepalen of er überhaupt sprake was van koersinflatie.¹⁶³

Aangezien de eis dat (de beleggers aantonen dat) de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, in bepaalde gevallen dus nogal streng kan uitpakken, is van een echte bewijslastverlichting bij deze constructie geen sprake. Om deze reden zou ik voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing deze eis niet willen stellen, en zou wat mij betreft dit vermoeden al kunnen worden aangenomen op grond van de enkele vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger). Ik geef meteen toe dat mijn benadering in de regel nogal beleggersvriendelijk zal uitpakken (althans, beleggersvriendelijk wat het bewijs betreft van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing). De rechtvaardiging om niettemin voor deze benadering te kiezen, is dat hiermee kan worden voorkomen dat de aansprakelijk gestelde vennootschap de gelegenheid krijgt om op voorhand de al dan niet beschikbaarheid van het vermoeden (en daarmee de zwaarte van de

159. Zie over dit probleem uitgebreid Franx 2017, p. 237-239.

160. Dat het bij misleiding in het kader van een beursgang lastig kan zijn om te bepalen of de misleidende informatie de aandelenprijs daadwerkelijk heeft beïnvloed, was voor de Hoge Raad in het World Online-arrest wellicht de reden om bij prospectusaansprakelijkheid de belegger niet reeds op grond van de enkele stelling dat hij als gevolg van de misleiding te veel voor zijn aandelen heeft betaald, voor schadevergoeding in aanmerking te laten komen. Vanwege de onzekerheid die in dat geval bestaat bij het vaststellen van de invloed van de misleidende informatie op de aandelenprijs, wil de Hoge Raad dan misschien als extra eis aanleggen dat de beleggingsbeslissing van de belegger daadwerkelijk door het misleidende prospectus is beïnvloed. Zie in dit verband ook § 5.4.5.

161. Een eventuele oplossing voor dit probleem is om met behulp van een *event study* het koerseffect van de misleiding te meten op het moment waarop de misleiding naar buiten kwam. Zie in dit verband ook reeds § 5.3.8.

162. Zie in dit verband het vierde scenario in hoofdstuk 4.

163. Zie over dit probleem § 8.4.2.5. Zie ook de verschillende in die paragraaf besproken praktijkvoorbeelden waarin dit probleem zich voordoet.

HOOFDSTUK 9

bewijslast) ten nadele van de belegger te beïnvloeden. Die gelegenheid zou zij wel krijgen wanneer voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing wel de eis zou worden gesteld dat (de beleggers aantonen dat) de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed. Dit hangt samen met het feit dat de vennootschap een aantal instrumenten tot haar beschikking heeft waarmee zij het bekend worden van de misleiding (en daarmee het uit de koers lopen van de koersinflatie) enigszins kan maskeren.¹⁶⁴ Ik geef hiervan twee voorbeelden.

De vennootschap zou bij het bekend maken van de litigieuze informatie in de eerste plaats bijvoorbeeld haar toevlucht kunnen nemen tot het zogenoemde mechanisme van ‘walking down the stock price’.¹⁶⁵ Zoals beschreven in hoofdstuk 4, houdt dit mechanisme in dat de vennootschap stapje voor stapje informatie publiceert waaruit het beleggende publiek (althans, het professionele deel daarvan) kan afleiden dat de huidige beurskoers te hoog is.¹⁶⁶ Arbitrageurs en andere professionele beleggers zullen op de nieuw verkregen informatie gaan handelen, met als gevolg dat de koersinflatie geleidelijk zal afnemen. Als na verloop van tijd de koersinflatie uit de koers is gelopen, zal de vennootschap een publieke mededeling doen waarmee de eerdere misleiding wordt gecorrigeerd. Deze corrigerende mededeling zal dan niet meer resulteren in een (statistisch significante) koersdaling, waardoor het erg lastig wordt om vast te stellen of de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed. De vennootschap zou er daarnaast voor kunnen kiezen om de publicatie van de corrigerende mededeling te combineren met de publicatie van andere – niet aan de misleiding gerelateerde – bedrijfsspecifieke informatie.¹⁶⁷ Het kan hierbij zowel om positieve als negatieve informatie gaan. In het eerste geval zal het negatieve koerseffect dat uitgaat van de corrigerende mededeling worden gemitigeerd, in het tweede geval zal dit koerseffect worden versterkt. In beide gevallen doet zich dan de complicatie voor dat het koerseffect van de corrigerende mededelingen moet worden geïsoleerd van het koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie, en

164. Zie in dit verband ook mijn analyse van de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 563 U.S. 804 (2011) (‘Halliburton I’) in § 6.3.5.

165. Zie voor empirisch bewijs dat Amerikaanse vennootschappen zich niet zelden van een dergelijke strategie bedienen Furchtgott & Partnoy 2015.

166. Zie het derde scenario in hoofdstuk 4.

167. Zie wederom voor empirisch bewijs dat Amerikaanse vennootschappen bij het publiceren van een corrigerende mededeling zich niet zelden van een dergelijke ‘information bundling’-strategie bedienen Furchtgott & Partnoy 2015. Zie in dit verband ook de studie Bliss, Partnoy & Furchtgott 2018 en Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 617.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

ook dat bemoeilijkt het bewijs van de koersinvloed van de misleidende informatie.

Hoewel met mijn keuze voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing op grond van de enkele vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger) dus in ieder geval wordt voorkomen dat de vennootschap de gelegenheid krijgt om op voorhand de al dan niet beschikbaarheid van het vermoeden ten nadele van de belegger te beïnvloeden, zijn daarmee nog niet alle bewijsproblemen uit de wereld. Wanneer in het processuele debat namelijk – om wat voor reden dan ook – onzekerheid bestaat over de vraag of de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, zal dit voor een deel van de eisende beleggers betekenen dat hun vordering tot schadevergoeding onverkort zal worden afgewezen. Zo zal dit in ieder geval voor de beleggers die zich op het standpunt stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, in principe de doodsteek van hun vordering betekenen. Voor deze beleggers is dan immers niet voldaan aan het vereiste causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade (men zou ook kunnen zeggen dat voor deze beleggers dan niet is komen vast te staan dat zij als gevolg van de misleiding rechtens relevante schade hebben geleden).¹⁶⁸ Dat deze beleggers bij de door mij voorgestane bewijsconstructie in beginsel wel de hindernis van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing kunnen nemen, helpt hen dan verder niet.¹⁶⁹

d. Afhankelijk van wat de beleggers kunnen bewijzen, zullen zij (geneigd zijn te) kiezen voor een bepaalde feitelijke grondslag van hun vordering
Een interessante observatie die uit het voorgaande voortvloeit, is dat de beschreven bewijsproblematiek in de praktijk een bepaalde processuele dynamiek met zich mee zal brengen. Daarmee bedoel ik dat afhankelijk van de stellingen die de beleggers denken te kunnen bewijzen en afhankelijk van het bewijsmateriaal waarover zij te dien aanzien kunnen

168. Zie over het causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade uitgebreid § 9.4.2.

169. Zoals ik heb verdedigd in § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*, zou voor de beleggers die stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, wat mij betreft de hindernis van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing er in het geheel niet moeten zijn. Voor deze beleggers acht ik voor het aannemen van causaal verband al voldoende dat zij bij de aankoop van het aandeel op de integriteit van de beurskoers hebben vertrouwd, en vervolgens in dit vertrouwen zijn beschaamd.

HOOFDSTUK 9

beschikken, zij eerder voor de ene feitelijke grondslag van hun vordering zullen kiezen dan voor de andere feitelijke grondslag. Zo zullen in de situatie waarin niet evident is dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, en de beleggers hun proceskansen ten aanzien van het kunnen aantonen van koersinflatie (om die reden) niet al te rooskleurig inschatten, de beleggers eerder geneigd zijn aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag te leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Komt (met behulp van het eerdergenoemde vermoeden) in het processuele debat immers vast te staan dat hun beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed en zij bij afwezigheid van de misleiding inderdaad van aankoop van het litigieuze aandeel zouden hebben afgezien, dan is bij deze feitelijke grondslag de gedaagde in beginsel als eerste aan zet om aannemelijk te maken dat de door de beleggers gestelde koersschade primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren), en niet door de misleidende informatie. Zoals uitgelegd in § 9.2.3, zal dit verweer in principe in de sleutel staan van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. Is daarentegen wel evident dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, en schatten de beleggers hun proceskansen ten aanzien van het bewijs van koersinflatie dus wel rooskleurig in, dan zullen zij eerder geneigd zijn aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag te leggen dat zij ook bij afwezigheid het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan tegen een gunstigere koers. Het voordeel van deze feitelijke grondslag van hun vordering ten opzichte van de eerdergenoemde feitelijke grondslag is dan immers dat de beleggers niet te maken krijgen met een processueel debat over de vraag hoe zij hun geld in de hypothetische situatie zonder misleiding zouden hebben belegd, en hoe hun vermogenspositie zich in die situatie zou hebben ontwikkeld.

Wel is nog van belang erop te wijzen dat in de situatie waarin de koersinvloed van de misleidende informatie moeilijk kan worden bewezen, de beleggers bij de door mij voorgestane bewijsconstructie voor het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing weliswaar zullen kunnen profiteren van een bewijsvermoeden (voor het aannemen van dit vermoeden is in mijn optiek immers niet vereist dat de beleggers bewijzen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed), maar dat het in dat geval zeker niet is uitgesloten dat de gedaagde dit vermoeden weet te weerleggen.¹⁷⁰ Komt in het processuele debat immers *niet* vast te staan dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed,

170. Zie over de mogelijkheden van de gedaagde om het vermoeden te weerleggen uitgebreid § 9.3.3.4.

dan betekent dit dat *niet* vaststaat dat de *markt* daadwerkelijk door de misleidende informatie is misleid, zodat waarschijnlijk is dat de gedaagde aannemelijk weet te maken dat ook de beleggingsbeslissing van de individuele belegger niet door de misleiding is beïnvloed. Zo vormt de omstandigheid dat de markt niet is misleid een belangrijke aanwijzing voor het feit dat in ieder geval het professionele deel van het beleggende publiek – dat in het prijsvormingsproces in principe leidend is – zich niet door de misleidende informatie op het verkeerde been heeft laten zetten. Kunnen de beleggers daarentegen wel (gemakkelijk) bewijzen dat de misleidende informatie zijn weerslag heeft gehad op de koers, dan zal het voor de gedaagde moeilijker zijn om het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing te weerleggen. In dat geval staat immers vast dat de markt daadwerkelijk is misleid, zodat voor een individuele belegger niet snel zal kunnen worden aangenomen dat hij – in tegenstelling tot de markt als collectief – niet is misleid.¹⁷¹

e. De gekozen bewijslastconstructie heeft een sterk normatief karakter

Zoals al eerder werd geconstateerd, heeft de constructie van het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing op grond van de enkele vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger), een sterk normatief karakter (zie ook § 9.3.3.2 *sub b*).^{172, 173} Louter op basis van algemene ervaringsregels en/of de feiten zoals die zich in werkelijkheid voordoen, is het vermoeden namelijk niet goed te verklaren: het is een feit van algemene bekendheid dat de gemiddelde belegger van een prospectus,

171. Het feit dat met het bewijs van koersinvloed van de misleidende informatie in beginsel is gegeven dat de gehele markt (dus zowel de particuliere als professionele belegger) is misleid, vormt voor De Jong een doorslaggevend argument om voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing als eis te stellen dat (de belegger aantoonde) dat de misleidende informatie de koers daadwerkelijk heeft beïnvloed. Het voordeel van deze benadering is volgens hem, dat zodra de koersinvloed van de misleidende informatie eenmaal is komen vast te staan en de beleggers dus van het vermoeden kunnen profiteren, er minder ruimte zal zijn voor een debat over de vraag of een bepaalde individuele belegger (particulier of professioneel) wel is misleid. Particuliere en professionele beleggers kunnen bij deze benadering met andere woorden in gelijke mate van het vermoeden profiteren. Zie De Jong 2010, p. 273-275.

172. Zie over het normatieve karakter van deze constructie ook reeds § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.

173. Hoewel het qua constructie van het door mij hier verdedigde bewijsvermoeden verschilt, geldt ook voor het Amerikaanse *fraud-on-the-market*-vermoeden dat het een sterk normatief karakter heeft. Langevoort spreekt in dit verband van een 'act of juristic grace', zie Langevoort 2009, p. 161, p. 165, p. 178 en p. 195.

HOOFDSTUK 9

gereguleerde informatie of gepubliceerde voorwetenschap geen kennis neemt;¹⁷⁴ zijn beleggingsbeslissing wordt er dus ook niet door beïnvloed. De grondslag van dit normatieve karakter van het vermoeden moet naar het oordeel van de Hoge Raad worden gevonden in het EU-recht. Dat leid ik althans af uit het feit dat de Hoge Raad in het World Online-arrest¹⁷⁵ ter rechtvaardiging van de in dat arrest gehanteerde bewijsconstructie aansluiting zoekt bij het beginsel van effectieve rechtsbescherming zoals dit (volgens hem) voortvloeit uit art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening).¹⁷⁶ Anders dan de Hoge Raad suggereert, is voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing wat mij betreft echter geen Europeesrechtelijke grondslag vereist.¹⁷⁷ Mijns inziens zou het vermoeden ‘gewoon’ kunnen worden aangenomen op grond van normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard, waarbij natuurlijk in de eerste plaats kan worden gedacht aan effectieve rechtsbescherming van beleggers en de zorg voor de effectiviteit van de norm zoals die bestaat naar nationaal recht.^{178, 179} Een voordeel van deze benadering is dat het vermoeden in beginsel in alle misleidingsgevallen (het publiceren van een misleidend prospectus, het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten) kan worden toegepast, met als consequentie dat dus niet langer onzeker is of het vermoeden ook mag worden toegepast bij aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten (schending van een *incidentele* informatieverplichting respectievelijk overtreding van het verbod tot *informatiemanipulatie*). Zoals uitgelegd in § 9.3.3.2 *sub d*,

174. Aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.3. Zie hierover ook Franx 2017, p. 239-240; Hijink 2010, p. 352-353; Grundmann-Van de Krol 2009, p. 166-172; Scheltema & Scheltema 2009, p. 88-90; Eisma 2007, p. 34; Vandendriessche 2011, nr. 4 en nr. 68; Van Dyck 2009, nr. 70-76 (met uitgebreide verwijzingen).

175. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

176. Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2003, L 345/64).

177. Zie in dit verband ook mijn betoog in § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.

178. Zie in dit verband ook de kritische opmerking van Du Perron in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201 (VEB e.a./World Online e.a.): ‘(...) eigenlijk [valt] niet goed in te zien waarom beschermende normen van nationale oorsprong minder effectieve handhaving zouden verdienen’ (toevoeging *ACWP*).

179. Ik wijs er nogmaals op dat naar nationaal recht het effectiviteitsbeginsel zoals we dat kennen uit het EU-recht als zodanig niet bestaat.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

kennen de laatstgenoemde aansprakelijkheidsgevallen – in tegenstelling tot prospectusaansprakelijkheid en aansprakelijkheid voor het publiceren van misleidende financiële verslaggeving – geen corresponderende Europeesrechtelijke grondslag.¹⁸⁰

9.3.3.4 *Het door de gedaagde weerleggen van het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing*

Het via een vermoeden aan te nemen causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger kan door de gedaagde worden weerlegd. In het World Online-arrest oordeelde de Hoge Raad naar aanleiding van het door hem geformuleerde ‘uitgangspunt’ dat (aangenomen moet worden dat) de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed, in dit verband als volgt:¹⁸¹

‘(...) De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gerede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing is genomen voordat de desbetreffende misleidende mededeling openbaar gemaakt was. Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis van en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.’

De Hoge Raad noemt hier bij wijze van voorbeeld een aantal verweren die de gedaagde kan voeren om het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger te ontzenuwen. De gedaagde zou in de eerste plaats kunnen aanvoeren dat het gelet op de ‘aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie’ in het concrete geval niet aannemelijk is dat de eisende belegger door de misleidende informatie op het verkeerde been is gezet. De Hoge Raad noemt in dit verband als voorbeeld het geval

180. Bij prospectusaansprakelijkheid is de relevante Europeesrechtelijke grondslag art. 11 lid 2 Prospectusverordening (Verordening (EU) 2017/1129 (*PbEU* 2017, L 168/12)). Bij aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving is de relevante Europeesrechtelijke grondslag art. 7 Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L 390/38)).

181. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. 0Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2.

HOOFDSTUK 9

waarin de belegger zijn beleggingsbeslissing al had genomen voordat de misleidende informatie openbaar was gemaakt.¹⁸² In beginsel lijkt me dit een terecht verweer.^{183, 184} Komt in het processuele debat immers vast te staan dat de belegger zijn beleggingsbeslissing al voordat de misleiding begon had genomen, dan kan deze in principe niet door de misleiding zijn beïnvloed.¹⁸⁵ Wel wijs ik erop dat de gedaagde er alleen maar in zal slagen de bal weer terug te kaatsen naar de belegger, als hij over concrete aanwijzingen en/of gegevens beschikt waaruit blijkt dat de belegger zijn beleggingsbeslissing inderdaad al eerder had genomen. Aangezien de gedaagde meestal niet over dergelijke gegevens kan beschikken, zal hij hier in de meeste gevallen niet in slagen. De Jong pleit er in dit verband daarom voor om op de belegger een soort verzwaarde motiveringsplicht te leggen, die met zich brengt dat de belegger de gedaagde aanknopingspunten moet verschaffen ter onderbouwing van zijn verweer.^{186, 187} Volgens De Jong is de belegger hier ‘de meest gerede partij’ om de desbetreffende gegevens te verstrekken. Hoewel bovenstaande overwe-

182. Men kan hier bijvoorbeeld denken aan de belegger die op enige wijze aan de (onderneming van de) aansprakelijk gestelde vennootschap is gelieerd (bijvoorbeeld als werknemer), die om die reden niet ‘vrij’ in het litigieuze aandeel kan handelen, en die al enige tijd voordat de misleiding begon met de *compliance officer* had afgesproken tot aankoop van het litigieuze aandeel over te gaan. Toen de misleidende mededeling werd gedaan, lag de aankoop derhalve al vast in een vooraf overeengekomen beleggingsprogramma.

183. Zie in dit verband ook mijn rechtsvergelijkende beschouwingen met betrekking tot de ‘rebuttals’ waarmee het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan worden weerlegd in § 6.2.4.3. Zie in het bijzonder mijn beschouwing bij de vierde *rebuttal* onder het kopje ‘De belegger had al besloten de litigieuze transactie aan te gaan’.

184. Ik wijs erop dat het verweer tevergeefs werd gevoerd door de gedaagden in de zaak Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (X e.a./Bouwhuis en Wiegel), r.o. 4.9.

185. Dit is alleen anders wanneer de belegger na het tijdstip waarop de misleiding begon – zowel feitelijk als juridisch – nog de mogelijkheid had zijn eerdere beleggingsbeslissing te herzien, en op basis van de meest recente informatie een nieuwe beleggingsbeslissing te nemen (het was voor de belegger bijvoorbeeld nog mogelijk zijn reeds gegeven opdracht tot aankoop in te trekken), en wanneer tevens kan worden vastgesteld dat hij dat bij afwezigheid van de misleiding daadwerkelijk zou hebben gedaan (de belegger zou zijn opdracht tot aankoop daadwerkelijk hebben geannuleerd). In dat geval kan men zeggen dat ondanks het feit dat de beleggingsbeslissing al voordat de misleiding begon was genomen, deze toch door de misleiding is beïnvloed. Voor voorbeelden uit de Amerikaanse rechtspraak waarin precies deze kwestie in het processuele debat centraal stond, wijs ik op de uitspraken *Hildes v. Arthur Andersen LLP*, 734 F.3d 854, 850-864 (9th Cir. 2013); *APA Excelsior III L.P. v. Premiere Technologies, Inc.*, 476 F.3d 1261 (11th Cir. 2007). Beide uitspraken betreffen overigens aansprakelijkheid gebaseerd op Section 11 Securities Act.

186. De Jong 2010, p. 301-302.

187. Zie over het instrument van de verzwaarde motiveringsplicht § 1.4.2.2.

gingen uit het World Online-arrest inderdaad een aanknopingspunt bevatten om ten laste van de belegger een verzwaarde motiveringsplicht aan te nemen ('de juistheid van daarbij aangevoerde feiten [moet] door de meest gereede partij aannemelijk (...) worden gemaakt', toevoeging *ACWP*), vraag ik mij wel af wat in het kader van zo'n verzwaarde motiveringsplicht precies van de belegger kan worden verwacht. Zou hier van de belegger worden verlangd dat hij aantoont wanneer hij precies zijn beleggingsbeslissing heeft genomen, dan lijkt me dat in beginsel te streng (zie in dit verband ook mijn betoog in § 9.3.2.1). De gemiddelde particuliere belegger zal doorgaans immers geen administratie bijhouden waarin hij al zijn beleggingsbeslissingen nauwkeurig documenteert, en waarmee achteraf bepaalde beslissingen gemakkelijk kunnen worden gereconstrueerd.¹⁸⁸ Dat de gemiddelde belegger meestal wel over een administratie zal beschikken waarin al zijn beleggingsorders en –transacties zijn gedocumenteerd (van de belegger kan althans in redelijkheid worden verwacht dat hij een dergelijke administratie bijhoudt), doet hier mijns inziens niets aan af. De laatstgenoemde administratie hoeft namelijk geenszins sluitend bewijs op te leveren voor het tijdstip waarop een bepaalde beleggingsbeslissing al dan niet werd genomen. Het tijdstip waarop de beleggingsorder aan de bank werd doorgegeven en/of het tijdstip waarop de daadwerkelijke beleggingstransactie werd aangegaan hoeven immers niet noodzakelijkerwijs samen te vallen met het tijdstip waarop de aanvankelijke beleggingsbeslissing werd genomen. Zou de belegger – ondanks het ontbreken van de relevante gegevens – dan tóch de verplichting krijgen opgelegd om aan te tonen wanneer hij zijn beleggingsbeslissing heeft genomen teneinde de gedaagde aanknopingspunten te verschaffen ter onderbouwing van dit verweer, dan bestaat het reële gevaar dat van de aanvankelijk beoogde bewijslastverlichting weinig overblijft (dit geldt althans in ieder geval voor de particuliere belegger). Om deze reden heeft een dergelijke verdeling van de stelplicht en de bewijslast tussen de procespartijen niet mijn voorkeur. Voor zover echter in het kader van de eerdergenoemde verzwaarde motiveringsplicht van de belegger wordt verlangd dat hij aantoont wanneer hij zijn beleggingsorder aan de bank heeft doorgegeven, lijkt me dat wel redelijk. Zoals ik al opmerkte, zal de (gemiddelde) belegger zonder al te veel moeite over de desbetreffende gegevens moeten kunnen beschikken.

188. Eventueel kan de belegger wel beschikken over transcripties van telefoongesprekken die hij heeft gevoerd met een (beleggings)adviseur, en/of over gespreksaantekeningen en bevestigingen van gesprekken die hij heeft gevoerd met (medewerkers van) de beleggingsonderneming van wiens diensten de belegger gebruikmaakt, en aan de hand daarvan proberen achteraf een bepaalde beleggingsbeslissing te reconstrueren.

HOOFDSTUK 9

Ter weerlegging van het vermoeden van causaal verband zou de gedaagde ten opzichte van specifiek de *professionele* belegger daarnaast het verweer kunnen voeren dat – gelet op zijn kennis, ervaring en deskundigheid – de litigieuze informatie voor hem naar objectieve maatstaven niet misleidend was, zodat niet aannemelijk is dat zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed.¹⁸⁹ Zo begrijp ik althans de overweging van de Hoge Raad dat de professionele belegger minder snel kan worden geacht te zijn misleid dan de particuliere belegger. Ook dit causaliteitsverweer lijkt me een terecht verweer.¹⁹⁰ De al dan niet misleidendheid van de litigieuze informatie wordt immers afgemeten aan de (kennis, ervaring en deskundigheid van de) *maatman*-belegger, en niet aan de *professionele* belegger. Dit betekent dat de vraag of de litigieuze informatie ook voor de professionele belegger misleidend was in het kader van (het processuele debat over) de normschending nog niet is beantwoord, en dat deze vraag derhalve alsnog aan de orde kan worden gesteld in het kader van het causaal verband. Hierbij is nog van belang op te merken dat bij de door mij voorgestane bewijsconstructie wat het causaal verband betreft tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, het nogal eens zal voorkomen dat het verweer dat de *professionele* belegger niet is misleid, slaagt. In mijn optiek kan het vermoeden namelijk al worden aangenomen vóórdát in het processuele debat is komen vast te staan dat de misleidende informatie de koers daadwerkelijk heeft beïnvloed (ik verwijs naar mijn betoog in § 9.3.3.3 *sub c*). Lukt het de beleggers – om wat voor reden dan ook – vervolgens niet om deze koersinvloed aan te tonen, dan betekent dit dat niet is komen vast te staan dat de markt daadwerkelijk is misleid. En als de markt niet is misleid, vormt dit natuurlijk een belangrijke aanwijzing voor het feit dat in ieder geval het professionele deel van het beleggende publiek – dat in prijsvormingsproces in principe leidend is – niet is misleid.

Verder merk ik nog op dat ik het bij dit professionaliteitsverweer – anders dan bij het verweer dat de belegger zijn beleggingsbeslissing reeds voordat de misleiding begon had genomen – niet onredelijk acht om de belegger (in het kader van zijn stelplicht) de verplichting op te leggen de gedaagde aanknopingspunten te verschaffen ter onderbouwing van zijn

189. Zie over dit verweer in het kader van de eigen schuld reeds § 5.6.2.3.

190. Voor een voorbeeld van een geval waarin een vergelijkbaar verweer slaagde in de situatie waarin de bank – in het kader van een beleggingsadviesrelatie – haar bijzondere zorgplicht had geschonden, wijs ik op het arrest Hof 's-Hertogenbosch 22 juni 2010, ECLI:NL:GHSHE:2010:BM9516 (X/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4. Vgl. in dit verband ook het arrest Hof Amsterdam 3 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX1726 (Dexia Bank Nederland N.V./X), r.o. 3.10 en het vonnis Gerecht in Eerste Aanleg van de Nederlandse Antillen 10 augustus 2009, *JOR* 2009/265 (M.C. e.a./Ennia Caribe Leven N.V.), r.o. 2.10-2.11.

verweer.¹⁹¹ De belegger zou in principe immers probleemloos (nadere) informatie moeten kunnen verstrekken over zijn ervaring, kennis en deskundigheid op het terrein van beleggen.¹⁹²

Naast de door de Hoge Raad in het World Online-arrest genoemde verweren, zijn er nog andere verweren denkbaar waarmee het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing kan worden weerlegd. Zonder de pretentie te hebben alle mogelijke scenario's te overzien, zal ik er hier nog een paar noemen. Het vermoeden kan bijvoorbeeld worden geacht te zijn weerlegd, wanneer de gedaagde aannemelijk weet te maken dat de eisende belegger van de misleiding op de hoogte was of hij deze vermoedde toen hij het litigieuze aandeel kocht.¹⁹³ De beleggingsbeslissing van de belegger die met de misleiding bekend was, kan immers niet door de misleiding zijn beïnvloed. Het vermoeden kan daarnaast worden geacht te zijn weerlegd, wanneer de gedaagde aannemelijk weet te maken dat de litigieuze informatie in het concrete geval geen enkele rol speelde bij (het nemen van) de beleggingsbeslissing, en er voor de belegger andere zwaar(der)wegende overwegingen in het spel waren om het litigieuze aandeel te kopen.¹⁹⁴ Ook voor deze belegger geldt immers dat zijn beleggingsbeslissing niet door de misleiding kan zijn beïnvloed.¹⁹⁵ Men kan in dit verband bijvoorbeeld denken aan de belegger die het aandeel kocht uit politieke, fiscale of

191. In gelijke zin De Jong 2010, p. 302.

192. De Jong merkt in dit verband mijns inziens terecht op dat de belegger zijn deskundigheid niet alleen hoeft te ontleen aan zelf opgedane kennis en ervaring, maar deze ook kan ontleen aan informatie en adviezen verstrekt door een adviseur of degene aan wie de belegger een volmacht heeft gegeven. Zie De Jong 2010, p. 302. Zie in dit verband ook 't Hart 2005, p. 105.

193. Zie in dit verband ook mijn rechtsvergelijkende beschouwing naar aanleiding van de tweede *rebuttal* van het *fraud-on-the-market*-vermoeden in § 6.2.4.3 onder het tweede kopje 'De belegger vermoedde de misleiding of was hiervan op de hoogte'.

194. Zie in dit verband ook mijn rechtsvergelijkende beschouwing naar aanleiding van de derde *rebuttal* van het *fraud-on-the-market*-vermoeden in § 6.2.4.3 onder het derde kopje 'De belegger zou hoe dan ook bereid zijn geweest zijn aandeel tegen een kunstmatig hoge koers te kopen'.

195. Vgl. in dit verband Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (VEB/Ziggo Holding B.V.), r.o. 4.22: 'Zeer wel denkbaar is dat Ziggo-aandeelhouders die hun aandelen hebben verkocht in de periode waarin Ziggo ten onrechte de gevorderde uitkoopprijs niet openbaar had gemaakt *niet of tegen een andere koers hadden verkocht*, als die informatie wel bekend was geweest. *Niettemin kunnen aan de verkoop van de Ziggo-aandelen in die periode overwegingen ten grondslag hebben gelegen die ook de doorslag zouden hebben gegeven, ongeacht de koers van het aandeel op dat moment.*' (curs. *ACWP*)

HOOFDSTUK 9

diversificatie-overwegingen. Ook kan men denken aan de belegger die het aandeel kocht, omdat hij daarmee stemrecht wilde verwerven in de desbetreffende vennootschap, of aan de belegger die genoodzaakt was het aandeel te kopen, omdat hij eerder – voordat de misleiding begon – was *short* gegaan en in het tijdvak van de misleiding werd gedwongen tot een zogenoemde ‘covering purchase’.^{196, 197} Het vermoeden kan verder nog worden geacht te zijn weerlegd, wanneer de gedaagde aannemelijk weet te maken dat de eisende belegger een beleggingsstrategie volgt waarbij het analyseren van bedrijfsspecifieke informatie geen enkele rol speelt.¹⁹⁸ Men kan in dit verband bijvoorbeeld denken aan het gechargeerde voorbeeld van de belegger die zijn beleggingsbeslissingen neemt aan de hand van het gooien van pijltjes op een dartbord,¹⁹⁹ of aan de belegger die zijn beslissingen neemt aan de hand van (de bestudering van) de astrologie.²⁰⁰ Ook kan men – wellicht iets realistischer – denken aan de belegger die een beleggingsstrategie volgt die erop neerkomt dat hij – ongeacht de hoogte van de koers en de beschikbare informatie – altijd een vast percentage (zeg 5%) van de totale waarde van zijn beleggings-

196. In de praktijk zal het meestal zo zijn dat de uitlener van het aandeel vooraf bij de *short seller* bedingt dat hij het aandeel op ieder door hem gewenst moment kan terugroepen. Zie over het scenario van een gedwongen *covering purchase* ook Smith 2005, p. 1047-1049.

197. Bij de belegger voor wie de litigieuze informatie in het concrete geval geen enkele rol speelde bij (het nemen van) de beleggingsbeslissing, en voor wie er andere overwegingen waren om in het litigieuze aandeel te handelen, kan bijvoorbeeld ook nog worden gedacht aan de belegger die genoodzaakt was het litigieuze aandeel te kopen, omdat hij eerder – voordat de misleiding begon – een *call*-optie had geschreven die tijdens het tijdvak van de misleiding werd uitgeoefend. Als deze belegger op het moment van de uitoefening van de *call*-optie nog geen aandelen in bezit had, heeft hij ten tijde van de uitoefening (of vlak daarvoor) de aandelen op de markt tegen een geïnflateerde prijs moeten kopen, teneinde aan zijn leveringsverplichting uit hoofde van de optie te kunnen voldoen. De koersschade van deze belegger bestaat er in essentie uit dat de *call*-optie ten tijde van de uitoefening (in een bepaalde mate) ‘in the money’ was, waar zij bij afwezigheid van de misleiding *niet* of *in mindere mate* ‘in the money’ zou zijn geweest.

198. Zie in dit verband ook mijn rechtsvergelijkende beschouwing naar aanleiding van de vijfde *rebuttal* van het *fraud-on-the-market*-vermoeden in § 6.2.4.3 onder het vijfde kopje ‘De belegger koopt aandelen om redenen die niets met de prijs van doen hebben’.

199. Naar analogie van het bekende voorbeeld van de geblinddoekte chimpansee die pijltjes gooit op de aandelenkoersenpagina van de *Wall Street Journal*. Dit voorbeeld is afkomstig uit Malkiel 1973.

200. Het laatstgenoemde voorbeeld is ontleend aan Smith 2005, p. 1023.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

portefeuille belegt in het litigieuze aandeel of aan de belegger die zich bezighoudt met (een bepaalde vorm van) *index arbitrage*.^{201, 202}

Tot slot wijs ik erop dat men ook nogal eens tegenkomt dat specifiek ten opzichte van de belegger die na het bekend worden van de misleiding zijn aandelen heeft aangehouden, en die aan zijn vordering tot schadevordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, het verweer wordt gevoerd dat het causaal verband tussen de misleiding en zijn beleggingsbeslissing ontbreekt, omdat hij na het bekend worden van de misleiding gewoon is blijven 'stil zitten' (lees: zijn aandelen niet heeft verkocht). De gedachte is dat uit dit stil zitten zou kunnen worden afgeleid dat de litigieuze informatie voor hem kennelijk niet relevant was, en dat deze dus ook geen rol heeft gespeeld bij zijn beslissing tot aankoop.²⁰³ In algemene zin dient dit verweer mijns inziens te worden verworpen.²⁰⁴ De beslissing van deze belegger om – eenmaal in het bezit van de litigieuze aandelen – na de bekendwording van de misleiding zijn aandelen aan te houden, hoeft immers geenszins indicatief te zijn voor de beleggingsbeslissing die hij eerder (onder andere marktomstandigheden!) zou hebben genomen als hij over juiste en volledige informatie had kunnen beschikken.²⁰⁵ Sterker nog, zelfs als deze belegger na

201. *Index arbitrage* is een beleggingsstrategie waarbij de belegger probeert te profiteren van het verschil tussen enerzijds de prijs van een *future* op een bepaalde marktindex en anderzijds de koers(en) van de gezamenlijke aandelen waaruit deze index is opgebouwd. Zodra de belegger een (relevant) prijsverschil detecteert (een zogenoemde 'spread'), kan hij hiervan profiteren door op hetzelfde moment aandelen te kopen (of te verkopen) en *futures* op de desbetreffende marktindex te verkopen (of te kopen).

202. Zie in dit verband ook Booth 2013, p. 560-562.

203. Vgl. in het kader van het door de bank (in een adviesrelatie) beweerdelijk schenden van de bijzondere zorgplicht wegens het de belegger niet voldoende waarschuwen voor de aan de litigieuze belegging verbonden risico's Hof Amsterdam 2 november 2010, *JOR* 2011/80 (Prenger/ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.13 en r.o. 4.15; Hof Amsterdam 29 maart 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BR1762 (X e.a./ ABN AMRO Bank N.V.), r.o. 4.20 en r.o. 4.27-4.28. Het verweer dat het causaal verband tussen de zorgplichtschending van de bank en de beleggingsbeslissing van de belegger ontbreekt, omdat de belegger, na met de risico's van de litigieuze belegging bekend te zijn geworden, is blijven 'stil zitten', is expliciet verworpen door de Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening, zie Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-33 d.d. 24 juli 2012, r.o. 3.9 (slot).

204. Zie in dit verband ook reeds § 5.5.3.1 *sub a*, alwaar ik een vergelijkbaar verweer besprak in het kader van het toerekeningsverband.

205. Vgl. in dit verband punt 3.29-3.30 van de conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:PHR:2017:890, bij HR 24 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:3018 (Invincio GmbH/X). Dit betrof overigens geen misleidingszaak. Het ging hier om een beleggingsonderneming die (in een vermogensbeheerrelatie) haar bijzondere zorgplicht had geschonden door de belegger niet te adviseren van de litigieuze belegging af te zien.

HOOFDSTUK 9

het bekend worden van de misleiding – naast te hebben besloten de tijdens het tijdvak van de misleiding gekochte aandelen te behouden – heeft besloten aandelen bij te kopen, kan hij zich mijns inziens nog steeds met recht op het standpunt stellen dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel in *het geheel niet* zou hebben gekocht. Ook de beslissing van de belegger om na de bekendwording van de misleiding aandelen bij te kopen, hoeft immers niet indicatief te zijn voor de beleggingsbeslissing die hij eerder bij juiste en volledige informatie (en onder andere marktomstandigheden!) zou hebben genomen.²⁰⁶

9.3.4 *Het verlichten van de bewijslast van de belegger via het (toepassing van het) leerstuk van proportionele aansprakelijkheid of het leerstuk van kansschade*

Een andere manier om de belegger in zijn (zware) bewijslast bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing tegemoet te komen, is door een zogenoemde ‘proportionele benadering’ toe te passen.²⁰⁷ Hiermee bedoel ik dat de eventuele onzekerheid die bestaat bij de vraag of de beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleiding is beïnvloed, wordt ‘opgelost’ door toepassing te geven aan het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid dan wel het leerstuk van (de vergoeding van) kansschade.²⁰⁸ Zoals uiteengezet in § 1.4.3.1, gaat het bij het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid om aansprakelijkheid naar rato van de kans dat het desbetreffende nadeel door de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis is veroorzaakt.²⁰⁹ Het leerstuk beoogt primair een oplossing te bieden voor onzekerheid over het *causaal verband* tussen de normschending en de door de benadeelde geleden schade. Bij de theorie van het verlies van een kans gaat het daarentegen om een bijzondere interpretatie van het schadebegrip: de kans dat zonder de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis een bepaald nadeel zou zijn uitgebleven, dan wel een bepaald voordeel zou zijn behaald, wordt beschouwd als *rechtens relevante*, en tevens *rechtens*

206. Vgl. in dit verband de uitspraak Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-034 d.d. 27 oktober 2015, r.o. 4.4.3. Ook deze uitspraak betrof geen misleidingszaak. Het ging in deze zaak om de aansprakelijkheid van de bank wegens het de belegger ten onrechte niet adviseren van het schrijven van *put*-opties af te zien.

207. Zie over de proportionele benadering als oplossing voor causaliteitsonzekerheid in het algemeen reeds § 1.4.3, en zie ook de aldaar aangekaarte (en hopelijk afgekaarte) terminologische discussie omtrent het begrip ‘proportionele aansprakelijkheid’.

208. Zie over beide leerstukken achtereenvolgens § 1.4.3.1 respectievelijk § 1.4.3.2 en de aldaar vermelde literatuur en rechtspraak.

209. Zie ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79 en nr. 81-81b; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 58; *Schadevergoeding* (Boonekamp), art. 6:98 BW, aant. 2.10.1.

vergoedbare schade.²¹⁰ Anders dan het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid, beoogt de theorie van het verlies van een kans primair een oplossing te bieden voor onzekerheid over de vraag of de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis wel tot *schade* heeft geleid.²¹¹ Van onzekerheid over het causaal verband tussen de normschending en de door de benadeelde geleden *kansschade* is in beginsel echter geen sprake. Het aantrekkelijke van (het toepassen van) een proportionele benadering is dat de ‘pijn’ van de knellende bewijslast ten aanzien van het onzekere causaal verband en/of de onzekere schade *niet* eenzijdig bij één van de procespartijen wordt neergelegd (zoals dat wel gebeurt bij een rechterlijke beslissing op basis van het bewijsrisico), maar dat deze – in plaats daarvan – door middel van (het toewijzen van) een proportionele schadevergoeding tussen beide partijen wordt verdeeld. De onrechtvaardigheid en onbillijkheid van een ‘alles-of-niets’-oplossing wordt daarmee dus voorkomen.

Zoals ik heb uitgelegd in § 1.4.4.2, acht ik het naar aanleiding van het Fortis/Bourgonje-arrest niet waarschijnlijk dat de Hoge Raad proportionele aansprakelijkheid als oplossing voor causaliteitsonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent* en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggingsschade wenst te aanvaarden.^{212, 213} Hoewel de Hoge Raad zich daar nog niet over heeft uitgelaten, vermoed ik dat hetzelfde heeft te gelden voor het leerstuk van het verlies van een kans als

-
210. Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-80a; Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34), nr. 34; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 67.
211. Zie over het onderscheid tussen beide leerstukken onder meer Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-80a en nr. 81c-81d; Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 59; Tjong Tjin Tai 2016, p. 2239-2244; Cox 2016; Kortmann 2012, p. 41-52. Zie hierover ook Tjong Tjin Tai in zijn noten onder HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250 (Nefalit/Karamus) respectievelijk HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 (Fortis/Bourgonje).
212. Zie over het al dan niet toepassen van proportionele aansprakelijkheid bij schending van waarschuwings- of informatieplichten en daardoor beweerdelijk veroorzaakte *beleggingsschade* ook Busch 2014 (Mon. BW B8), nr. 23.2; De Jong & Pijls 2013, p. 7-8, en voordien De Jong 2010, p. 276. En zie over het al dan niet toepassen van proportionele aansprakelijkheid bij schending van waarschuwings- of informatieplichten in het algemeen Tjong Tjin Tai 2016, p. 2242; Giesen & Maes 2014, p. 225-227; Van der Kooij 2013, p. 168.
213. In gelijke zin A-G A. Hammerstein in punt 2.2.2 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2012:BX8349, bij HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.). Het betoog van A-G Hammerstein dat een oplossing via de route van kansschade in dit geval wél rechtens toelaatbaar is, onderschrijf ik overigens niet. Zie voor een genuanceerder betoog op dit punt Klaassen 2013, p. 157-158 en punt 3.15.1 van de conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2012:BX7491, bij HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.).

HOOFDSTUK 9

oplossing voor deze onzekerheid.²¹⁴ Aan beide oplossingen is immers het door de Hoge Raad genoemde bezwaar verbonden dat ‘toepassing daarvan de mogelijkheid in zich draagt dat iemand aansprakelijk wordt gehouden voor een schade die hij *niet* (...) heeft veroorzaakt’ (curs. *ACWP*).²¹⁵ Voor de volledigheid van de analyse zal ik hier niettemin de proportionele benadering als instrument om de bewijslast van de belegger te verlichten kort uitwerken, waarbij ik mij gemakshalve zal beperken tot het leerstuk van het verlies van een kans. Hierbij moet worden benadrukt dat ik hier louter het oog op de proportionele benadering als oplossing voor een onzeker causaal verband *tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing*. Ik heb het hier niet over de proportionele benadering als oplossing voor causaliteitsonzekerheid ten aanzien van één van de opvolgende schakels in het causaal verband. Over de laatstgenoemde onzekerheid kom ik in het vervolg van dit hoofdstuk nog te spreken.

Uitgaande van de situatie waarin de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven en waarin de beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht de vennootschap aansprakelijk willen stellen voor de door hen geleden koersschade, maar waarin het causaliteitsbewijs voor hen problematisch is, ziet een proportionele oplossing via het leerstuk van kansschade er als volgt uit.²¹⁶ De

214. Zie reeds De Jong & Pijls 2013, p. 8. Wel wijs ik in dit verband nog op de 81 RO-arresten HR 30 oktober 2015, ECLI:NL:HR:2015:3191 (X e.a./Stichting ABAB) en HR 1 december 2017, ECLI:NL:HR:2017:3051 (X/Y en Z) en op punt 3.36 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2017:430, bij HR 22 september 2017, ECLI:NL:HR:2017:2452 (X/Y en Z). Zie over de toepassing van kansschade als oplossing voor causaliteitsonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent* ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 80a; Busch 2014 (Mon. BW B8), nr. 23.3. En zie voor een ander geluid ten opzichte van het in de hoofdtekst verdedigde standpunt Akkermans en Van Dijk in hun *JA*-noot (sub 15) onder HR 21 december 2012, *JA* 2013/41 (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.); Castermans & Den Hollander 2013, § 7; Wouters 2013b, § 5-§ 6; Klaassen 2013, p. 160 en p. 164-165; Giesen & Maes 2014, p. 230-231.

215. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje), r.o. 3.8. Zie in dit verband ook punt 3.6 van de conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:871, bij HR 23 december 2016, *NJ* 2017/133, m.nt. S.D. Lindenberg (X e.a./Academisch Ziekenhuis behorende bij de Openbare Universiteit Rotterdam).

216. Zie over toepassing van het leerstuk van kansschade als oplossing voor een onzeker causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de zittende aandeelhouder die stelt als gevolg van de misleiding zijn aandelen te laat te hebben verkocht Hof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, *JOR* 2018/246, m.nt. I.N. Tzankova (Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.), r.o. 5.29 (eindbeschikking in de WCAM-procedure van de Fortis-schikking): ‘Voor de toepassing van het leerstuk van de kansschade in een geval als het onderhavige zal eerst beoordeeld moeten worden of [csqn]-verband aanwezig is tussen het gestelde onrechtmatig handelen van

belegger die niet (met een voldoende mate van zekerheid) kan bewijzen dat hij op de misleidende informatie is afgegaan (of bij een omissie: op de litigieuze informatie zou zijn afgegaan) en zijn beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed, zou zich op het standpunt kunnen stellen dat de vennootschap door het achterhouden van de werkelijke toestand van de vennootschap hem de kans heeft ontnomen een beleggingsbeslissing te nemen op basis van een niet-misleidende voorstelling van zaken.²¹⁷ Deze belegger zou met andere woorden kunnen stellen dat zijn wil om het litigieuze aandeel (tegen een bepaalde koers) te kopen niet op zuivere wijze is gevormd, waardoor sprake is van het verlies van een kans die op geld waardeerbaar is.²¹⁸ Dit kansverlies staat in causaal verband met de misleiding en komt daarmee in de vorm van kansschade voor vergoeding in aanmerking.²¹⁹ De omvang van deze kansschade kan vervolgens worden berekend door (i) de feitelijk door de belegger geleden koersschade te vermenigvuldigen met (ii) de grootte van de kans dat zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleiding is beïnvloed.²²⁰ Ook dit begrotingsvraagstuk kan uiteraard soms problematisch zijn, maar dit probleem is van een andere orde dan het probleem van het eerdergenoemde causaliteitsbewijs. Wanneer namelijk eenmaal is vastgesteld dat de belegger rechtens relevante schade – in dit geval kansschade – heeft geleden, heeft de rechter op grond van art. 6:97 BW de vrijheid de

Fortis en het verlies van een kans op een beter beleggingsresultaat. Een belegger met Holder Shares zal daartoe voldoende aannemelijk moeten maken dat in de hypothetische situatie zonder fouten een andere beleggingsbeslissing zou zijn genomen, zodat hem een kans op een beter beleggingsresultaat is ontnomen.’ De recursieerde zinsnede acht ik ongelukkig geformuleerd, aangezien de causaliteitszonderheid in dit geval juist betrekking heeft op de vraag of de belegger bij afwezigheid van de misleiding daadwerkelijk een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen. Zie over toepassing van het leerstuk van kansschade als oplossing voor de hiervoor bedoelde causaliteitsonzekerheid in de literatuur reeds Rutten 2012, p. 257-258 en zie daarover kritisch De Jong & Pijls 2013, p. 5-12.

217. Vgl. in dit verband Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom (VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus), r.o. 4.4 (slot).
218. Vgl. De Jong 2010, p. 297, die het leerstuk van kansschade behandelt als oplossing voor een onzeker causaal verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor veroorzaakte beleggingsbeslissing en anderzijds de door de belegger gestelde koersschade. Vgl. in dit verband ook Rutten 2012, p. 254.
219. Vgl. Pijls 2009b, p. 176 in het kader van de beleggingsonderneming die jegens zijn cliënt in zijn informatie- en/of waarschuwingsplicht is tekortgeschoten.
220. Zie over de begroting van kansschade in het algemeen reeds § 1.4.3.2. Zie hierover ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 79-80a; Jong 2010, p. 296; Van Dijk 2000, p. 29.

HOOFDSTUK 9

omvang van deze schade te schatten indien een nauwkeurige vaststelling niet mogelijk is.²²¹

De kans dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing hierdoor daadwerkelijk is beïnvloed (stap ii), laat zich moeilijk objectief en wetenschappelijk vaststellen.²²² Deze kans zal daarom door de rechter moeten worden geschat aan de hand van het beleggingsgedrag en/of -profiel van de belegger.²²³ Grosso modo zou men kunnen zeggen dat wanneer het om een passieve particuliere belegger gaat, de kans relatief klein zal zijn, en wanneer het om een actieve professionele belegger gaat, de kans (relatief gezien) iets groter zal zijn.²²⁴ Voor professionele beleggers is immers eerder dan voor particuliere beleggers aannemelijk dat zij publiek beschikbare informatie tot zich nemen en analyseren en vervolgens op basis daarvan beleggingsbeslissingen nemen. Een soortgelijke stelregel zou men kunnen hanteren voor actieve ten opzichte van passieve beleggers. Verder geldt specifiek voor het scenario waarin de belegger zich op het standpunt stelt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, dat de kans dat zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleiding is beïnvloed ook nog afhankelijk is van de samenstelling van zijn bestaande beleggingsportefeuille, en van de in dat verband door de belegger aangehangen risico-/rendementvoorkeur (dit laatste ongeacht of het om een passieve particuliere belegger gaat, dan wel een actieve professionele belegger). Dit hangt samen met het feit dat het litigieuze aandeel in de hypothetische situatie zonder misleiding tegen een gunstigere prijs zou zijn verhandeld, en het in die hypothetische situatie derhalve een ‘normaal’ aandeel zou zijn geweest met een marktconform risico/rendementprofiel (daar mag men althans van uitgaan).²²⁵ Of de belegger bij afwezigheid van de misleiding daadwerkelijk van aankoop van het litigieuze aandeel zou hebben afgezien, moet dus mede in het licht worden gezien van de mate waarin het aandeel in deze hypothetische situatie – gegeven de door de belegger nagestreefde

221. Zie over de bevoegdheid van de (feiten)rechter om de hoogte van de kansschade te schatten, indien een nauwkeurige vaststelling niet mogelijk is de arresten HR 19 juni 2015, ECLI:NL:HR:2015:1683, *NJ* 2016/1, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*X/Gemeente Zoeterwoude*), r.o. 3.7.2 en HR 27 oktober 2017, ECLI:NL:HR:2017:2786 (*X/Academisch Ziekenhuis Maastricht*), r.o. 3.4.2. Zie hierover in de literatuur De Jong 2010, p. 296; Klaassen 2017 (*Mon. BW B35*), nr. 67; Klaassen 2007, p. 1352; Van Dijk 2000, p. 29; Akkermans 1997, p. 183-187.

222. Deze passage is gebaseerd op De Jong & Pijls 2013, p. 12.

223. Zie reeds De Jong 2010, p. 297-298. Zie in dit verband ook Pijls 2009b, p. 179-180.

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

225. Vgl. Fox 2005a, p. 214 en p. 516, voetnoot 40; Fox 2005b, p. 1549.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

risico-/rendementverhouding – in zijn bestaande beleggingsportefeuille zou hebben gepast, en de mate waarin hij al dan niet gediversificeerd wilde zijn.²²⁶ Het moge duidelijk zijn dat het in de regel niet mogelijk zal zijn om de grootte van de kans dat de beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed, met een natuurwetenschappelijke mate van zekerheid en nauwkeurigheid vast te stellen. Dit geldt ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt.²²⁷ De bevoegdheid van de rechter ex art. 6:97 BW om de omvang van de kansschade te schatten (en daarmee de grootte van de kans), komt hier dus goed van pas.

Wat de omvang van de feitelijk geleden koersschade betreft (de eerdergenoemde stap i), geldt dat hiervoor in beginsel kan worden aangeknoopt bij de door de belegger gestelde hypothetische gang van zaken.²²⁸ Kan de belegger bijvoorbeeld aannemelijk maken dat – gesteld dat hij bij afwezigheid van de misleiding inderdaad van aankoop van het litigieuze aandeel zou hebben afgezien (dit laatste is in het hier besproken scenario zoals ik al opmerkte onzeker) – hij in dat geval zijn geld zou hebben belegd in een alternatief beleggingsobject dat over het tijdvak van de misleiding (absoluut gezien) € 10 beter zou hebben gerendeerd dan het litigieuze aandeel, dan kan de feitelijk geleden schade in beginsel worden vastgesteld op een bedrag van € 10.²²⁹ Uiteraard zal het in de praktijk meestal zo zijn dat in het processuele debat ook onzekerheid bestaat over de vraag welke alternatieve beleggingsbeslissing de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding precies zou hebben genomen. Van deze onzekerheid wordt hier echter vooralsnog geabstraheerd.²³⁰ Deze

226. Zie in dit verband ook de Amerikaanse uitspraak *Ludlow v. BP, P.L.C.*, 800 F.3d 674, 690 (5th Cir. 2015).

227. Het feit dat in beleggingsschadezaken de grootte van de ‘gemiste kans’ niet met een redelijke mate van nauwkeurigheid kan worden vastgesteld, vormt voor Schild een doorslaggevend argument om proportionele aansprakelijkheid af te wijzen als oplossing voor causaliteitsonzekerheid bij schending van waarschuwings- en/of informatieplichten jegens de belegger. Zie Schild 2009, p. 260-261.

228. In gelijke zin De Jong 2010, p. 298.

229. Als kan worden vastgesteld dat het alternatieve beleggingsobject waarin de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding zijn geld zou hebben belegd (absoluut gezien) € 10 beter zou hebben gerendeerd dan het litigieuze aandeel thans heeft gedaan, kan dit bijvoorbeeld betekenen dat op het alternatieve beleggingsobject € 10 *minder koersverlies* zou zijn geleden dan thans op het litigieuze aandeel is geleden. Het zou echter ook kunnen betekenen dat op het alternatieve beleggingsobject € 10 *meer koerswinst* zou zijn behaald dan thans op het litigieuze aandeel is behaald.

230. Ik wijs erop dat deze onzekerheid zonder al te veel moeite in de schadeberekening kan worden verdisconteerd door bij het schatten van de kans daar rekening mee te houden.

HOOFDSTUK 9

onzekerheid heeft immers geen betrekking op het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, maar betreft een verder gelegen schakel in de keten der causale gebeurtenissen, namelijk die tussen de beleggingsbeslissing en de door de belegger gestelde koersschade.

Nemen wij nu bij wijze van voorbeeld aan dat de kans dat de beleggingsbeslissing van de belegger daadwerkelijk door de misleiding is beïnvloed in het concrete geval kan worden begroot op 60%, dan bedraagt bij de zojuist veronderstelde hypothetische gang van zaken de kansschade die rechtens voor vergoeding in aanmerking komt *in beginsel* ($60\% * 10 =$) € 6. Ik zeg echter bewust ‘in beginsel’, want een eventuele (verdere) vermindering van de schadevergoeding op grond van titel 6.1.10 BW blijft uiteraard onverminderd mogelijk.^{231, 232} Zo zou de gedaagde onder meer nog het verweer kunnen voeren dat de door de belegger gestelde koersschade niet direct en/of volledig door de misleiding is veroorzaakt, maar – in plaats daarvan – geheel of gedeeltelijk is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren), zodat de koersschade hem niet (volledig) op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend. Kan de gedaagde bijvoorbeeld aannemelijk maken dat de misleidende informatie de koers slechts met een bedrag van € 2 kunstmatig omhoog heeft gestuwd, dan betekent dit dat van het eerdergenoemde schadebedrag van € 10 een bedrag van ($10 - 2 =$) € 8 is terug te voeren op externe factoren. Uitgaande van de in hoofdstuk 5 verdedigde regel dat de rechtens toerekenbare schade wordt gemaximeerd op het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie, bedraagt de kansschade die aan de gedaagde kan worden toegerekend in dit geval dus ($60\% * 2 =$) € 1,20.

231. Aldus ook De Jong 2010, p. 298 voor de situatie waarin het leerstuk van kansschade wordt toegepast als oplossing voor een onzeker causaal verband tussen de beleggingsbeslissing en de door de belegger gestelde koersschade.

232. Zie in dit verband ook het arrest HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.), r.o. 4.4, waarin de Hoge Raad oordeelde dat ‘indien in een bepaald geval tot toepassing van proportionele aansprakelijkheid is besloten, art. 6:101 lid 1 BW (...) [nog] aanleiding kan geven tot een vermindering van de (op basis van proportionele aansprakelijkheid vastgestelde) vergoedingsplicht en eventueel tot een billijkheidscorrectie als in dat artikellid bedoeld’ (toevoeging *ACWP*). En zie voorts Hof Arnhem-Leeuwarden 4 juni 2013, *ECLI:NL:GHARL:2013:CA2120*, *JA* 2013/119, m.nt. H.J. Delhaas (X/Notariskantoor Oosterhesselen), r.o. 2.22-2.24.

9.3.5 *Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing; rechtsvergelijking en conclusies*

a. Inleiding

Deze paragraaf over het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing sluit ik af met een korte rechtsvergelijkende beschouwing met betrekking tot het Amerikaanse recht. Onderzocht wordt hoe de in de voorgaande (sub)paragrafen besproken oplossingen voor het verlichten van de bewijslast van de belegger naar Nederlands recht zich verhouden tot de oplossingen die (naar geldend recht) worden toegepast in het Amerikaanse recht.²³³ Bij deze analyse zal ik een onderscheid maken tussen enerzijds de aansprakelijkheid wegens het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een aandelenuitgifte (prospectusaansprakelijkheid, zie hierna *sub a*), en anderzijds de aansprakelijkheid wegens het geven van een misleidende voorstelling van zaken buiten de situatie van een aandelenuitgifte (misleiding anders prospectusaansprakelijkheid, zie hierna *sub b*).^{234, 235} Dit onderscheid maak ik, omdat het antwoord op de vraag of naar Amerikaans respectievelijk Nederlands recht voor het aannemen van juridisch causaal verband is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger daadwerkelijk door de misleiding is beïnvloed, kan verschillen al naar gelang de wijze waarop de misleiding plaatsvindt.²³⁶

b. Prospectusaansprakelijkheid

Voor het aannemen van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid is naar Amerikaans recht in beginsel geen *reliance* vereist.²³⁷ De belegger hoeft dus in beginsel niet aan te tonen dat zijn beleggingsbeslissing door het misleidende *registration statement* of het misleidende prospectus is beïnvloed. Dit geldt ongeacht of de aansprakelijkheid is gebaseerd op

233. Zie voor een rechtsvergelijking met het Amerikaanse recht wat het bewijs betreft van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing ook reeds De Jong 2010, p. 282-286.

234. Volledigheidshalve wijs ik erop dat prospectusaansprakelijkheid ook aan de orde kan zijn wanneer reeds eerder uitgegeven aandelen (opnieuw) aan het beleggende publiek worden aangeboden.

235. Bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid kan met name worden gedacht aan het publiceren van misleidende financiële verslaggeving of het verspreiden van misleidende ad hoc-berichten. Voor het Nederlandse recht kan hier ook nog de aansprakelijkheid voor het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap worden genoemd. Naar Amerikaans recht bestaat deze aansprakelijkheid in beginsel echter niet, zie reeds § 3.3.2 en § 3.5.7.1 en zie ook § 8.2.2.

236. Zie § 5.4.5 en § 6.2.4.2. Zie in dit verband ook § 9.3.3.2 *sub d*.

237. Zie § 3.4.3.3 en § 6.2.2.

HOOFDSTUK 9

Section 11 Securities Act, dan wel op Section 12(a)(2) Securities Act. Bij prospectusaansprakelijkheid speelt dus in principe ook niet de vraag of – en zo ja, hoe – de bewijslast van de belegger eventueel kan worden verlicht.

Uit het World Online-arrest²³⁸ volgt dat naar Nederlands recht voor het aannemen van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid wél steeds is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed.²³⁹ Dit geldt dus ongeacht of de belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook zonder het misleidende prospectus het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, dan wel hij hieraan ten grondslag legt dat hij zonder het misleidende prospectus het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Ook geldt dit ongeacht of de belegger zijn aandeel op de *primaire* dan wel op de *secundaire* markt heeft gekocht.²⁴⁰ Wel komt de Hoge Raad in het World Online-arrest de belegger in zijn zware bewijslast tegemoet. Dit doet hij door op basis van de vaststelling dat het gepubliceerde prospectus (voor de *maatman*-belegger) *misleitend* is, op voorhand als vaststaand aan te nemen dat sprake is van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de *individuele* belegger (zie § 9.3.3.2 *sub b*). Zoals in de laatstgenoemde paragraaf uitgelegd, betreft de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gehanteerde constructie mijns inziens niets anders dan (de toepassing van) een vermoeden.

Gegeven het feit dat de Hoge Raad in het World Online-arrest de bewijslast van de belegger ingrijpend heeft verlicht, is voor prospectusaansprakelijkheid het Nederlandse recht per saldo niet veel strenger²⁴¹ dan het Amerikaanse recht op het punt van het (bewijs van) causaal verband.²⁴² In beide stelsels geldt namelijk dat de eisende belegger in beginsel niet hoeft aan te tonen dat zijn beleggingsbeslissing door de

238. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.).

239. Zie § 5.4.4.4.

240. Wel wijs ik erop dat uit het World Online-arrest volgt dat bij prospectusaansprakelijkheid de eisende belegger alleen maar aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag kan leggen dat hij ook zonder het misleidende prospectus de aandelen zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, voor zover het aankopen op de *secundaire* markt betreft. Voor aankopen op de *primaire* markt wordt de belegger geacht aan zijn vordering ten grondslag leggen dat hij zonder het misleidende prospectus de aandelen *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Zie HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2, tweede volzin. Zie over deze kwestie reeds § 5.3.8.

241. Streng vanuit het oogpunt van de eisende belegger.

242. Vgl. De Jong 2010, p. 284.

misleiding is beïnvloed. Het enige punt waarop beide stelsels van elkaar verschillen, is dat naar Nederlands recht de gedaagde meer mogelijkheden heeft om het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing succesvol te betwisten (zie § 9.3.3.4).

Verder wijs ik er nog op dat het door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde vermoeden *qua constructie* overeenkomt met het door de Supreme Court in zijn *Affiliated Ute*-uitspraak²⁴³ toegepaste vermoeden.²⁴⁴ In beide gevallen wordt namelijk op grond van de vaststelling dat de gedaagde een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger), behoudens tegenbewijs aangenomen dat sprake is van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing. Het toepassingsgebied van beide vermoedens komt echter niet overeen, aangezien het Nederlandse World Online-vermoeden in ieder geval van toepassing is bij prospectusaansprakelijkheid (en eventueel ook in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid), terwijl het Amerikaanse *Affiliated Ute*-vermoeden alleen van toepassing is bij (aansprakelijkheid voor) een *zuivere* omissie.²⁴⁵

c. Misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid

Voor het aannemen van causaal verband bij aansprakelijkheid wegens het geven van een misleidende voorstelling van zaken buiten de situatie van een aandelenuitgifte, geldt naar Amerikaanse recht – in theorie althans – onverminderd de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed.²⁴⁶ *Reliance* vormt immers een noodzakelijke voorwaarde voor aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5. Bij misleiding op de publieke effectenmarkt (*fraud-on-the-market*) blijft van deze traditionele *reliance*-eis echter weinig over.²⁴⁷ Dat komt omdat de Supreme Court met het aanvaarden van de *fraud-on-the-market*-theorie de bewijslast van de belegger aanzienlijk heeft verlicht.²⁴⁸ De theorie houdt kort gezegd in dat als de belegger kan bewijzen dat op een efficiënte markt publiekelijk een misleidende voorstelling is

243. *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 153 (1972). Zie over deze uitspraak § 8.2.2.

244. Zie in dit verband reeds De Jong 2010, p. 284.

245. Ik wijs erop dat naar Amerikaans recht alleen maar sprake kan zijn van aansprakelijkheid voor een ‘failure to disclose material information’ (of anders gezegd: een ‘material omission’), wanneer daar een afzonderlijke ‘duty to disclose’ aan ten grondslag ligt. Zie § 3.5.7.1 en § 8.2.2.

246. Zie § 3.5.5.2.

247. Zie § 6.2.3.2 *sub a*.

248. Zie over de *fraud-on-the-market*-theorie uitgebreid § 6.2.3.2 *sub a* en § 8.2.3.

HOOFDSTUK 9

gegeven van de toestand van de vennootschap, ten gunste van hem een weerlegbaar vermoeden van *reliance* wordt aangenomen.²⁴⁹ Het bijzondere van dit *fraud-on-the-market*-vermoeden is dat het zich in principe *niet* laat weerleggen met de stelling dat de belegger niet (direct of indirect) op de misleiding is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing hierdoor niet is beïnvloed.²⁵⁰ Dit heeft twee implicaties. Ten eerste dat de *reliance*-eis in *fraud-on-the-market*-zaken – materieelrechtelijk gezien – een andere invulling krijgt dan in zogenoemde ‘face-to-face’-zaken.²⁵¹ Ten tweede dat het bij het *fraud-on-the-market*-vermoeden – bewijsrechtelijk gezien – niet om een zuiver ‘presumption of reliance’ gaat, maar veeleer om een ‘construction of reliance’.

Naar Nederlands recht is de invulling van het rechtens vereiste causaal verband bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid vooralsnog geen uitgemaakte zaak.²⁵² Zo is onduidelijk of voor de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd, en die (aantoont dat hij) bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *tegen een gunstigere koers* zou hebben gekocht, het causaal verband kan worden aangenomen. Moet de door de Hoge Raad in het World Online-arrest²⁵³ gekozen benadering van het causaal verband echter aldus worden uitgelegd dat zij ook van toepassing is in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, dan geldt als algemene regel dat voor het aannemen van causaal verband *altijd* is vereist – dus ongeacht de wijze waarop de misleiding plaatsvindt, en ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed.²⁵⁴

249. De eisende belegger zal uiteraard tevens moeten bewijzen dat hij zijn effecten in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht.

250. Zie § 6.2.3.2 *sub a*.

251. Met de aanduiding ‘face-to-face-zaken’ doel ik op beleggingsgeschillen die voortvloeien uit aandelentransacties in besloten verhoudingen (dergelijke transacties worden ook wel aangeduid als ‘face-to-face-transacties’). Vaak zal het hier om een contractuele relatie gaan. Dergelijke geschillen moeten worden onderscheiden van beleggingsgeschillen die voortvloeien uit transacties op de (veelal geanonimiseerde) publieke effectenmarkt.

252. Zie § 5.4.5.

253. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

254. Ik wijs erop dat volgens Franx de door de Hoge Raad in het World Online-arrest gekozen benadering van het causaal verband slecht betrekking op *prospectusaansprakelijkheid* in het kader van een beursgang en/of emissie, en niet op aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor misleidende informatie in het algemeen, zie Franx 2017, p. 242-243.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

Vervolgens is de vraag hoe bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid de bewijslast van de belegger kan worden verlicht, teneinde de met de publiekrechtelijke informatieverplichtingen beoogde rechtsbescherming niet illusoir te laten worden (ervan uitgaande dat deze kwestie in het World Online-arrest nog niet is beslist). Zoals ik heb verdedigd in § 9.3.3.3 *sub c*, is de meest wenselijke manier om dit te doen, door op grond van de vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger, behoudens tegenbewijs aan te nemen dat causaal verband aanwezig is tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van deze belegger. Qua bewijsconstructie is deze oplossing vergelijkbaar met de wijze waarop de Hoge Raad bij *prospectusaansprakelijkheid* de belegger in zijn bewijslast tegemoet is gekomen.²⁵⁵ In beide gevallen wordt namelijk op grond van de vaststelling dat de litigieuze informatie voor de *maatman*-belegger misleidend is – door middel van een vermoeden – aangenomen dat ook de *individuele* belegger in het concrete geval door de misleidende informatie is misleid. Maar anders dan de Hoge Raad in het World Online-arrest, hoeft ter rechtvaardiging (voor het aannemen) van het vermoeden mijns inziens niet te worden aangeknoopt bij het beginsel van effectieve rechtsbescherming zoals dit voortvloeit uit het EU-recht (zie § 9.3.3.3 *sub e*). Wat mij betreft zou het vermoeden ‘gewoon’ kunnen worden aangenomen op grond van normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard, waarbij ik in de eerste plaats zou denken aan effectieve rechtsbescherming van beleggers en de zorg voor de effectiviteit van de norm zoals die bestaat naar nationaal recht. Gelet op het voorgaande moge duidelijk zijn dat een *fraud-on-the-market*-achtige oplossing, waarbij voor het aannemen van een vermoeden mede is vereist dat de belegger aantoont dat de litigieuze effecten op een efficiënte markt worden verhandeld, voor het Nederlandse recht niet mijn voorkeur heeft. Het voornaamste bezwaar van deze oplossing is dat het financieel-economische concept marktefficiëntie hierin een te zelfstandige plaats inneemt (zie § 9.3.3.3 *sub c*).²⁵⁶

Concluderend kan men stellen dat bij de door mij voorgestane bewijsconstructie voor het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing, naar Nederlands recht op lichtere gronden een bewijsvermoeden wordt aangenomen dan naar Amerikaans recht. Bij

255. Qua bewijsconstructie is deze oplossing ook vergelijkbaar met de wijze de Supreme Court bij (aansprakelijkheid voor) een *zuivere* omissie de bewijslast van de belegger heeft verlicht, zie *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 153 (1972).

256. Zoals reeds opgemerkt, is De Jong mij in dit standpunt voorgegaan, zie De Jong 2010, 272-273 en p. 284.

HOOFDSTUK 9

deze constructie kan namelijk reeds op grond van de vaststelling dat de vennootschap een misleidende voorstelling van zaken heeft gegeven (gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger) een vermoeden van causaal verband worden aangenomen en is hiervoor niet tevens vereist dat (in het processuele debat komt vast te staan dat) sprake is van een efficiënte markt. Weliswaar geldt bij aansprakelijkheid voor een zuivere omissie naar Amerikaans recht het (met de hier besproken constructie vergelijkbare) *Affiliated Ute-vermoeden*,²⁵⁷ maar in de praktijk is dit vermoeden alleen van toepassing bij misleiding in *face-to-face-zaken*, en niet in *fraud-on-the-market-zaken*.²⁵⁸

9.4 Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade, het bewijs van de omvang van de koersschade en de procespositie van de gedaagde

9.4.1 Inleiding

De beleggers die door de misleiding (beweerdelijk) zijn benadeeld en die in rechte schadevergoeding vorderen voor het door hen geleden koersverlies, zullen (onder meer) moeten stellen en – bij betwisting – bewijzen dat een causaal verband bestaat (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade c.q. dat zij als gevolg van de misleiding (rechtens relevante) koersschade hebben geleden, en zullen vervolgens de omvang van deze koersschade aannemelijk moeten maken. In § 9.4.2 ga ik eerst uitgebreid in op het bewijs van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade. In § 9.4.3 bespreek ik daarna de zogenoemde ‘proportionele benadering’ als oplossing voor een onzeker causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade. Vervolgens behandel ik in § 9.4.4 het bewijs van de *omvang* van de koersschade. Tot besluit ga ik in § 9.4.5 in op de processuele mogelijkheden van de gedaagde om de omvang van de *rechtens toerekenbare schade* en – in het verlengde daarvan – de omvang van de door hem te betalen *schadevergoeding*, te betwisten.

Ik heb twee opmerkingen vooraf. In de eerste plaats merk ik op dat in misleidingszaken het processuele debat over het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de beleggers

257. *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 153 (1972).

258. Zie over dit toepassingsbereik van het *Affiliated Ute-vermoeden* § 8.2.2.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

gestelde koersschade niet altijd goed is te onderscheiden van het debat over het *bestaan* van de koersschade als zodanig.²⁵⁹ Dit hangt samen met het feit dat zowel bij het causaal verband als de schade steeds dezelfde wegdenkoefening moet worden uitgevoerd: wat zou de vermogenspositie van de belegger zijn geweest (of hoe zou deze vermogenspositie zich hebben ontwikkeld) wanneer de misleiding achterwege was gebleven?²⁶⁰ Afhankelijk van de door partijen betrokken stellingen, en afhankelijk van de wijze waarop zij zich tegen elkaars stellingen verweren, zal het debat hierover zich dan concentreren rondom het causaal verband dan wel rondom (de aanwezigheid van) de schade.²⁶¹ Zo zal voor toewijzing van de vordering tot schadevergoeding van de beleggers die zich op het standpunt stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, ten minste moeten komen vast te staan dat de koers door de misleidende informatie was beïnvloed toen zijn hun aandeel kochten.²⁶² Kiezen de partijen er vervolgens voor om in het processuele debat (het publiceren van) de misleidende informatie tot uitgangspunt te nemen, dan zal dit debat zich concentreren rondom de vraag of de misleidende informatie wel tot koersinflatie heeft geleid, en zal het debat derhalve in de sleutel staan van (het bestaan van) de schade. Kiezen de partijen er daarentegen voor om de door de beleggers *gestelde* koersinflatie tot uitgangspunt te nemen, dan zal het debat zich concentreren rondom de vraag of deze koersinflatie wel door de misleiding is veroorzaakt, en zal het derhalve in de sleutel staan van het causaal verband. Gegeven de hier gesignaleerde uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade,²⁶³ zal ik in het vervolg van dit hoofdstuk geen strikt onderscheid

259. Ik wijs erop dat het feit dat het processuele debat over het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de normschending en de door de benadeelde *gestelde* schade niet altijd goed is te onderscheiden van het debat over het *bestaan* van de schade als zodanig, zich niet alleen voordoet in misleidingszaken. Eigenlijk in elke aansprakelijkheidsprocedure waarin onzekerheid bestaat over de wijze waarop de vermogenspositie van de benadeelde zich bij afwezigheid van de normschending zou hebben ontwikkeld, kan dit verschijnsel zich voordoen. Ik verwijs naar mijn betoog in § 1.2.3 en de daar aangehaalde literatuur.

260. Vgl. Bloembergen 1965, nr. 13-14; Akkermans 2000, p. 94; Akkermans 2002, p. 28.

261. Zie over deze kwestie reeds § 1.2.3.

262. Uiteraard moet voor toewijzing van de vordering tot schadevergoeding ook komen vast te staan dat de beleggers de door hen betaalde koersinflatie niet hebben terugverdiend via een tussentijdse verkoop. Er moet met andere woorden kunnen worden vastgesteld dat zij nog aandeelhouder waren toen de misleiding bekend werd. De verdere processuele details worden in het vervolg van deze paragraaf uitgebreid besproken.

263. De terminologie dat causaal verband en schade zich tot elkaar kunnen verhouden als 'onderling uitwisselbare perspectieven' heb ik ontleend aan Akkermans 2000, p. 90-91; Akkermans 2002, p. 27-30.

HOOFDSTUK 9

aanbrengen tussen enerzijds het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers *gestelde* koersschade, en anderzijds het bewijs van het *bestaan* van (rechtens relevante) koersschade.²⁶⁴ Beide bewijsvragen zal ik in § 9.4.2 gezamenlijk (en onder één noemer) behandelen.

In de tweede plaats wijs ik erop dat ik in het vervolg van deze paragraaf het bewijs van het *bestaan* van koersschade afzonderlijk zal behandelen van het bewijs van de *omvang* van de koersschade (§ 9.4.2 respectievelijk § 9.4.4). Voor de beleggers die zich op het standpunt stellen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, betekent dit dat ik bij de inhoudelijke analyse onderscheid zal maken tussen enerzijds het proces-suele debat over de vraag *of* de misleiding de koers heeft beïnvloed, en anderzijds het debat over de vraag *in welke mate* de misleiding de koers heeft beïnvloed. Ik maak dit onderscheid, omdat dit naar mijn oordeel bijdraagt aan een beter inzicht in de hier besproken bewijsproblematiek. Dit laat uiteraard onverlet dat het in de praktijk vaak zo zal zijn dat het bewijs van het *bestaan* van koersschade en de *omvang* van de koersschade samenvallen.²⁶⁵ Het bewijs dat wordt aangevoerd ter onderbouwing van de stelling *dat* de misleiding de koers heeft beïnvloed, zal namelijk meestal ook licht werpen op de eventuele *omvang* van deze koersinvloed.

9.4.2 *Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade c.q. het bewijs van het bestaan van (rechtens relevante) koersschade*

9.4.2.1 *Inleiding*

Het bewijs van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade c.q. het bewijs van het bestaan van (rechtens relevante) koersschade houdt voor de belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, in dat hij moet aantonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat hij daardoor het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft ge-

264. De uitwisselbaarheid van perspectief tussen enerzijds het causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger *gestelde* koersschade, en anderzijds het *bestaan* van (rechtens relevante) koersschade, lijkt ook te worden erkend door de Rechtbank Amsterdam in de zaak X/Koninklijke Ahold N.V e.a., zie Rb. Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, met commentaar E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls, r.o. 4.23.

265. In gelijke zin De Jong 2010, p. 255.

kocht, en dat hij nog aandeelhouder was toen de misleiding (geheel of gedeeltelijk) bekend werd en de koersinflatie weer (geheel of gedeeltelijk) uit de koers liep. Op het (collectieve) niveau van alle (beweerdelijk) benadeelde beleggers tezamen zal deze bewijsopdracht er in beginsel op neerkomen dat de beleggers moeten aantonen (i) dát de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, en als dat inderdaad het geval was, (ii) *gedurende welke periode* de koers was beïnvloed. Voor zover de beleggers aannemelijk kunnen maken dat de misleiding tot koersinflatie heeft geleid, moeten zij met andere woorden kunnen aantonen wanneer deze koersinflatie is ontstaan, en hoe en wanneer deze weer uit de koers is gelopen.

Hierbij teken ik aan dat wanneer de misleiding bestond uit één enkele mededeling of omissie, de beleggers bij de laatstgenoemde bewijsopdracht kunnen volstaan met het bewijs van hoe en wanneer de inflatie uit de koers is gelopen. In dat geval is de koersinflatie (voor zover daar sprake van was) immers per definitie door die ene misleidende mededeling of omissie veroorzaakt. Bestond de misleiding daarentegen uit verschillende misleidende mededelingen en/of omissies die door middel van één enkele *disclosure* werden gecorrigeerd, dan kunnen de beleggers daarmee niet volstaan.²⁶⁶ In dat geval doet zich immers de complicatie voor dat de (residuele) koersdaling die intrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor de (omvang van de) koersinflatie eerder in het tijdvak van de misleiding, en is uit deze mededeling derhalve niet af te leiden of ook de misleidende mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, tot koersinflatie hebben geleid.²⁶⁷ Zo is het in de situatie van verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen zeker niet uitgesloten dat alleen de meest recente misleidende mededelingen de beurskoers hebben beïnvloed, en dat de misleidende mededelingen die eerder in het tijdvak van de misleiding zijn gedaan, in het geheel niet tot koersinflatie hebben geleid.²⁶⁸ Is dit laatste inderdaad het geval, dan hebben de beleggers die aan het begin van het tijdvak van de misleiding het litigieuze aandeel hebben gekocht daarvoor niet een kunstmatig hoge prijs betaald, en hebben zij als gevolg van de misleiding derhalve ook geen koersschade geleden. In de situatie waarin de misleiding bestond uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen, zal dus voor elke afzonderlijke mededeling moeten worden vastgesteld of deze (toen zij werd gedaan) tot koersinflatie heeft geleid, en zo ja, hoe en wanneer de desbetreffende koersinflatie weer uit de koers is gelopen.

266. Hierna zal ik niet steeds zeggen ‘misleidende mededelingen *en/of omissies*’, en zal ik simpelweg refereren aan ‘misleidende mededelingen’.

267. Zie over deze complicatie reeds § 8.4.2.4 *sub f*.

268. Vgl. De Jong 2010, p. 287.

HOOFDSTUK 9

Bij het processuele debat over de vraag of sprake is van causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade c.q. de vraag of de belegger als gevolg van de misleiding schade heeft geleden, hoeft – strikt genomen – nog niet de vraag te worden beantwoord met *welk bedrag* de koers over het tijdvak van de misleiding was geïnfleteerd, en hoe het koersverloop van het litigieuze aandeel er in de hypothetische situatie zonder misleiding precies uit zou hebben gezien. Deze vraag betreft immers (het bewijs van) de *omvang* van de schade of anders gezegd: de *schadebegroting*. Dat neemt niet weg dat het in de praktijk – zoals ik al opmerkte – vaak zo zal zijn dat het bewijs van het *bestaan* van koersschade en de *omvang* van de koersschade samenvallen.²⁶⁹

De verdere opbouw van deze paragraaf is als volgt. In § 9.4.2.2 bespreek ik eerst de zogenoemde ‘event study’ als bewijsmiddel voor het causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade. In § 9.4.2.3 ga ik vervolgens in op de bewijswaardering van een door de beleggers in de procedure ingebrachte *event study*, en ook besteed ik in deze paragraaf aandacht aan mogelijke verweren die de gedaagde in dit verband kan voeren. In § 9.4.2.4 staat daarna de procespositie centraal van de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de officiële corrigerende mededeling hebben aangehouden. Tot besluit behandel ik in § 9.4.2.5 de procespositie van de beleggers die hun aandelen vóór de officiële corrigerende mededeling weer hebben verkocht.

Vooraf merk ik nog op dat ik voor het vervolg van § 9.4 uitga van de situatie waarin de misleiding bestaat uit één enkele misleidende mededeling of omissie, en de situatie waarin de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies verder buiten beschouwing laat. In de laatstgenoemde situatie krijgt men namelijk te maken met complicaties die de analyse nodeloos ingewikkeld maken, en daarmee afleiden van de hoofdlijn van het betoog.

9.4.2.2 *De event study*

De meest voor de hand liggende manier om aan te tonen dat de koers door de misleidende informatie was beïnvloed (en de eisende beleggers hierdoor een kunstmatig hoge prijs voor het litigieuze aandeel hebben betaald), is door een *event study* uit te voeren rondom het tijdstip waarop de misleiding naar buiten kwam.²⁷⁰ Zoals uitgebreid besproken in hoofdstuk 8, is een *event study* een statistische techniek waarmee kan worden bepaald wat het effect is van een bepaalde gebeurtenis, in dit

269. In gelijke zin De Jong 2010, p. 255.

270. Zie over de *event study* uitgebreid § 8.4.2.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

geval het beschikbaar komen van nieuwe informatie, op een bepaalde afhankelijke variabele, in dit geval de beurskoers.²⁷¹ Een *event study* is daarmee dus ook een geschikt instrument om te bepalen wat het effect is van *misleidende* informatie op de beurskoers.²⁷² Wordt met behulp van de *event study* – uitgevoerd rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling – een *statistisch significante* residuele koersdaling²⁷³ gemeten, dan is aannemelijk dat de misleidende informatie de koers inderdaad heeft beïnvloed. Voor de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht en die deze aandelen geheel of gedeeltelijk tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, staat dan vast dat zij koersschade hebben geleden die in causaal verband (in zin van het csqn-verband) staat met de misleiding. De aansprakelijkheid van de vennootschap jegens – in ieder geval – een deel van de eisende beleggers is daarmee in beginsel gegeven.²⁷⁴

Hierbij moet worden aangetekend dat de eisende beleggers er verstandig aan doen om reeds in de fase van (het voldoen aan) de stelplicht een *event study* als productie in de procedure in te brengen.²⁷⁵ Zouden de beleggers hun stelling dat sprake is van causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade namelijk enkel onderbouwen door te wijzen op een koersdaling die plaatsvond naar aanleiding van de corrigerende mededeling, dan zal dit causaal verband door de gedaagde meestal eenvoudig kunnen worden betwist. Een koersbeweging is immers een normaal verschijnsel op de beurs en het is goed mogelijk dat deze werd veroorzaakt door externe factoren of dat het hier gewoon om ‘ruis’ ging.²⁷⁶ Zouden de beleggers dus (wensen te) wachten met het uitvoeren van een *event study* tot de fase van bewijslevering, dan bestaat het reële gevaar dat hun vordering reeds voordien wordt afgewezen wegens het niet voldoen aan de stelplicht (althans wegens het onvoldoende motiveren van de door hen gestelde feiten).

Verder zullen de beleggers bij het uitvoeren van de *event study* de nodige aandacht moeten besteden aan het in kaart brengen van de exacte handelsdagen waarop de misleiding naar buiten kwam (de zogenoemde ‘event days’).²⁷⁷ Zo kan het in de situatie waarin de markt al vóór de

271. Zie § 8.4.2.1 en de aldaar aangehaalde literatuur en rechtspraak.

272. Idem.

273. Met ‘residuele koersdaling’ wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

274. Bewust zeg ik ‘in beginsel’, want er moet uiteraard ook zijn voldaan aan de overige vereisten voor aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad.

275. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 255.

276. Aldus De Jong 2010, p. 255.

277. Zie over het kiezen van de juiste *event window* uitgebreid § 8.4.2.3 *sub b*.

HOOFDSTUK 9

officiële corrigerende mededeling geheel of gedeeltelijk op de bekendwording van de misleiding vooruit is gelopen, soms erg lastig zijn om het juiste begin van de *event window* vast te stellen. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan het scenario waarin sprake was van een lek waardoor handel met voorkennis (eventueel in combinatie met geruchtevorming) is ontstaan of aan het scenario waarin de markt reeds vóór de officiële corrigerende mededeling *op eigen kracht* tot een juiste voorstelling van zaken is gekomen.²⁷⁸ Maar ook in de situatie waarin de markt de corrigerende mededeling niet meteen op waarde kan schatten, en zij even de tijd nodig heeft om de nieuwe informatie op correcte (en volledige) wijze in de koers te verwerken, kan het lastig zijn om de juiste (lengte van de) *event window* te kiezen.²⁷⁹ Denk in dit verband bijvoorbeeld aan het scenario waarin naar aanleiding van de corrigerende mededeling een paniecreactie plaatsvindt, en waarin het even duurt voordat de koers zich weer heeft hersteld.²⁸⁰

Hoewel het uitvoeren van een *event study* rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling een cruciaal onderdeel is van het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade, gaat het – gezien vanuit perspectief van alle door de misleiding (beweerdelijk) benadeelde beleggers gezamenlijk – hier slechts om een eerste stap in het causaliteitsbewijs. Als de uitkomst van de *event study* namelijk is dat de corrigerende mededeling inderdaad een statistisch significante (residuele) koersdaling tot gevolg had, levert dit op geen enkele wijze bewijs op voor de beleggers die hun aandelen reeds voor dat

278. Zie hierover het vierde scenario in hoofdstuk 4.

279. Vgl. Ferrell & Saha 2007, p. 167-168; Thorsen, Kaplan & Hakala 2006, p. 112.

280. Het spiegelbeeld van deze situatie is het scenario waarin de koers naar aanleiding van de corrigerende mededeling aanvankelijk niet of nauwelijks reageert, en waarin het enkele dagen of weken duurt voordat de relevantie van de nieuw vrijgekomen informatie door de markt wordt ingezien, en de koers dientengevolge daalt. Wat in de praktijk nog wel eens voorkomt, is dat de koers pas reageert als een analistenrapport wordt gepubliceerd waarin de (informatie opgenomen in de) corrigerende mededeling wordt geanalyseerd en in perspectief wordt geplaatst. Zie in dit verband onder meer de volgende uitspraken uit de Amerikaanse rechtspraak: *Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC*, 752 F.3d 82, 95-96 (1st Cir. 2014); *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228, 267 n. 33 (5th Cir. 2009); *Public Employees' Retirement System of Mississippi v. Amedisys, Inc. (Amedisys II)*, 769 F.3d 313, 323-325 (5th Cir. 2014); *In re Gilead Sciences Securities Litigation*, 536 F.3d 1049, 1057-1058 (9th Cir. 2008); *In re Apollo Group, Inc. Securities Litigation*, 2010 WL 5927988, at *1 (9th Cir. June 23, 2010); *Sapssov v. Health Management Associates, Inc.*, 608 Fed. Appx. 855, 863 (11th Cir. 2015); *Meyer v. Greene*, 710 F.3d 1189, 1197-1200 (11th Cir. 2013); *In re Banc of California Securities Litigation*, 2017 WL 3972456, at *9 (C.D. Cal. Sept. 6, 2017); *In re Winstar Communications*, 2006 WL 473885, at *14-15 (S.D.N.Y. Feb. 27, 2006).

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

tijdstip hebben verkocht. De koersinflatie die op het moment van de corrigerende mededeling uit de koers liep (en waarvoor de *event study* dus het bewijs heeft geleverd), hebben deze beleggers met hun tussentijdse verkoop immers weer terugverdiend. Dat neemt echter niet weg dat ook deze tussentijdse verkopers koersverlies kunnen hebben geleden dat in causaal verband staat met de misleiding. Dat is het geval als – om wat voor reden dan ook – de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen. Voor dit laatste rust de bewijslast op de tussentijdse verkopers en voor dit bewijs kunnen zij niet (de uitkomst van) de eerdergenoemde *event study* gebruiken. In § 9.4.2.5 kom ik over de procespositie van de tussentijdse verkopers nader te spreken.

Maar ook als de uitkomst van de *event study* is dat de corrigerende mededeling *niet* resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersdaling, hoeft dat nog niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat de misleidende informatie geen koerseffect heeft gehad. Zo zijn er verschillende scenario's denkbaar waarvoor geldt dat de misleidende informatie de koers wél heeft beïnvloed, maar waarbij – niettegenstaande deze koersinvloed – op het moment van de corrigerende mededeling tóch geen (statistisch significante) koersdaling wordt geobserveerd. Ik verwijs in dit verband naar de scenario's zoals besproken in § 8.4.2.5. Wanneer een koersdaling naar aanleiding van de corrigerende mededeling uitbleef, hoeft dat derhalve *niet* te betekenen dat de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht geen koersverlies hebben geleden dat in causaal verband staat met de misleiding. Het is in deze situatie nog steeds mogelijk dat de eisende beleggers het causaliteitsbewijs rond krijgen, alleen kunnen zij voor dit bewijs dan niet (de uitkomst van) de eerdergenoemde *event study* gebruiken.²⁸¹ Dit laatste geldt dan zowel voor de beleggers die hun aandelen tot na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, als voor de beleggers die hun aandelen tussentijds hebben verkocht. Over de situatie waarin de corrigerende mededeling niet resulteerde in een statistisch significante koersdaling, en over de wijze waarop de eisende beleggers in dat geval – ondanks het uitblijven van een koersdaling – kunnen proberen aan te tonen dat sprake is van causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade, kom ik in § 9.4.2.4 en § 9.4.2.5 nader te spreken.

281. Zie op dit punt kritisch over het Amerikaanse recht vanwege de zwaarwegende rol die aan de (uitkomst van de) *event study* wordt toegekend bij het bewijs van de koersinvloed van de misleidende informatie Brav & Heaton 2015, p. 586-587. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 613-614; Hakala 2017, p. 24.

HOOFDSTUK 9

9.4.2.3 *De bewijswaardering van de door de beleggers ingebrachte event study en de procespositie van de gedaagde*

a. Inleiding

Om een *event study* uit te kunnen voeren, zullen in het kader van de methodologie bepaalde keuzes moeten worden gemaakt, en bepaalde aannames en/of veronderstellingen moeten worden gedaan. Daarnaast kan men zowel bij de uitvoering als de interpretatie van de *event study* met bepaalde complicaties (en daaruit voortvloeiende onzekerheden) te maken krijgen. Deze keuzes, aannames/veronderstellingen en complicaties kunnen in het processuele debat een belangrijke rol spelen bij de wijze waarop de rechter de *event study* (als bewijsmiddel) zal waarderen en de bewijswaarde die hij daaraan zal toekennen.²⁸² In deze paragraaf zal ik een aantal relevante aspecten bespreken die in het kader van deze bewijswaardering ter discussie kunnen staan. Achtereenvolgens bespreek ik de al dan niet efficiëntie van de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld (*sub b*), de keuzes die worden gemaakt in het kader van de methodologie van de *event study* (*sub c*), en de complicaties die zich kunnen voordoen bij de uitvoering en interpretatie van de *event study* (*sub d*). Daarna ga ik (*sub e*) nog kort in op het (in de praktijk vaak voorkomende) verschijnsel van elkaar tegensprekende deskundigenberichten (de zogenoemde ‘battle of experts’).

Ik heb drie opmerkingen vooraf. In de eerste plaats merk ik op dat de gedaagde aan de hierna te bespreken (voor de bewijswaardering relevante) discussiepunten verwerpen kan ontlenen ter betwisting van het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade c.q. ter betwisting van het *bestaan* van (rechtens relevante) koersschade. In de tweede plaats wijs ik erop dat het uitgangspunt bij de hiernavolgende analyse is dat de eisende beleggers een *event study* hebben uitgevoerd (en als productie in de procedure hebben ingebracht), waaruit blijkt dat de corrigerende mededeling een statistisch significante (residuele) koersdaling tot gevolg had. Verder heb ik nog een opmerking over de te hanteren bewijswaarderingsmaatstaf.²⁸³ Voor het aannemen van het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade is geen honderd procent zekerheid vereist.²⁸⁴ Algemeen is aanvaard dat een ‘redelijke mate van waarschijnlijkheid’ in dit verband

282. Zie hierover in de Nederlandse literatuur reeds De Jong 2010, p. 256.

283. Zie over de bewijswaarderingsmaatstaf in het civiele recht in algemene zin de mooie dissertatie van De Bock 2011, p. 187-235.

284. Zie § 9.2.1 en de aldaar aangehaalde literatuur.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

voldoende is.²⁸⁵ Is de uitkomst van de door de beleggers overgelegde *event study* dat de corrigerende mededeling inderdaad resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersdaling, dan mag men – aannemende dat de *event study* correct is uitgevoerd – mijns inziens ervan uitgaan dat aan het criterium van een ‘redelijke mate zekerheid’ is voldaan.

b. De al dan niet efficiëntie van de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld

Voor het aannemen van causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade (en daarmee voor het aannemen van aansprakelijkheid) is mijns inziens op zichzelf niet vereist dat in het processuele debat komt vast te staan dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld tijdens het tijdvak van de misleiding efficiënt was.²⁸⁶ De markt hoeft namelijk niet in ‘optima forma’ efficiënt te zijn, alvorens misleidende informatie koersschade kan veroorzaken. Zelfs op een relatief inefficiënte markt kan misleidende informatie koersinflatie tot gevolg hebben, en ook op zo’n markt moet misleiding van het beleggende publiek derhalve tot aansprakelijkheid kunnen leiden.²⁸⁷ Een en ander neemt echter niet weg dat voor het op betrouwbare wijze *aantonen* van het causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade in beginsel wél is vereist dat de litigieuze effecten op een efficiënte markt worden verhandeld. Op een (informatie-neel en/of fundamenteel) inefficiënte markt is het in principe namelijk niet goed mogelijk om op verantwoorde en betrouwbare wijze een *event study* uit te voeren. Was de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld tijdens het tijdvak van de misleiding *informatieel* inefficiënt, dan leidt tot complicaties bij de uitvoering en interpretatie van de *event study*, hetgeen afbreuk doet aan de betrouwbaarheid van de (uitkomst van de) *event study*.²⁸⁸ Was de markt tevens *fundamenteel* inefficiënt, dan is de *event study* ronduit ongeschikt als bewijsmiddel voor het (aantonen van het) causaal verband.²⁸⁹

Het voorgaande betekent dat iedere discussie over de bewijswaardering van de *event study* begint met het beantwoorden van de vraag of de markt over het tijdvak van de misleiding in voldoende mate (informatieel en

285. Idem.

286. Zie in dit verband in het kader van het bewijs tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing van de belegger ook reeds § 9.3.3.3 *sub c* hiervóór.

287. Zie over het verschijnsel dat ook op een niet honderd procent efficiënte markt misleidende informatie koersschade kan veroorzaken reeds § 2.6, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur.

288. Zie hierover uitgebreid § 8.5.2 en de aldaar aangehaalde literatuur.

289. Zie hierover uitgebreid § 8.5.3 en de aldaar aangehaalde literatuur.

HOOFDSTUK 9

fundamenteel) efficiënt was.²⁹⁰ Ik teken hierbij aan dat het mijns inziens aan de eisende beleggers is om ter verantwoording van de door hen ingebrachte *event study* aandacht te besteden aan de mate van markt-efficiëntie.²⁹¹ Doen zij dat niet, dan kan de *event study* namelijk gemakkelijk door de gedaagde onderuit worden gehaald als ‘onvoldoende gemotiveerd’ en/of ‘onbetrouwbaar’, en dan kan het gestelde causaal verband daarmee eenvoudig worden betwist. Voor de wijze waarop de beleggers aannemelijk kunnen maken dat de markt (in voldoende mate) efficiënt was in *informatie*le zin, verwijs ik naar de methoden en technieken zoals besproken in § 8.3.2. Voor de wijze waarop de beleggers aannemelijk kunnen maken dat de markt tevens (in voldoende mate) efficiënt was in *fundamentele* zin, verwijs ik naar de testen zoals besproken in § 8.5.3.2.

c. De keuzes die worden gemaakt in het kader van de methodologie van de event study

Wanneer in het processuele debat eenmaal is komen te staan dat de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld over het tijdvak van de misleiding (in voldoende mate) efficiënt was, zal de discussie zich verplaatsen naar de opzet en methodologie van de *event study*. Zoals beschreven in § 8.4.2.3, kunnen voor deze methodologie drie stappen worden onderscheiden: (i) het vaststellen van de zogenoemde ‘event window’ of ‘event period’; (ii) het berekenen van het abnormale rendement;²⁹² en (iii) het testen of dit abnormale rendement statistisch significant is.²⁹³ De Jong heeft mijns inziens terecht opgemerkt, dat bij elk van deze stappen keuzes worden gemaakt en veronderstellingen worden gedaan die van belang zijn voor de wijze waarop de rechter de *event study* (als bewijsmiddel) zal waarderen en de bewijswaarde die hij daaraan zal toekennen.²⁹⁴ Ik noem hier kort de punten die in het kader van (het processuele debat over) de methodologie ter discussie kunnen staan.

Ad (i). Bij de eerstgenoemde stap zal de discussie zich met name richten op (1) welke handelsdagen nu precies als *event days* kunnen worden aangemerkt; en (2) wat de juiste lengte is van de (aldus te construeren) *event window*.²⁹⁵

290. Zie hierover reeds De Jong 2010, p. 256.

291. Vgl. Fisher 2005, p. 976; De Jong 2010, p. 256.

292. Met ‘abnormaal rendement’ wordt bedoeld het geobserveerde rendement gecorrigeerd voor het effect van markt- en/of sectorspecifieke factoren.

293. Zie Mitchell & Netter 1991, p. 557-558; Tabak & Dunbar 1999, p. 3-4; De Jong 2010, p. 239.

294. De Jong 2010, p. 256.

295. Zie over de afwegingen die hier een rol spelen uitgebreid § 8.4.2.3 *sub b*.

Ad (ii). Bij het berekenen van het abnormale rendement zal de discussie gaan over (1) de specificatie van het marktmodel; (2) de wijze waarop dit model moet worden geschat; (3) de keuze van de markt- en sectorindex; (4) de lengte van de zogenoemde ‘estimation window’ of ‘estimation period’; en (5) de wijze waarop deze periode wordt geconstrueerd.²⁹⁶

Ad (iii). Bij het testen van de statistische significantie zal het debat zich richten op (1) de vraag of voor de te berekenen *test statistic* het geobserveerde abnormale rendement, dan wel het met dit rendement corresponderende *geldbedrag* tot uitgangspunt moet worden genomen; (2) de onderliggende statistische verdeling van deze *test statistic*; (2) de keuze voor een eenzijdige of tweezijdige toets; en (4) de keuze van het significantieniveau.²⁹⁷

d. Complicaties bij de uitvoering en interpretatie van de event study

Zoals reeds opgemerkt kunnen zich zowel bij de uitvoering als de interpretatie van de *event study* verschillende complicaties voordoen. Voor de procespartijen is het van belang dat zij zich van eventuele complicaties bewust zijn, en dat zij hier bij het bepalen van hun processtrategie rekening mee houden. Doen zij dat namelijk niet, dan bestaat het reële gevaar dat uit de (uitkomst van de) *event study* de verkeerde (juridische) conclusies worden getrokken. Ook deze complicaties lenen zich daarmee bij uitstek voor discussie in het kader van (het processuele debat over) de bewijswaardering van de *event study*. Ik zal hier kort een aantal complicaties noemen.

Een eerste complicatie waar de procespartijen bedacht op moeten zijn, is dat tijdens de *event period* naast de corrigerende mededeling tevens andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie kan zijn gepubliceerd (het gaat hier om een zogenoemde ‘confounding event’).²⁹⁸ Blijkt dat inderdaad het geval te zijn, dan representeert het over de *event period* geobserveerde abnormale rendement zowel het koerseffect van de corrigerende mededeling, als het koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie, en zullen beide effecten van elkaar moeten worden geïsoleerd. De eisende beleggers zullen geneigd zijn het abnormale rendement zoveel mogelijk toe te schrijven aan de (bekendwording van de) misleidende informatie, terwijl de gedaagde geneigd zal zijn dit rendement toe te schrijven aan de andere bedrijfsspecifieke informatie.

296. Zie over de afwegingen die hier een rol spelen uitgebreid § 8.4.2.3 *sub c*.

297. Zie over de afwegingen die hier een rol spelen uitgebreid § 8.4.2.3 *sub d*.

298. Zie over deze complicatie (en bijbehorende oplossingen) uitgebreid § 8.4.2.4 *sub a*, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur.

HOOFDSTUK 9

Een tweede complicatie waar de procespartijen bedacht op moeten zijn, is dat het nogal eens voorkomt dat de corrigerende mededeling wordt gecombineerd (of toevalligerwijs samenvalt) met de publicatie van andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie.^{299, 300} Ook in dit geval zal het koerseffect van de (bekendwording van de) misleidende informatie moeten worden geïsoleerd van het koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie.³⁰¹ Wederom zal het zo zijn dat de eisende beleggers geneigd zijn het geobserveerde abnormale rendement zoveel mogelijk toe te schrijven aan de (bekendwording van de) misleidende informatie, terwijl de gedaagde geneigd zal zijn dit rendement toe te schrijven aan de andere bedrijfsspecifieke informatie.

Een derde complicatie waar de procespartijen rekening mee moeten houden, is dat de (residuele) koersdaling die intreedt als gevolg van de corrigerende mededeling, meestal niet alleen het koerseffect van (het bekend worden van) de misleidende informatie weerspiegelt, maar tevens het koerseffect van verschillende typen gevolgschade.³⁰² Dit betekent dat deze koersdaling dan niet representatief is voor de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie, waardoor het reële gevaar bestaat dat deze koersinflatie wordt *overschat*. De inzet van de eisende beleggers zal zijn om het koerseffect van de gevolgschade zoveel mogelijk te bagatelliseren, de gedaagde zal daarentegen proberen dit effect zo sterk mogelijk aan te zetten.

Een vierde complicatie doet zich voor wanneer de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten komt, en waarbij uit de latere mededelingen blijkt dat de omvang van de misleiding kleiner is dan aanvankelijk werd gedacht.³⁰³ Ook in dat geval is de (residuele) koersdaling die intreedt naar aanleiding van de (eerste) corrigerende mededeling niet representatief voor (lees: groter dan) de koersinflatie die zich eerder in het tijdvak van de

299. Hierbij kan het zo zijn dat de mededeling die de eerdere misleiding corrigeert en de (mededeling met de) andere bedrijfsspecifieke informatie in één en dezelfde publicatie zijn opgenomen, maar het is uiteraard ook goed mogelijk dat beide mededelingen in afzonderlijke publicaties zijn opgenomen (die vervolgens wel op exact hetzelfde moment naar buiten worden gebracht).

300. Zie over deze complicatie (en bijbehorende oplossingen) uitgebreid § 8.4.2.4 *sub b*, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur.

301. Opgemerkt zij dat het in de praktijk niet zelden voorkomt dat de corrigerende mededeling *bewust* wordt gecombineerd met de publicatie van andere bedrijfsspecifieke informatie met het doel om het koerseffect van de (bekendwording van de) misleidende informatie te maskeren.

302. Zie over deze complicatie (en bijbehorende oplossingen) uitgebreid § 8.4.2.4 *sub c*, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur.

303. Opgemerkt zij dat met een zorgvuldig (en correct) gekozen *event window* dit probleem in principe zou moeten kunnen worden opgelost. Ik verwijs naar § 8.4.2.3 *sub b*.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

misleiding had gevormd, en bestaat derhalve het reële gevaar dat deze koersinflatie wordt overschat.³⁰⁴ De eisende beleggers zullen proberen (de koersreacties veroorzaakt door) de latere corrigerende mededelingen zoveel mogelijk te negeren, terwijl de gedaagde zal proberen deze mededelingen zo goed mogelijk in kaart te brengen.³⁰⁵

Een vijfde complicatie doet zich voor wanneer naar aanleiding van de corrigerende mededeling een paniecreactie intreedt, en waarbij het even duurt voordat de koers zich weer heeft hersteld.³⁰⁶ Ook in dat geval bestaat het gevaar dat het koerseffect van de misleiding wordt overschat.³⁰⁷ De inzet van de eisende beleggers zal zijn het ‘paniekeffect’ zoveel mogelijk te bagatelliseren, terwijl de gedaagde zal proberen dit effect zo sterk mogelijk aan te zetten.³⁰⁸

Een zesde complicatie is dat de inhoud van de misleidende informatie zich over het tijdvak van de misleiding zodanig kan hebben ontwikkeld, dat de informatie gaandeweg *meer* misleidend is geworden.³⁰⁹ In dat geval doet zich het probleem voor dat de informatie die is opgenomen in de corrigerende mededeling niet representatief is voor de informatie die eerder in het tijdvak van de misleiding kon en/of moest worden gepubliceerd, en dat de (residuele) koersdaling die intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling derhalve niet representatief is voor (lees: groter is dan) de koersinflatie die zich eerder in het tijdvak van de misleiding had gevormd. De eisende beleggers zullen erop inzetten het effect van de gewijzigde inhoud van de misleidende informatie zoveel mogelijk te negeren, de gedaagde zal er daarentegen op inzetten dit effect zo sterk mogelijk aan te zetten.

Een zevende complicatie is dat onder invloed van externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding kan zijn toegenomen.³¹⁰ Ook in dat geval doet zich het

304. Zie voor de materieelrechtelijke implicaties van dit scenario ten aanzien van de *schadetoerekening* § 7.3.3.

305. Vgl. De Jong 2010, p. 304.

306. Opgemerkt zij dat met een zorgvuldig (en correct) gekozen *event window* dit probleem in principe zou moeten kunnen worden opgelost. Ik verwijs naar § 8.4.2.3 *sub b*.

307. Zie voor de materieelrechtelijke implicaties van dit scenario ten aanzien van de *schadetoerekening* § 7.4.3-§ 7.4.4.

308. Vgl. De Jong 2010, p. 304.

309. Zie over deze complicatie (en bijbehorende oplossingen) uitgebreid § 8.4.2.4 *sub d*, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur.

310. Zie over deze complicatie (en bijbehorende oplossingen) uitgebreid § 8.4.2.4 *sub e*, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur.

HOOFDSTUK 9

probleem voor dat de (residuele) koersdaling die intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor (lees: groter is dan) de koersinflatie die zich eerder in het tijdvak van de misleiding had gevormd. Wederom zullen de eisende beleggers er belang bij hebben het effect van de toegenomen marktwaarde van de misleidende informatie zoveel mogelijk te negeren, terwijl de gedaagde er belang bij zal hebben dit effect zo sterk mogelijk aan te zetten.

Verder wijs ik nog op een complicatie die zich specifiek voordoet bij prospectusaansprakelijkheid in het kader van een beursgang en/of emissie. Vanwege de afwezigheid van marktefficiëntie in de primaire markt en de directe *after market* speelt in dat geval het probleem dat de (residuele) koersdaling die wordt gemeten als de misleiding bekend wordt, geen representatieve maatstaf hoeft te zijn voor het bedrag waarmee de misleidende informatie de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers die daarna tot stand kwam in de directe *after market* (kunstmatig) omhoog heeft gedreven.³¹¹ Vindt naar aanleiding van de corrigerende mededeling dus een heftige koersdaling plaats, dan hoeft dit geenszins te betekenen dat de misleiding ook de uitgifteprijs, de introductiekoers en/of de koers in de directe *after market* (significant) heeft beïnvloed. De inzet van de eisende beleggers zal zijn om (het effect van) de marktinefficiëntie waarvan sprake was aan het begin van het tijdvak van de misleiding zoveel mogelijk te bagatelliseren, de gedaagde zal daarentegen proberen deze marktinefficiëntie zo sterk mogelijk aan te zetten.

e. Het processuele debat over de event study kan uitdraaien op een 'battle of experts'

Tot besluit wijs ik er nog op dat de processtrategie van de gedaagde zich doorgaans niet zal beperken tot het bekritisieren en het proberen onderuit te halen van de (keuzes, veronderstellingen en methodologie die ten grondslag liggen aan de) *event study* van de beleggers. Meestal zal deze strategie er mede uit bestaan dat zij een eigen *event study* als productie in de procedure inbrengt waaruit blijkt dat de corrigerende mededeling *geen* statistisch significante (residuele) koersdaling tot gevolg had.³¹² Het uiteindelijke resultaat is dan dat er twee (op het eerste gezicht niet ongeloofwaardig te achten) deskundigenberichten aan de rechter worden voorgelegd die beide tot een tegengestelde uitkomst leiden.³¹³ Het

311. Zie over deze complicatie ook De Jong 2010, p. 250.

312. Vgl. De Jong 2010, p. 303.

313. Zie hierover reeds Pijls 2009c, p. 137.

processuele debat dreigt daarmee uit te draaien op een ware ‘battle of experts’.³¹⁴ Om deze *battle* te kunnen beslechten, doet de rechter er verstandig aan om (al dan niet op verzoek van (één der) partijen) een onafhankelijke deskundige te benoemen (zie art. 194 Rv).³¹⁵ Hiertoe is de rechter echter niet verplicht. Volgens vaste rechtspraak geldt immers dat het aan de rechter die over de feiten oordeelt, is overgelaten of hij al dan niet deskundigenadvies wenst in te winnen.³¹⁶ Bij dit oordeel komt hem een grote mate van vrijheid toe.

9.4.2.4 *De procespositie van de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de officiële corrigerende mededeling hebben aangehouden*

a. Inleiding

In de situatie waarin uit de *event study* blijkt dat de corrigerende mededeling resulteerde in een (statistisch significante) residuele koersdaling, en waarin de eisende beleggers hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, levert het bewijs van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade niet al te veel problemen op. Ervan uitgaande dat de *event study* op correcte en zorgvuldige wijze is uitgevoerd, biedt de (uitkomst van de) *event study* in dat geval in beginsel immers sluitend bewijs voor het feit dat de beleggers het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, en zij nog aandeelhouder waren toen de inflatie uit de koers liep. In de situatie daarentegen waarin uit de *event study* niet blijkt dat de corrigerende mededeling resulteerde in een (statistisch significante) residuele koersdaling en/of waarin de eisende beleggers hun aandelen *niet* tot na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, kan het bewijs van causaal verband wél problematisch zijn. Resulteerde de corrigerende mededeling immers niet in een statistisch significante koersdaling, dan vormt dat op zichzelf een aanwijzing

314. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 256. Voor een aansprekend voorbeeld uit de Amerikaanse rechtspraak van zo'n *battle of experts* wijs ik op de uitspraak *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 309 F.R.D. 251 (N.D. Tex. 2015).

315. Zie over de (discretionaire) bevoegdheid van de rechter tot het benoemen van een deskundige uitgebreid De Groot 2012, p. 3-12.

316. Zie onder meer HR 6 december 2002, *NJ* 2003/63 (Goedèl R.A./Arts q.q.); HR 8 oktober 2004, *NJ* 2006/478, m.nt. J. Hijma (Van de Kamp Makelaardij B.V./Van der Veer Beleggingen B.V.); HR 20 mei 2005, *JA* 2005/65, m.nt. M.S.A. Vegter (X/Y); HR 9 september 2005, *NJ* 2006/619 (Navcom N.V./Philips Nederland N.V.); HR 13 januari 2006, ECLI:NL:HR:2006:AU3256 (Prepaid Cards BVBA e.a./Gnamam Telecom Center B.V. e.a.); HR 11 juli 2008, *NJ* 2008/401 (Restrepo/Thiel Corporation N.V.); HR 9 januari 2009, *NJ* 2011/252, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Landskroon/Van Egteren B.V.); HR 19 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3654 (X/Achmea Schadeverzekeringen N.V.), r.o. 3.4.1.

HOOFDSTUK 9

voor het feit dat de misleidende informatie de koers niet heeft beïnvloed, en het causaal verband derhalve ontbreekt. De eisende beleggers zullen in dat geval dus op een andere manier aannemelijk moeten (proberen te) maken dat – ondanks het uitblijven van een statistisch significante koersdaling naar aanleiding van de corrigerende mededeling – de door hen gestelde koersschade in causaal verband staat met de misleiding.³¹⁷ En ook wanneer de eisende beleggers hun aandelen reeds vóór de corrigerende mededeling hebben verkocht kan het causaliteitsbewijs problematisch zijn, aangezien de koersdaling die al dan niet intrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling in dat geval op geen enkele wijze indicatief is voor het antwoord op de vraag of deze beleggers als gevolg van de misleiding koersschade hebben geleden. Ook de beleggers die hun aandelen tussentijds hebben verkocht zullen het causaal verband dus op een andere manier aannemelijk moeten maken. Het zijn de hier gesignaleerde bewijsproblemen die in § 9.4.2.4 en § 9.4.2.5 centraal staan. In § 9.4.2.4 behandel ik eerst de procespositie van de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden voor het scenario waarin de corrigerende mededeling geen statistisch significante koersdaling tot gevolg had. In § 9.4.2.5 bespreek ik daarna de procespositie van de beleggers die hun aandelen reeds vóór de corrigerende mededeling hebben verkocht.

Voor het vervolg van § 9.4.2.4 doe ik een aantal aannames. Deze aannames doe ik, omdat onnodige complicaties in de analyse daarmee worden voorkomen. Tegelijkertijd zijn de aannames niet zodanig onrealistisch dat zij afbreuk doen aan de praktische relevantie van mijn betoog. In de eerste plaats ga ik ervan uit dat de litigieuze effecten op een efficiënte markt worden verhandeld. In de tweede plaats neem ik aan dat de vennootschap op een zeker moment een officiële corrigerende mededeling publiceert, waarin zij kenbaar maakt het beleggende publiek in het verleden verkeerd te hebben voorgelicht. In de derde plaats wordt aangenomen dat de koers over het tijdvak gelegen tussen het tijdstip waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan (c.q. het tijdstip waarop de litigieuze informatie voor de eerste keer werd achtergehouden) en het tijdstip van de corrigerende mededeling (hierna: ‘het tijdvak van de misleiding’), een dalend verloop kent.

b. Is de uitkomst van de event study dat de corrigerende mededeling niet resulteerde in een statistisch significante koersdaling, dan moet eerst de event study worden herzien

Wanneer de uitkomst van de *event study* is dat de officiële corrigerende mededeling niet resulteerde in een statistisch significante (residuele)

317. Zie in dit verband ook De Jong 2010, p. 287.

koersdaling, hoeft dat nog niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat de misleidende informatie geen koerseffect had. Zo is bijvoorbeeld denkbaar dat de misleiding door middel van een lek (resultierend in handel met voorkennis en/of geruchtevorming) voortijdig naar buiten is gekomen of dat de markt *op eigen kracht* tot een juiste voorstelling van zaken is gekomen.³¹⁸ In beide gevallen is de koersinflatie reeds voor de officiële corrigerende mededeling uit de koers gelopen, zodat op het moment van de corrigerende mededeling geen (statistisch significante) koersdaling meer wordt geobserveerd. Ook is denkbaar dat de corrigerende mededeling werd gecombineerd (of toevalligerwijs samenviel) met de publicatie van andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie die positief van aard was, waardoor het negatieve koerseffect van (het bekend worden van) de litigieuze informatie door het positieve koerseffect van de andere bedrijfsspecifieke informatie teniet werd gedaan. Het voorgaande maakt duidelijk dat wanneer enkel op basis van het uitblijven van een (statistisch significante) koersdaling naar aanleiding van de corrigerende mededeling de conclusie zou worden getrokken dat de misleidende informatie de koers niet heeft beïnvloed, de reële kans bestaat dat een valide *claim* ten onrechte wordt afgewezen.³¹⁹

Om de kans op zo'n verkeerde uitkomst (zoveel mogelijk) te verkleinen, doet men er verstandig aan om bij het beoordelen van het causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade niet te volstaan met het slechts uitvoeren van een *event study* rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling, en om alvorens een definitief oordeel te vellen, de analyse nog wat te verfijnen.³²⁰ Zo is het in de eerste plaats raadzaam om nog eens goed te kijken naar de ligging van de *event window*.³²¹ Met een correct (en zorgvuldig) gekozen *event window* zou het in het scenario waarin de misleiding door middel van een lek naar buiten is gekomen of waarin de markt *op eigen kracht* tot een juiste voorstelling van zaken is gekomen, namelijk in principe mogelijk moeten zijn om (het bekend worden van) de koersinflatie op te sporen.³²² In de tweede plaats

318. Zie hierover het vierde scenario in hoofdstuk 4.

319. Zie over dit probleem ook § 8.4.2.5. Zie in dit verband ook De Jong 2016b, § 4.5.

320. Wel wijs ik erop dat wanneer de *event study* in eerste instantie geen statistisch significante koersdaling oplevert, en de analyse naar het koerseffect van de misleiding vervolgens op de hier genoemde wijze wordt verfijnd, dit nieuwe (en derhalve extra) onzekerheden met zich mee kan brengen.

321. Zie in dit verband § 8.4.2.3 *sub b*.

322. Verder zou ook het analyseren van ontwikkelingen in het handelsvolume van het litigieuze aandeel kunnen helpen bij het opsporen van (het bekend worden van) de koersinflatie. Ik verwijs naar § 8.4.2.3 *sub b*, en de aldaar aangehaalde literatuur.

HOOFDSTUK 9

is het raadzaam om te kijken of het uitvoeren van een zogenoemde ‘content analysis’ en/of het werken met zogenoemde ‘earnings response coefficients’ wellicht uitsluitsel kan bieden.³²³ Deze technieken maken het in het scenario waarin de corrigerende mededeling wordt gecombineerd met de publicatie van andere (niet aan de misleiding gerelateerde) bedrijfsspecifieke informatie immers mogelijk het koerseffect van de misleiding te detecteren. Maar zelfs wanneer het na het verfijnen van de analyse de eisende beleggers niet lukt om voldoende overtuigend aan te tonen hoe en wanneer de gestelde koersinflatie uit de koers is gelopen, wil dat nog niet dat zij geen koersverlies hebben geleden dat in causaal verband staat met de misleiding. Het is in dat geval nog steeds mogelijk dat zij het causaliteitsbewijs rond krijgen, alleen kunnen zij voor dit bewijs dan niet de (uitkomst van de) zojuist genoemde *event study* gebruiken.³²⁴ Over de wijze waarop de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden in dat geval het causaal verband kunnen (proberen te) bewijzen, kom ik hierna te spreken *sub c*.

Ik wijs er nog op dat wanneer de *event study* (inclusief de daarin doorgevoerde aanpassingen en aangebrachte verfijningen) op zichzelf onvoldoende overtuigend aantoont dat sprake was van een statistisch significante koersdaling, dit de mogelijkheid onverlet laat dat zij in combinatie met ander beschikbaar bewijsmateriaal als steunbewijs dient. Het is namelijk geenszins uitgesloten dat *in samenhang bezien met* dit andere bewijsmateriaal de *event study* wel voldoende overtuigend bewijs oplevert voor een significante koersdaling (zie verder hierna *sub c*, en dan het slot van onderdeel 1.B).

c. Het causaal verband moet op een andere manier worden bewezen wanneer ook na het herzien van de event study geen significante koersdaling kan worden aangetoond

Kan ook na het herzien van de *event study* niet worden aangetoond hoe en wanneer de gestelde koersinflatie precies uit de koers is gelopen, dan moeten de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden het causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade op een andere manier bewijzen.

323. Zie in dit verband § 8.4.2.4 *sub a* en *sub b*.

324. Zie op dit punt kritisch over het Amerikaanse recht vanwege de zwaarwegende rol die aan de (uitkomst van de) *event study* wordt toegekend bij het bewijs van de koersinvloed van de misleidende informatie Brav & Heaton 2015, p. 586-587. Zie in dit verband ook Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 613-614; Hakala 2017, p. 24.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

Bij dit alternatieve bewijs moeten grosso modo twee groepen beleggers worden onderscheiden.³²⁵ Enerzijds de beleggers die het litigieuze aandeel hebben gekocht vlak nadat de misleidende mededeling werd gedaan (hierna: de 'vroege kopers'), en anderzijds de beleggers die het litigieuze aandeel op een later moment in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (hierna: de 'latere kopers'). Dit alternatieve bewijs behandel ik voor beide groepen beleggers hierna achtereenvolgens.

1. De vroege kopers

Voor de vroege kopers onderscheid ik in het kader van het causaliteitsbewijs twee scenario's. Ten eerste het scenario waarin de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling en (de inhoud van) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam. Ten tweede het scenario waarin de misleiding bestond uit het *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie) of waarin deze bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen (of althans, een grotere (negatieve) verrassing te voorkomen dan de verrassing waarmee de markt thans werd geconfronteerd). In het laatstgenoemde scenario werd het beleggende publiek met andere woorden misleid teneinde een (grotere) koersdaling af te wenden.

A. De misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, en de daarin vervatte informatie kwam voor de markt als een positieve verrassing

In het eerstgenoemde scenario kunnen de vroege kopers voor het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade in beginsel volstaan met het aantonen van een statistisch significante (residuele) koersreactie op het moment waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan.^{326, 327} Kan immers worden vastgesteld dat de misleidende mededeling resulteerde in een statistisch significante koersstijging, dan mag men ervan uitgaan dat de misleidende informatie de koers inderdaad heeft beïnvloed, en dat de beleggers die het litigieuze aandeel vlak na het tijdstip van publicatie van de misleidende mededeling hebben gekocht, hiervoor een kunstmatig

325. Zie over de relevantie van dit onderscheid voor het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1554-1562.

326. De meest voor de hand liggende manier om dit aan te tonen is door een *event study* uit te voeren rondom het tijdstip waarop de misleidende mededeling werd gedaan.

327. Zie over dit scenario in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1558.

HOOFDSTUK 9

hoge prijs hebben betaald. En wanneer eenmaal is vastgesteld dat de eisende beleggers het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht, is in het hier besproken geval voor het (bewijs van het) causaal verband in principe niet meer van belang hoe en wanneer de misleiding precies bekend is geworden, en hoe en wanneer de gestelde koersinflatie weer uit de koers is gelopen.³²⁸ Gegeven het feit dat de litigieuze effecten op een efficiënte markt worden verhandeld, mag men immers aannemen dat op het moment van de corrigerende mededeling alle koersinflatie inmiddels uit de koers is verdwenen, en omdat de hier bedoelde beleggers hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden (dat is in § 9.4.2.4 althans het uitgangspunt), mag men dan tevens aannemen dat deze beleggers de door hen betaalde koersinflatie niet meer hebben terugverdiend via een tussentijdse verkoop.

Kortom, in het scenario waarin de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling en (de inhoud van) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam, kunnen de beleggers die hun aandelen hebben gekocht vlak nadat de misleidende mededeling werd gepubliceerd, en die hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, bij het bewijs van het causaal verband in beginsel volstaan met het aantonen van een statistisch significante (residuele) koersstijging op het moment waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan.

B. Het beleggende publiek werd misleid teneinde een negatieve verrassing te voorkomen

In het scenario waarin het beleggende publiek werd misleid teneinde een *negatieve* verrassing te voorkomen (of althans, een grotere (negatieve) verrassing te voorkomen dan de verrassing waarmee de markt thans werd geconfronteerd), heeft het geen zin om in het kader van het causaliteitsbewijs te kijken naar de residuele koersdaling die al dan niet plaatsvond toen de misleidende mededeling werd gedaan (c.q. het moment waarop de litigieuze informatie werd achtergehouden).^{329, 330} In dat geval werd toen

328. Vgl. in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1557.

329. In het vervolg van § 9.4.2.4-§ 9.4.2.5 zal ik simpelweg refereren aan 'het tijdstip waarop de misleidende mededeling werd gedaan' en zal ik daar niet steeds aan toevoegen 'c.q. het tijdstip waarop de litigieuze informatie werd achtergehouden'.

330. Zie over dit scenario in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1558.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

de misleiding begon immers geen *nieuwe* informatie gepubliceerd (althans geen informatie die verband hield met de misleiding), dus de markt kon daar op dat moment ook niet op reageren.³³¹ In dit scenario zullen de beleggers die het litigieuze aandeel vlak na publicatie van de misleidende mededeling hebben gekocht het causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade dus op een andere manier moeten bewijzen. Deze alternatieve bewijsroute bestaat in dit geval uit *twee* afzonderlijke etappes.³³² De beleggers zullen in de eerste plaats (op een meer indirecte wijze) moeten aantonen dat de misleidende informatie een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gepubliceerd, zodat – gegeven het tijdstip waarop zij het litigieuze aandeel hebben gekocht – aannemelijk is dat zij hiervoor een kunstmatig hoge prijs hebben betaald (stap 1). Vervolgens moeten zij kunnen uitleggen waarom de corrigerende mededeling *niet* resulteerde in een statistisch significante koersdaling, terwijl de misleidende informatie naar hun oordeel *wel* tot koersinflatie heeft geleid (stap 2).

De eerstgenoemde bewijsopdracht bestaat op haar beurt uit *twee* elementen. De beleggers zullen *ten eerste* aannemelijk moeten maken dat de litigieuze informatie van het soort is dat normaal gesproken door de markt belangrijk wordt gevonden, en dat dit type informatie normaal gesproken van invloed is op de koers.³³³ Aan deze bewijsopdracht kunnen zij bijvoorbeeld voldoen door een *content analysis* uit te voeren.³³⁴ Daar bedoel ik in dit geval mee dat persberichten en analistenrapporten die in het verleden over de onderzochte beursvennootschap zijn verschenen op systematische wijze worden geanalyseerd, en dat daarbij zorgvuldig wordt gekeken op welke wijze en met welke frequentie

331. Zie over dit probleem § 8.4.2.2.

332. Vgl. in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1558.

333. Fox spreekt in dit verband van de ‘self-evident importance’ van de misleidende mededeling, zie Fox 2005b, p. 1558.

334. Een alternatieve manier om aan deze bewijsopdracht te voldoen, is door een ervaren aandelenanalist of andersoortige financieel-economische expert als (partij-)deskundige op te roepen en hem – op basis van zijn kennis, ervaring en/of intuïtie – gemotiveerd te laten verklaren dat de litigieuze informatie inderdaad van het soort is dat normaal gesproken als relevant wordt aangemerkt, en dat dit type informatie de koers normaal gesproken inderdaad beïnvloedt. Zie in dit verband bijvoorbeeld de Amerikaanse uitspraak *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 172 & n.26 (3d Cir. 2010). Vgl. in dit verband Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 619-620.

HOOFDSTUK 9

over dit type informatie werd gerapporteerd.^{335, 336} Blijkt uit deze analyse dat dit type informatie in persberichten en analistenrapporten vaak onderwerp is van discussie, dan vormt dat een sterke aanwijzing voor het feit dat dit type informatie door de markt belangrijk wordt gevonden. (De uitkomst van) deze *content analysis* zou kracht kunnen worden bijgezet met empirisch bewijs van het feit dat de publicatie van dit type informatie in de regel tot een statistisch significante (residuele) koersreactie leidt.^{337, 338} De beleggers zullen *in de tweede plaats* moeten aantonen dat aan de litigieuze informatie *ook in het concrete geval* door de markt belang werd gehecht, zodat aannemelijk is dat de litigieuze informatie de koers *daadwerkelijk* heeft beïnvloed.^{339, 340} Dit kunnen zij wederom doen door middel van een *content analysis*.³⁴¹ Het gaat in dit geval echter om een andersoortige *content analysis* dan de zojuist bedoelde *content analysis*. De *content analysis* waar het hier om gaat,

335. Zie over de techniek van *content analysis* § 8.4.2.4 *sub a*, en zie ook de aldaar aangehaalde literatuur.

336. Ik wijs erop dat het niet noodzakelijk is om de analyse te beperken tot persberichten en analistenrapporten die zijn verschenen over de onderzochte beursvennootschap. Desgewenst kunnen ook persberichten en analistenrapporten die betrekking op vennootschappen die vergelijkbaar zijn met de onderzochte vennootschap en die afkomstig zijn uit dezelfde sector (zogenoemde ‘peers’) in de analyse worden betrokken.

337. Aldus Fox 2005b, p. 1158.

338. Dit empirisch bewijs kan worden verkregen door met behulp van een *event study* te toetsen in hoeverre de publicatie van dit type informatie – gemiddeld genomen – resulteert in een statistisch significant abnormaal rendement. Ik wijs erop dat – in tegenstelling tot het type *event study* dat in het onderhavige onderzoek centraal staat en dat betrekking heeft op één enkel *event* bij één enkele vennootschap (de zogenoemde ‘single-firm, single-event study’) – het hier om een *event study* gaat die betrekking heeft op meerdere *events*. Evenals gold voor de eerdergenoemde *content analysis*, geldt ook voor deze *event study* dat de analyse zich niet hoeft te beperken tot de (residuele) koersreacties die zijn gemeten bij de onderzochte beursvennootschap. Ook de koersreacties die plaatsvonden naar aanleiding van de publicatie van dit type informatie bij *peers* van de onderzochte vennootschap, mogen in de analyse worden betrokken. In dat geval spreekt men van een ‘multiple firms, multiple events study’.

339. Vgl. in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1558.

340. De vaststelling dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, betekent in het scenario waarin de markt wordt misleid teneinde een *negatieve* verrassing te voorkomen, dat bij afwezigheid van de misleiding een (residuele) koersdaling zou zijn gemeten.

341. Een alternatieve manier om aan deze bewijsoopdracht te voldoen, is door een ervaren aandelenanalist of andersoortige financieel-economische expert als (partij-)deskundige op te roepen en hem – kennis, ervaring en/of intuïtie – gemotiveerd te laten verklaren dat *in het concrete geval* aan de litigieuze informatie inderdaad belang werd

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

houdt in dat alle persberichten en analistenrapporten die *rondom het tijdstip waarop de misleidende mededeling werd gedaan* over de onderzochte beursvennootschap zijn verschenen worden geanalyseerd, en dat wordt gekeken of de misleidende informatie daadwerkelijk door de markt werd opgepikt, en/of dat de achtergehouden informatie voor de markt daadwerkelijk een ‘issue’ was.³⁴²

Hebben de beleggers de eerste bewijshindernis (de eerdergenoemde stap 1) eenmaal genomen, dan moeten zij – zoals reeds opgemerkt – vervolgens kunnen uitleggen hoe het uitblijven van een statistisch significante koersdaling naar aanleiding van de corrigerende mededeling is te rijmen met hun stelling dat de misleidende informatie tot koersinflatie heeft geleid (de eerdergenoemde stap 2).³⁴³ Zij moeten met andere woorden kunnen aantonen dat van het totale koersverlies dat zij over het tijdvak van de misleiding hebben geleden een deel is terug te voeren op het uit de koers lopen (en derhalve afnemen) van de koersinflatie. De beleggers kunnen aan deze bewijslast voldoen door (eventueel met behulp van deskundigenbewijs) aannemelijk te maken dat zich tijdens het tijdvak van de misleiding een of meer van de volgende scenario’s hebben voorgedaan:³⁴⁴

- i. De misleiding is door middel van een lek (resultierend in handel met voorkennis en/of geruchtenvorming) geleidelijk bekend geworden, waardoor de koersinflatie geleidelijk uit de koers is gelopen.³⁴⁵
- ii. De markt is *op eigen kracht* tot een juiste voorstelling van zaken gekomen, waardoor de koersinflatie geleidelijk uit de koers is gelopen.³⁴⁶
- iii. De vennootschap heeft zich bezondigd aan het zogenoemde mechanisme van ‘walking down the stock price’, waardoor de koersinflatie geleidelijk uit de koers is gelopen.
- iv. De ware financiële toestand van de vennootschap is op grond van de zogenoemde ‘true financial condition theory’ geleidelijk bekend

gehecht, zodat aannemelijk is dat de litigieuze informatie de koers *daadwerkelijk* heeft beïnvloed. Zie in dit verband bijvoorbeeld de Amerikaanse uitspraak *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 172 & n.26 (3d Cir. 2010). Vgl. in dit verband Fisch, Gelbach & Klick 2018, p. 619-620.

342. Voor zover dat mogelijk is (in de zin van hanteerbaar en uitvoerbaar), is het uiteraard verstandig om ook berichten die in de *social media* over de onderzochte beursvennootschap zijn verschenen, in de analyse te betrekken.

343. Vgl. in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1558.

344. Voor een bespreking van de hier genoemde scenario’s verwijs ik naar hoofdstuk 4.

345. Ik wijs erop dat wanneer zich in werkelijkheid één van de eerste twee genoemde scenario’s heeft voorgedaan, het voortijdig uit de koers lopen van de koersinflatie in het ideale geval al zou worden gedetecteerd in het kader van de hierboven *sub b* bedoelde analyse.

346. Zie vorige voetnoot.

HOOFDSTUK 9

- geworden, als gevolg waarvan de koersinflatie geleidelijk is ‘uitgedoofd’.
- v. De marktwaarde van de misleidende informatie is onder invloed van externe factoren over het tijdvak van de misleiding zodanig afgenomen, dat de koersinflatie gaandeweg is verdwenen.^{347, 348}
 - vi. De inhoud van de misleidende informatie is over het tijdvak van de misleiding zodanig gewijzigd dat de informatie na verloop van tijd niet langer misleidend was, met als gevolg dat de koersinflatie is verdwenen.³⁴⁹

Interessant is nog op te merken dat in het hier besproken scenario voor het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade een bijzondere bewijsregel geldt.³⁵⁰ Deze regel houdt in dat de twee onderscheiden schakels in het bewijs van het causaal verband communicerende vaten zijn. Daarmee bedoel ik dat naarmate het bewijs voor de eerste schakel in de redenering overtuigender is (het bewijs dat de misleiding de koers heeft beïnvloed), het bewijs voor de tweede schakel (het bewijs dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding geleidelijk is afgenomen) minder overtuigend hoeft te zijn, en vice versa. De ratio van deze regel is dat wanneer de vroege kopers eenmaal overtuigend hebben aangetoond dat de misleiding een

347. Voor de wijze waarop de beleggers aannemelijk kunnen maken dat de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) onder invloed van externe factoren is afgenomen, verwijs ik naar de in § 8.4.3.2 besproken technieken.

348. Opgemerkt zij dat wanneer de beleggers aannemelijk proberen te maken dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding geleidelijk is afgenomen omdat de marktwaarde van de misleidende informatie (onder invloed van externe factoren) geleidelijk afnam, zij daarmee mijns inziens meteen de gedaagde munitie in handen geven voor een toerekeningsverweer ex art. 6:98 BW. Op grond van het materiële recht geldt naar mijn oordeel immers dat voor zover het door de beleggers geleden koersverlies is terug te voeren op een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie, dit niet aan de gedaagde kan worden toegerekend. Ik verwijs naar § 5.5.2.3 *sub a* en *sub b*.

349. Opgemerkt zij dat wanneer de beleggers aannemelijk proberen te maken dat de koersinflatie na verloop van tijd is verdwenen omdat de litigieuze informatie op een zeker moment niet langer misleidend was, zij daarmee mijns inziens meteen de gedaagde munitie in handen geven voor een toerekeningsverweer ex art. 6:98 BW. Op grond van het materiële recht geldt naar mijn oordeel immers dat voor zover het door de beleggers geleden koersverlies is terug te voeren op het feit dat de litigieuze informatie gaandeweg minder misleidend werd, dit niet aan de gedaagde kan worden toegerekend. Ik verwijs naar § 7.2.3.

350. Dit inzicht heb ik ontleend aan Fox 2005b, p. 1558.

koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, het minder relevant is hoe en wanneer de koersinflatie precies uit de koers is gelopen.³⁵¹ Men mag er immers van uitgaan dat op het moment van de corrigerende mededeling alle koersinflatie inmiddels uit de koers is verdwenen, en omdat de hier bedoelde beleggers hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden (dat is in § 9.4.2.4 althans het uitgangspunt), mag men er dan tevens van uitgaan dat deze beleggers de door hen betaalde koersinflatie niet meer hebben terugverdiend via een tussentijdse verkoop.

De zojuist genoemde bewijsregel kan voor de praktijk van groot belang zijn, aangezien – zoals we hierboven *sub b* (en elders in het boek)³⁵² al zagen – het voor de eisende beleggers niet altijd even gemakkelijk zal zijn om aan te tonen hoe en wanneer de koersinflatie precies uit de koers is gelopen. In het concrete geval kan deze regel met zich brengen dat wanneer een door de (deskundige van de) beleggers uitgevoerde *event study* op zichzelf onvoldoende overtuigend aantoont dat naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding sprake was van een statistisch significante koersdaling, deze *event study* in combinatie met het bewijs dat is aangevoerd ter onderbouwing van de stelling dat de misleiding een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, wél voldoende overtuigend bewijs oplevert voor een significante koersdaling. In dat geval dient de *event study* dus als steunbewijs.

2. De latere kopers

Ook voor de beleggers die het litigieuze aandeel op een later tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, bestaat het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de door hen gestelde koersschade

351. Ik benadruk dat wat het bewijs betreft dat de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen het hier besproken scenario verschilt van het hiervóór in onderdeel 1.A besproken scenario. In het laatstgenoemde scenario geldt namelijk dat wanneer de eisende beleggers eenmaal hebben aangetoond dat de misleidende informatie een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, in principe in het geheel niet meer relevant is hoe en wanneer de koersinflatie precies uit de koers is gelopen, terwijl in het hier besproken scenario in principe nog wél relevant is – doch in beperkte mate relevant – hoe en wanneer de koersinflatie uit de koers is gelopen als de beleggers de eerste bewijshindernis (de eerdergenoemde stap 1) eenmaal hebben genomen. Het hier aangeduide verschil hangt samen met het feit dat in het in onderdeel 1.A besproken scenario het bewijs van de stelling dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, op *directe* wijze wordt geleverd, terwijl in het hier besproken scenario dit bewijs op een *meer indirecte* wijze wordt geleverd.

352. Zie hoofdstuk 4, appendix; § 6.3.5; § 8.4.2.5. Zie ook § 9.3.3.3 *sub c*.

HOOFDSTUK 9

uit twee afzonderlijke schakels.³⁵³ In de eerste plaats zullen zij moeten aantonen dat de misleiding een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan (stap 1). Vervolgens moeten zij kunnen uitleggen waarom de corrigerende mededeling *niet* resulteerde in een statistisch significante koersdaling, terwijl de koers naar hun oordeel nog wel was geïnfleteerd toen zij het litigieuze aandeel kochten (stap 2).

Voor de eerstgenoemde bewijsopdracht moeten in dit geval twee scenario's worden onderscheiden. Ten eerste het scenario waarin de misleiding bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling en (de inhoud van) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing kwam. Ten tweede het scenario waarin de misleiding bestond uit het *niet* publiceren van relevante informatie (de misleidende omissie) of waarin deze bestond uit het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatieve* verrassing daarmee te voorkomen (of althans, een grotere (negatieve) verrassing te voorkomen dan de verrassing waarmee de markt thans werd geconfronteerd). In het eerste scenario kan het bewijs voor de eerste schakel van het causaal verband worden geleverd door aan te tonen dat de misleidende mededeling resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersstijging. In het tweede scenario heeft het echter geen zin om te kijken naar de (residuele) koersreactie die al dan niet plaatsvond toen de misleidende mededeling werd gedaan, aangezien op dat moment geen nieuwe informatie werd gepubliceerd (althans geen informatie die verband hield met de misleiding). In dit scenario zullen de beleggers dus op een andere manier moeten aantonen dat de misleiding de koers heeft beïnvloed. Dit alternatieve bewijs bestaat in dit geval uit twee elementen.³⁵⁴ *Ten eerste* zullen de beleggers aannemelijk moeten maken dat de litigieuze informatie van het soort is dat normaal gesproken door de markt belangrijk wordt gevonden, en dat dit type informatie normaal gesproken van invloed is op de koers. *Ten tweede* zullen zij moeten aantonen dat aan de litigieuze informatie *ook in het concrete geval* door de markt belang werd gehecht, zodat aannemelijk is dat de litigieuze informatie de koers *daadwerkelijk* heeft beïnvloed. De wijze waarop deze elementen kunnen worden bewezen, heb ik hiervoor reeds besproken in onderdeel 1.B (onder het kopje 'Het beleggende publiek werd misleid teneinde een negatieve verrassing te voorkomen').

Na het nemen van de eerste bewijshindernis (stap 1), moeten de beleggers vervolgens dus kunnen uitleggen hoe het uitblijven van een statistisch

353. Zie over dit onderscheidingsgeval in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, 1561.

354. Vgl. in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1561.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

significante koersdaling naar aanleiding van de corrigerende mededeling is te rijmen met hun stelling dat de koers nog wel was geïnfleteerd toen zij het litigieuze aandeel kochten (stap 2).³⁵⁵ Zij moeten met andere woorden kunnen aantonen dat tussen het tijdstip waarop zij het aandeel kochten en het tijdstip van de corrigerende mededeling (een deel van) de door hen gestelde koersinflatie uit de koers is gelopen. De beleggers kunnen aan deze bewijslast voldoen door (eventueel met behulp van deskundigenbewijs) aannemelijk te maken dat zich gedurende deze periode³⁵⁶ een of meer van de hierboven in onderdeel 1.B (onder het kopje ‘Het beleggende publiek werd misleid teneinde een negatieve verrassing te voorkomen’) genoemde scenario’s hebben voorgedaan.

Hierbij is nog van belang op te merken dat – anders dan voor de beleggers die het aandeel hebben gekocht vlak nadat de misleidende mededeling was gepubliceerd – voor de beleggers die het litigieuze aandeel op een later tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, *niet* de eerdergenoemde bewijsregel geldt dat de twee onderscheiden schakels in het bewijs van het causaal verband communicerende vaten zijn. In concreto betekent dit dat naarmate het bewijs voor de tweede schakel (het bewijs dat de koersinflatie over de genoemde periode is afgenomen) minder overtuigend is, dit gebrek aan overtuiging niet kan worden gecompenseerd met zéér overtuigend bewijs voor de eerste schakel (het bewijs dat de misleiding de koers heeft beïnvloed).³⁵⁷ Dit wordt verklaard door het feit dat wanneer de latere kopers eenmaal overtuigend hebben aangetoond dat de misleiding een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, dit op zichzelf nog niet hoeft te betekenen dat de koers ook nog was geïnfleteerd toen zij het aandeel kochten.³⁵⁸ Het is immers goed mogelijk dat de koersinflatie reeds tussen het tijdstip waarop de misleiding begon en het tijdstip van aankoop van de laatstgenoemde beleggers uit de koers is gelopen. Dit ligt anders voor de beleggers die het litigieuze aandeel meteen aan het begin van het tijdvak van de misleiding hebben gekocht. Kunnen zij namelijk overtuigend aantonen dat de misleiding een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, dan betekent dit voor hen – ik zou zeggen – ‘per definitie’ dat zij het aandeel tegen een geïnfleteerde koers hebben gekocht. Overigens is de observatie dat voor de latere kopers niet geldt dat de twee onderscheiden schakels in het causaliteitsbewijs communicerende vaten zijn, niet louter academisch van aard. Zij impliceert

355. Zie Fox 2005b, p. 1561.

356. Ik benadruk dat de hier bedoelde periode slechts een deel beslaat van het totale tijdvak van de misleiding.

357. Dit inzicht heb ik ontleend aan Fox 2005b, p. 1561.

358. Vgl. Fox 2005b, p. 1561.

HOOFDSTUK 9

namelijk dat wanneer de laatstgenoemde beleggers niet kunnen aantonen dat de koersinflatie tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van de corrigerende mededeling is afgenomen, hun vordering tot schadevergoeding onverkort zal worden afgewezen.

d. Voor het antwoord op de vraag of de misleiding überhaupt enige koersschade heeft veroorzaakt, hoeft alleen te worden gekeken naar de procespositie van de vroege kopers

Tot besluit van deze paragraaf over de procespositie van de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, wijs ik er nog op dat als men wil onderzoeken of de misleiding (voor een of meer beleggers) überhaupt enige koersschade heeft veroorzaakt, in principe alleen maar hoeft te worden gekeken naar het causaliteitsbewijs van de beleggers die het litigieuze aandeel hebben gekocht vlak nadat de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan.³⁵⁹ Voor zover de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, weet men namelijk zeker dat op de aandelen die door deze vroege kopers aan het begin van het tijdvak van de misleiding zijn gekocht, door een of meer beleggers koersschade wordt geleden die in causaal verband staat met de misleidende informatie. Voor het antwoord op de vraag of de misleiding überhaupt enige koersschade heeft veroorzaakt, doet het er vervolgens niet zoveel meer toe of de vroege kopers hun aandelen al dan niet tot na de corrigerende mededelingen hebben aangehouden, en zo nee, hoe vaak de desbetreffende aandelen nadien nog van eigenaar zijn gewisseld. Voor de aandelen die aan het begin van het tijdvak van de misleiding zijn gekocht, kan namelijk met zekerheid worden gezegd dat de totale schade die – over het gehele tijdvak van de misleiding bezien – door een of meer (kopende) beleggers op deze aandelen wordt geleden, gelijk is aan de koersinflatie die aanwezig was aan het begin van het tijdvak van de misleiding. Meer in het algemeen kan men zeggen, dat voor elk aandeel dat in het tijdvak gelegen tussen (het tijdstip van) de initiële misleidende mededeling of omissie en (het tijdstip van) de corrigerende mededeling ten minste één keer wordt gekocht geldt, een of meer (kopende) beleggers via (de aankoop van) dat aandeel schade lijden.³⁶⁰ De totale schade die op dat aandeel door een of meer kopers wordt geleden, is gelijk aan de koersinflatie die aanwezig was toen het aandeel voor de eerste keer tijdens het tijdvak van de misleiding werd gekocht (voor zover er op het desbetreffende tijdstip althans sprake was van koersinflatie).³⁶¹

359. Zie over deze kwestie in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1562-1563.

360. Aldus Fox 2005b, p. 1562.

361. Idem.

9.4.2.5 *De procespositie van de beleggers die hun aandelen reeds vóór de officiële corrigerende mededeling hebben verkocht*

a. Inleiding

Evenals in de situatie waarin de officiële corrigerende mededeling *niet* resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersdaling, en de eisende beleggers hun aandelen tot na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, kan ook in de situatie waarin de eisende beleggers hun aandelen vóór de corrigerende mededeling weer hebben verkocht, het bewijs van het causaal verband (in zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de beleggers gestelde koersschade problematisch zijn. De (residuele) koersdaling die al dan niet intrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling, is in dat geval immers op geen enkele wijze indicatief voor het antwoord op de vraag of de desbetreffende beleggers koersverlies hebben geleden dat in causaal verband staat met de misleiding. De beleggers die hun aandelen vóór de corrigerende mededeling weer hebben verkocht, zullen het causaal verband dus moeten aantonen zonder dat gebruik kan worden gemaakt van de (uitkomst van de) *event study* uitgevoerd rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling. Voor dit causaliteitsbewijs van de tussentijdse verkopers kunnen wederom grofweg twee groepen beleggers worden onderscheiden. Enerzijds de beleggers die het litigieuze aandeel hebben gekocht vlak nadat de misleidende mededeling werd gedaan (hierna: de ‘vroege kopers’), en anderzijds de beleggers die het litigieuze aandeel op een later moment in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht (hierna: de ‘latere kopers’). Voor beide groepen beleggers behandel ik het causaliteitsbewijs hierna achtereenvolgens. Vooraf merk ik nog op dat ik in § 9.4.2.5 uitga van dezelfde aannames als in § 9.4.2.4 (zie het slot van § 9.4.2.4 *sub a*).

b. De vroege kopers

Ook voor de groep beleggers die zijn aandelen vóór de corrigerende mededeling weer heeft verkocht, geldt dat het causaliteitsbewijs voor de vroege kopers bestaat uit twee afzonderlijke schakels.³⁶² De vroege kopers zullen in de eerste plaats moeten aantonen dat de misleidende informatie een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, zodat – gegeven het tijdstip waarop zij het litigieuze aandeel hebben gekocht – kan worden aangenomen dat zij hiervoor een kunstmatig hoge prijs hebben betaald (stap 1). Voor de wijze waarop zij aan deze bewijslast kunnen

362. Zie over dit onderscheidingsgeval in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1559-1560.

HOOFDSTUK 9

voldoen, verwijs ik naar § 9.4.2.4 *sub c* (onderdeel 2 onder het kopje ‘De latere kopers’).³⁶³

Overigens past hierbij wel de kanttekening dat in het scenario waarin de corrigerende mededeling resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersdaling, de hier bedoelde beleggers aannemelijk zullen moeten maken dat aan het begin van het tijdvak van de misleiding sprake was van *extra koersinflatie* bovenop het bedrag van de (residuele) koersdaling die werd gemeten naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding.³⁶⁴ Was de koersinflatie aan het begin van het tijdvak van de misleiding immers ongeveer even groot als (of kleiner dan) het bedrag van de laatstgenoemde koersdaling, dan is dat een sterke aanwijzing voor het feit dat de tussentijdse verkopers de door hen betaalde koersinflatie (via hun tussentijdse verkoop) weer hebben terugverdiend (en daarnaast eventueel zelfs van de misleiding hebben geprofiteerd), en zij derhalve geen koersverlies hebben geleden dat in causaal verband staat met de misleiding.

Vervolgens zullen de beleggers aannemelijk moeten maken dat (een deel van) de door hen gestelde (extra)³⁶⁵ koersinflatie vóór het moment waarop zij hun aandeel verkochten weer uit de koers is gelopen (stap 2). Aan deze bewijslast kunnen zij voldoen door (eventueel met behulp van deskundigenbewijs) aan te tonen dat zich tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van (tussentijdse) verkoop een of meer van de in § 9.4.2.4 *sub c* (in onderdeel 1.B onder het kopje ‘Het beleggende publiek werd misleid teneinde een negatieve verrassing te voorkomen’) genoemde scenario’s heeft voorgedaan.

Hierbij is nog van belang op te merken dat voor de beleggers die hun aandelen tussentijds hebben verkocht, *niet* de in § 9.4.2.4 genoemde bewijsregel geldt dat naarmate het bewijs voor de tweede schakel van het causaal verband (het bewijs dat de koersinflatie vóór het tijdstip van de tussentijdse verkoop uit de koers is gelopen) minder overtuigend is, dit gebrek aan overtuiging kan worden gecompenseerd met zéér overtuigend bewijs voor de eerste schakel (het bewijs dat de misleiding de koers heeft beïnvloed).³⁶⁶ Als de tussentijdse verkopers namelijk overtuigend hebben aangetoond dat de misleiding een koerseffect had toen de misleidende

363. Ik benadruk dat het geen vergissing is dat ik voor de *vroege* kopers in dit verband verwijs naar het onderdeel in § 9.4.2.4 dat betrekking heeft op de *latere* kopers.

364. Vgl. Fox 2005b, p. 1560.

365. In het scenario waarin de corrigerende mededeling resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersdaling, gaat het hier zoals reeds opgemerkt om de *extra koersinflatie* bovenop het bedrag van de (residuele) koersdaling die werd gemeten naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding.

366. Dit inzicht heb ik ontleend aan Fox 2005b, p. 1559.

mededeling werd gedaan, hoeft dit op zichzelf nog niet te betekenen dat zij als gevolg van de misleiding koersschade hebben geleden. Het is immers goed mogelijk dat toen zij hun aandeel verkochten de koers nog was geïnfleteerd, en de koersinflatie pas nadien uit de koers is gelopen. In dat geval hebben zij met hun tussentijdse verkoop de door hen betaalde koersinflatie weer terugverdiend. Dat de eerdergenoemde bewijsregel voor de tussentijdse verkopers niet opgaat, betekent in concreto dat wanneer zij niet kunnen aantonen dat (een deel van) de door hen gestelde (extra) koersinflatie tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van (tussentijdse) verkoop weer uit de koers is gelopen, hun vordering tot schadevergoeding onverkort zal worden afgewezen.

c. De latere kopers

Na bovenstaande uiteenzetting van het bewijs van het causaal verband voor de tussentijdse verkopers die het litigieuze aandeel hebben gekocht vlak nadat de misleidende mededeling werd gedaan, kan ik kort zijn over het causaliteitsbewijs voor de tussentijdse verkopers die het litigieuze aandeel op een later tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht.³⁶⁷ De analyse komt voor beide groepen beleggers namelijk nagenoeg overeen. Er is echter sprake van één relevant verschil, en dat is dat de latere kopers een nog net iets lastigere bewijspositie hebben dan de vroege kopers.³⁶⁸ Dit wordt als volgt ingezien. Als de eisende beleggers overtuigend hebben aangetoond dat de misleiding een koers-effect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, levert dit voor de vroege kopers overtuigend bewijs op van het feit dat zij hun aandelen tegen een geïnfleteerde koers hebben gekocht. Om het causaliteitsbewijs te vervolmaken, hoeven zij dan alleen nog aannemelijk te maken dat de door hen betaalde (extra) koersinflatie vóór het tijdstip van hun tussentijdse verkoop weer uit de koers is gelopen. Dit laatste ligt anders voor de beleggers die het litigieuze aandeel op een later tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht. Het feit dat overtuigend is aangetoond dat de misleidende informatie een koerseffect had toen de misleidende mededeling werd gedaan, levert voor de latere kopers immers nog geen sluitend bewijs op van het feit dat ook zij hun aandelen tegen een geïnfleteerde koers hebben gekocht. Het is namelijk geenszins uitgesloten dat toen zij hun aandeel kochten de koersinflatie alweer uit de koers was gelopen. Alvorens aan de tweede bewijsopdracht (de eerdergenoemde stap 2) toe te komen, zullen de latere kopers dus eerst nog moeten bewijzen dat op het moment van hun aankoop de koers nog steeds was geïnfleteerd.

367. Zie over dit onderscheidingsgeval in het kader van het bewijs van *loss causation* naar Amerikaans recht Fox 2005b, p. 1562.

368. Dit aspect wordt door Fox mijns inziens enigszins veronachtzaamd, zie Fox 2005b, p. 1562.

HOOFDSTUK 9

9.4.3 *Het verlichten van de bewijslast van de belegger via toepassing van het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid of het leerstuk van het verlies van een kans*

Als de belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, er niet in slaagt met een redelijke mate van waarschijnlijkheid aan te tonen dat de door hem gestelde koersschade in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleiding c.q. dat hij als gevolg van de misleiding koersschade heeft geleden, zou eventueel ook een zogenoemde ‘proportionele benadering’ soelaas kunnen bieden.³⁶⁹ Daarmee bedoel ik dat de onzekerheid die bestaat bij de vraag of de misleiding de koers daadwerkelijk heeft beïnvloed en de belegger het litigieuze aandeel daardoor daadwerkelijk tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, wordt ‘opgelost’ door toepassing te geven aan het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid dan wel het leerstuk van (de vergoeding van) kansschade. Zonder de pretentie te hebben alle gevallen te overzien, noem ik hier drie (categorieën van) gevallen waarin een proportionele oplossing de belegger eventueel van pas zou kunnen komen. Hoewel in de onderstaande gevallen zowel het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid als het leerstuk van kansschade geschikt is om de bewijslast van de belegger te verlichten (althans, in theorie), zal ik mij hier gemakshalve beperken tot het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid (dus de regel zoals geformuleerd in het arrest Nefalit/Karamus).³⁷⁰

Het eerste geval waarin een proportionele oplossing de belegger in zijn (zware) bewijslast tegemoet zou kunnen komen, is de situatie waarin de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld aan het eind van het tijdvak van de misleiding fundamenteel en/of informatieel *inefficiënt* was.³⁷¹ Als in dat geval met behulp van een *event study* naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding een (statistisch significante) residuele koersdaling wordt geobserveerd, levert dat voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij ook bij

369. Zie over de proportionele benadering als oplossing voor causaliteitsonzekerheid in het algemeen reeds § 1.4.3, en zie ook de aldaar aangekaarte (en hopelijk afgekaarte) terminologische discussie omtrent het begrip ‘proportionele aansprakelijkheid’.

370. HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Nefalit/Karamus), r.o. 3.13. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de Hoge Raad in het arrest Nationale Nederlanden/S. en L. zelf zegt dat de in het arrest Nefalit/Karamus geformuleerde rechtsregel ‘ook wel wordt aangeduid als *proportionele aansprakelijkheid*’ (curs. *ACWP*), HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237, r.o. 4.2, eerste volzin.

371. Dit geval is reeds genoemd door De Jong 2010, p. 277.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, in beginsel geen sluitend bewijs op voor zijn stelling dat de door hem gestelde koersschade in causaal verband staat met de misleiding.³⁷² In geval van een (fundamenteel en/of informatieel) inefficiënte markt wordt men namelijk zowel bij het uitvoeren als bij de interpretatie van de *event study* met complicaties geconfronteerd, waardoor de (uitkomst van de) *event study* onbetrouwbaar wordt.³⁷³ Toepassing van proportionele aansprakelijkheid zou er in dit geval op neerkomen dat de rechter de aansprakelijk gestelde persoon of rechtspersoon veroordeelt tot vergoeding van het bedrag van de geobserveerde (residuele) koersdaling *in evenredigheid met* de kans dat deze koersdaling daadwerkelijk door (het bekend worden van) de misleiding is veroorzaakt.^{374, 375} In de praktijk zal het doorgaans lastig zijn om voor het begroten van deze kans objectieve aanknopingspunten te vinden, waardoor de kansschatting nogal speculatief zal zijn.³⁷⁶ Dit laatste vormt op zichzelf overigens een argument om proportionele aansprakelijkheid in dit geval *niet* toelaatbaar te achten (zie ook hierna).

Het tweede geval waarin proportionele aansprakelijkheid soelaas zou kunnen bieden, is de situatie waarin de markt aan het eind van het tijdvak van de misleiding weliswaar efficiënt was, maar waarin zij aan het begin van het tijdvak (fundamenteel en/of informatieel) *inefficiënt* was.³⁷⁷ Wordt in dat geval naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding een (statistisch significante) residuele koersdaling gemeten, dan levert dat voor de beleggers die het litigieuze aandeel vroeg in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht in beginsel geen sluitend

372. Ik wijs erop dat er een extra complicatie speelt wanneer de markt tevens aan het begin van het tijdvak van de misleiding *inefficiënt* was, maar van deze complicatie abstraheer ik hier gemakshalve even.

373. Zie over deze complicaties uitgebreid § 8.5.2-§ 8.5.3.

374. Vgl. voor het op deze wijze formuleren van de proportionaliteit HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.), r.o. 4.2 en HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (Deloitte/H. & H. Beheer e.a.), r.o. 3.5.2.

375. Het is overigens goed mogelijk dat voor een deel van de geobserveerde (residuele) koersdaling bij voorbaat duidelijk is dat dit deel die *niet* (direct) door de misleiding is veroorzaakt. Dit deel dient bij de schadevaststelling dan uiteraard buiten beschouwing te worden gelaten. De proportionele oplossing dient alleen te worden toegepast op het deel van de geobserveerde koersdaling waarvan het causaal verband met de misleiding onzeker is.

376. Vgl. De Jong 2010, p. 277.

377. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan misleiding van het beleggende publiek in het kader van een beursgang, waarbij in de primaire markt en de directe *after market* doorgaans nog geen sprake is van (volledige) marktefficiëntie.

HOOFDSTUK 9

causaliteitsbewijs op.³⁷⁸ Vanwege de marktinefficiëntie aan het begin van het tijdvak van de misleiding, vormt de geobserveerde (residuele) koersdaling in dat geval immers geen betrouwbare schatting van het koerseffect van de misleiding toen de misleiding begon.³⁷⁹ Dit ondanks het feit dat de markt toen de misleiding naar buiten kwam wél efficiënt was, en de (uitkomst van de) *event study* daarmee dus op zichzelf betrouwbaar is. Een proportionele oplossing zou in dit geval kunnen inhouden, dat de beleggers die het litigieuze aandeel aan het begin van het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, recht hebben op vergoeding van het bedrag van de geobserveerde (residuele) koersdaling *in evenredigheid met* de kans dat dit bedrag aan koersinflatie reeds van meet af aan aanwezig was. Ook voor deze kans geldt uiteraard dat de schatting ervan nogal speculatief kan zijn.

Een proportionele oplossing zou in de derde plaats van pas kunnen komen in de situatie waarin de markt weliswaar over het gehele tijdvak van de misleiding efficiënt was, maar waarin het de eisende belegger desondanks niet lukt om (met een redelijke mate van waarschijnlijkheid) aan te tonen dat de door hem gestelde koersschade in causaal verband staat met de misleiding, bijvoorbeeld omdat uit de *event study* niet blijkt dat de corrigerende mededeling resulteerde in een (statistisch significante) residuele koersdaling, en/of omdat de eisende belegger zijn aandelen reeds vóór de officiële corrigerende mededeling heeft verkocht.³⁸⁰ In dit verband kan met name worden gedacht aan de in § 9.4.2.4 en § 9.4.2.5 gesignaleerde bewijsproblemen. Zoals beschreven in § 9.4.2.4, wordt in de situatie waarin uit de *event study* niet blijkt dat de corrigerende mededeling resulteerde in een (statistisch significante) residuele koersdaling, de eisende belegger geconfronteerd met een knellende bewijslast, omdat het uitblijven van een koersdaling dan op zichzelf een aanwijzing vormt voor het feit dat de misleiding de koers *niet* heeft beïnvloed, en het causaal verband derhalve ontbreekt.³⁸¹ De belegger zal in dat geval het causaal verband dus op een andere manier – dat wil zeggen zonder gebruik te maken van de (uitkomst van de) *event study* uitgevoerd rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling – aannemelijk moeten (proberen te) maken.³⁸² En ook in de situatie waarin de eisende belegger zijn aandelen

378. Volledigheidshalve merk ik op dat dit probleem niet speelt voor de beleggers die het litigieuze aandeel op een later tijdstip in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht.

379. Zie in dit verband ook § 5.3.8 en § 9.4.2.3 *sub d*.

380. Anders De Jong 2010, p. 277. Begrijp ik De Jong goed, dan is hij van mening dat wanneer de eisende belegger er niet in slaagt om bij een efficiënte markt met behulp van een *event study* een (statistisch significante) residuele koersdaling aan te tonen, zijn vordering tot schadevergoeding onverkort dient te worden afgewezen.

381. Zie § 9.4.2.4 *sub a*.

382. Voor een bespreking van deze alternatieve bewijsroute verwijs ik naar mijn analyse in § 9.4.2.4 *sub c*.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

tussentijds heeft verkocht, heeft de belegger te maken met een zware bewijslast, aangezien de (residuele) koersdaling die al dan niet intrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling in dat geval op geen enkele wijze indicatief is voor het antwoord op de vraag of hij als gevolg van de misleiding koersschade heeft geleden.³⁸³ Ook de tussentijdse verkoper zal het causaal verband dus op een andere manier aannemelijk moeten (proberen te) maken.³⁸⁴ Als het in de hier genoemde situaties de eisende belegger nu ook niet lukt om via de in § 9.4.2.4 en § 9.4.2.5 geschetste alternatieve bewijsroutes aan te tonen dat de door hem gestelde koersschade in causaal verband staat met de misleiding, zou dus eventueel het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid nog een uitweg kunnen bieden. Deze oplossing zou er in dit geval op neerkomen dat de rechter de aansprakelijk gestelde persoon of rechtspersoon veroordeelt tot vergoeding van het bedrag van de door de belegger gestelde koersschade *in evenredigheid met* de kans dat deze koersschade daadwerkelijk door (het bekend worden van) de misleiding is veroorzaakt.³⁸⁵

Hoewel het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid in de bovengenoemde gevallen *in theorie* een geschikt instrument is om de bewijslast van de belegger te verlichten, denk ik niet dat de Hoge Raad proportionele aansprakelijkheid als oplossing voor de hier bedoelde causaliteitsonzekerheid wenst te aanvaarden.^{386, 387} Behoudens de door de Hoge Raad in het Fortis/Bourgonje-arrest³⁸⁸ bepleite terughoudendheid die voor (het toepassen van) proportionele aansprakelijkheid in elk geval in acht moet worden genomen, heb ik hiervoor twee argumenten. In de eerste plaats overwoog de Hoge Raad in het World Online-arrest dat ‘ten aanzien van het bestaan (...) van de schade (...) in beginsel *de gewone*

383. Zie § 9.4.2.4 *sub a* en § 9.4.2.5 *sub a*.

384. Voor een bespreking van deze alternatieve bewijsroute verwijs ik naar mijn analyse in § 9.4.2.5 *sub b* en *sub c*.

385. Wederom is goed denkbaar dat voor een deel van de door de belegger gestelde koersschade bij voorbaat duidelijk is dat dit deel die *niet* (direct) door de misleiding is veroorzaakt. Dit deel dient bij de schadevaststelling dan uiteraard buiten beschouwing te worden gelaten. De proportionele oplossing dient alleen te worden toegepast op het deel van de koersschade waarvan het causaal verband met de misleiding onzeker is.

386. Zie in gelijke zin reeds De Jong 2010, p. 277 en p. 297.

387. Ik vermoed dat de Hoge Raad ook het leerstuk van kansschade niet wenst te aanvaarden als oplossing voor de hier bedoelde onzekerheid, al ben ik daar naar aanleiding van het arrest Deloitte/H. & H. Beheer e.a. (HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237 m.nt. S.D. Lindenbergh) wel iets minder zeker van.

388. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Fortis/Bourgonje), r.o. 3.8-3.9.

HOOFDSTUK 9

bewijsregels (...) gelden' (curs *ACWP*).³⁸⁹ Voor de belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, betekent deze overweging mijns inziens niets anders dan dat het *op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv* aan hem is om aan te tonen dat de misleiding de koers heeft beïnvloed, hij daardoor het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, en hij nog aandeelhouder was toen de misleiding geheel of gedeeltelijk bekend werd en de koersinflatie geheel of gedeeltelijk uit de koers liep.³⁹⁰ Een dergelijke bewijsopdracht lijkt geen ruimte te laten om met behulp van proportionele aansprakelijkheid de belegger in zijn (knellende) bewijslast tegemoet te komen. In de tweede plaats laat in de bovengenoemde gevallen de kans dat de door belegger gestelde koersschade in causaal verband staat met de misleiding zich moeilijk op objectieve en wetenschappelijke wijze vaststellen (dit geldt uitdrukkelijk *niet* voor het geval de *event study* wél uitsluitel zou bieden).³⁹¹ Het schatten van deze kans zal dus met de nodige speculatie gepaard gaan, en dat is voor de Hoge Raad denk ik op zichzelf een reden om proportionele aansprakelijkheid in deze gevallen niet toe te laten.³⁹²

Tot besluit wijs ik er nog op dat wanneer in bovengenoemde gevallen het onzekere causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade niettemin wordt 'opgelost' met behulp van proportionele aansprakelijkheid, dit niet betekent dat het aldus proportioneel vastgestelde schadebedrag ook meteen (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. Een eventuele (verdere) vermindering van de schadevergoeding op grond van titel 6.1.10 BW blijft namelijk onverminderd mogelijk.³⁹³ Zo zou de gedaagde onder omstandigheden bijvoorbeeld het (eigenschuld)verweer kunnen voeren dat voor zover de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed en de eisende belegger het litigieuze aandeel hierdoor tegen een geïnflateerde koers heeft moeten kopen, de

389. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

390. Zie over (de betekenis van) deze overweging reeds § 9.2.4.

391. Vgl. Tjong Tjin Tai in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 (Fortis/Bourgonje). Vgl. ook Lindenbergh & Pape *AA* 2011, afl. 10, p. 724-725 en De Jong & Arons 2013, p. 378.

392. Zie over dit argument in het kader van (het al dan niet toelaten van) proportionele aansprakelijkheid als oplossing voor een onzeker causaal verband tussen de misleiding en de *beleggingsbeslissing* reeds § 1.4.4.2.

393. Zie in dit verband ook het arrest HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236 m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (Nationale Nederlanden/S. en L.), r.o. 4.4. En zie voorts Hof Arnhem-Leeuwarden 4 juni 2013, *ECLI:NL:GHARL:2013:CA2120*, *JA* 2013/119, m.nt. H.J. Delhaas (X/Notariskantoor Oosterhesselen), r.o. 2.22-2.24.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

koersschade van de belegger mede is te wijten aan een omstandigheid die hem kan worden toegerekend (of althans, mede aan een omstandigheid die in zijn risicosfeer ligt).³⁹⁴

9.4.4 *Het bewijs van de omvang van de koersschade*

9.4.4.1 *Inleiding*

Wanneer eenmaal is vastgesteld dat de door de belegger gestelde koersschade in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleiding (c.q. dat de belegger als gevolg van de misleiding koersschade heeft geleden), zal vervolgens de omvang van deze koersschade moeten worden vastgesteld.³⁹⁵ Voor de belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *tegen een gunstigere koers* zou hebben gekocht, betekent dit dat moet worden bepaald *welk bedrag* hij als gevolg van de misleiding te veel voor zijn aandelen heeft betaald. Voor deze exercitie kan dankbaar gebruik worden gemaakt van het in de Amerikaanse praktijk ontwikkelde raamwerk van de zogenoemde 'price line' en 'value line'.³⁹⁶ In concreto houdt dit in dat eerst het hypothetische koersverloop in kaart wordt gebracht, dat wil zeggen het koersverloop zoals zich dat in de hypothetische situatie zonder misleiding zou hebben ontwikkeld en dat vervolgens dit hypothetische koersverloop wordt vergeleken met het koersverloop zoals zich dat in werkelijkheid heeft gerealiseerd. Aldus kan voor ieder tijdstip binnen het tijdvak van de misleiding de (omvang van de) koersinflatie worden vastgesteld en al naar gelang het tijdstip van aankoop kan daarna voor iedere benadeelde belegger worden bepaald welk bedrag aan koersinflatie hij (te veel) heeft betaald.³⁹⁷ Op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv mag worden aangenomen dat het in beginsel aan de eisende beleggers is om het hypothetische koersverloop aannemelijk te maken. Dit is ook in lijn met het World-Online-arrest, waarin de Hoge Raad oordeelde dat bij het

394. Voor een bespreking van de verschillende eigenschuldverweren die de gedaagde kan voeren ten opzichte van de belegger die (stelt dat hij) ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, verwijs ik naar § 5.6.2.

395. Zoals besproken in § 9.4.3, is onder omstandigheden niet uitgesloten dat bij het 'vaststellen' van het causaal verband tussen de misleiding en de door belegger gestelde koersschade gebruik wordt gemaakt van proportionele aansprakelijkheid.

396. Zie hierover uitgebreid § 8.4.3-§ 8.4.4.

397. Vgl. in dit verband de uitspraken Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd), r.o. 5.37 en Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022, r.o. 2.54 (beide uitspraken betreffen de zaak Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.).

HOOFDSTUK 9

bewijs van het bestaan en de omvang van de schade in beginsel de gewone regels van stelplicht en bewijslast van toepassing zijn.³⁹⁸

De verdere opbouw van deze paragraaf is als volgt. In § 9.4.4.2 begin ik de analyse met een bespreking van het bewijs van – en het processuele debat over – de hypothetische koerslijn. Hierbij zal ik (*sub a*) eerst in grote lijnen de inzet van de verschillende procespartijen schetsen bij het processuele debat over het hypothetische koersverloop, daarna zal ik (*sub b*) aandacht besteden aan de bewijswaardering van het door de eisende beleggers bepleite hypothetische koersverloop en de procespositie van de gedaagde ten aanzien van dit verloop, en tot slot zal ik (*sub c*) ingaan op het (in de praktijk vaak voorkomende) verschijnsel van elkaar tegensprekende deskundigenberichten (de zogenoemde ‘battle of experts’) en op het – mede als gevolg hiervan – door de rechter vaststellen van de koersinflatie aan de hand van de voorlichting door een onafhankelijke deskundige. In § 9.4.4.3 bespreek ik daarna de vervolgstap in het bewijs van de (omvang van de) koersschade: het door de eisende beleggers overleggen van hun individuele transactiegegevens. Tot besluit ga ik in § 9.4.4.4 in op het bewijs van de (omvang van de) koersschade in de situatie waarin de eisende beleggers – naast het bedrag van de eigenlijke koersinflatie – tevens vergoeding vorderen van andersoortige koersschade die met de misleiding samenhangt.

Ik heb nog een opmerking vooraf. Bij de bespreking van het bewijs van de hypothetische koerslijn in § 9.4.4.2 beperk ik mijn analyse tot de door de eisende beleggers geleden koersschade *per gekocht aandeel*. Ik abstraheer daar dus voornamelijk van de omstandigheid dat de meeste beleggers over het tijdvak van de misleiding meer dan één aandeel zullen hebben gekocht.

9.4.4.2 *Het bewijs van de hypothetische koerslijn*

a. Inzet van de verschillende procespartijen bij het debat over de hypothetische koerslijn

Zoals besproken in hoofdstuk 8, kan bij het modelleren van de hypothetische koerslijn (en daarmee van de koersinflatie) in beginsel gebruik worden gemaakt van twee verschillende methoden: enerzijds *back casting* en anderzijds *forward casting*.³⁹⁹ *Back casting* houdt kort gezegd in, dat eerst met behulp van een *event study* het koerseffect van de misleidende informatie wordt bepaald op het moment waarop de misleiding bekend werd en dat vervolgens het hypothetische koersverloop wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *terug te werken* in de tijd,

398. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

399. Zie § 8.4.3 respectievelijk § 8.4.4.

uitgaande van de op het moment van de bekendwording van de misleiding geobserveerde residuele koersdaling.⁴⁰⁰ *Forward casting* houdt kort gezegd in, dat eerst de koersinflatie wordt geschat op het moment waarop de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan (c.q. het moment waarop de litigieuze informatie (voor de eerste keer) werd achtergehouden) en dat vervolgens het hypothetische koersverloop wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *vooruit te werken* in de tijd, uitgaande van het bedrag van de geschatte koersinflatie toen de misleiding begon.⁴⁰¹ In het hiernavolgende zal ik in grote lijnen iets zeggen over de inzet van de verschillende procespartijen bij het debat over (het verloop van) de hypothetische koerslijn. Ik zal toelichten dat deze inzet mede afhankelijk is van de methode die in het concrete geval wordt gebruikt om de hypothetische koerslijn te construeren.

1. Inzet van de verschillende procespartijen bij het modelleren van de hypothetische koerslijn aan de hand van back casting

Wanneer de eisende beleggers ervoor kiezen om bij het modelleren van de hypothetische koerslijn gebruik te maken van *back casting*, zullen zij in de eerste plaats proberen een zo groot mogelijke residuele koersdaling aannemelijk te maken op het moment waarop de misleiding (officieel) bekend werd. Het laatstgenoemde tijdstip vormt bij *back casting* immers het startpunt van waaruit wordt *teruggewerkt* in de tijd, waardoor de (residuele) koersdaling die op dat moment werd geobserveerd het fundament legt voor (de omvang van) de over het tijdvak van de misleiding gemodelleerde koersinflatie. De gedaagde zal daarentegen inzetten op een zo klein mogelijke residuele koersdaling. Overigens teken ik hierbij wel aan dat het in de praktijk meestal zo zal zijn dat de discussie over de hier bedoelde (residuele) koersdaling al grotendeels is gevoerd in het kader van het processuele debat over het causaal verband tussen de misleiding en de door belegger gestelde koersschade c.q. het debat over het *bestaan* van (rechtens relevante) koersschade. Ik verwijs naar mijn analyse in § 9.4.2.3.

Is het bedrag van de residuele koersdaling op het moment van de officiële bekendwording van de misleiding in het processuele debat eenmaal komen vast te staan, dan zullen de eisende beleggers vervolgens proberen een zodanig verloop van de hypothetische koerslijn te bepleiten dat het bedrag van de gemodelleerde koersinflatie over het tijdvak van de misleiding zoveel mogelijk afneemt,⁴⁰² waarbij deze afname op haar

400. Zie § 8.4.3.2 en de aldaar aangehaalde literatuur.

401. Zie § 8.4.4.2 en de aldaar aangehaalde literatuur.

402. Volledigheidshalve merk ik op dat met het 'over het tijdvak van de misleiding afnemen van de koersinflatie' wordt bedoeld dat de koersinflatie afneemt *gezien vanuit tijdstip waarop de misleiding begon*.

HOOFDSTUK 9

beurt wordt veroorzaakt door het feit dat de misleiding geleidelijk bekend wordt⁴⁰³ (en *niet* door het feit dat – onder invloed van externe factoren – de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding afneemt, en/of het feit dat de inhoud van de misleidende informatie over dit tijdvak zodanig wijzigt dat de informatie gaandeweg minder misleidend wordt).⁴⁰⁴ In geval van *back casting* is bij een dergelijk verloop van de hypothetische koerslijn de kans namelijk het grootst dat zij een zo groot mogelijke schadevergoeding zullen ontvangen. Dit geldt zowel voor de beleggers die hun aandelen tot ten minste na de officiële corrigerende mededeling hebben aangehouden, als voor de beleggers die al hun aandelen reeds voordien hebben verkocht. Voor de eerstgenoemde beleggers is dit zo, omdat naarmate de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding meer afneemt, dit bij het modelleren van de hypothetische koerslijn aan de hand van *back casting* betekent dat zij toen zij het litigieuze aandeel kochten, een groter bedrag aan koersinflatie hebben betaald (voor de beleggers die het aandeel eerder in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, geldt dit overigens in sterkere mate dan voor de beleggers die het aandeel op een later tijdstip hebben gekocht). En omdat in de situatie waarin deze afnemende koersinflatie wordt veroorzaakt door een geleidelijke bekendwording van de misleiding de *rechtens toerekenbare* schade in beginsel *niet* is beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de *officiële* bekendwording van de misleiding, impliceert een groter bedrag aan betaalde koersinflatie op het moment van aankoop in beginsel dus een groter bedrag aan schadevergoeding.⁴⁰⁵

403. Ik wijs erop dat de term ‘geleidelijk bekend worden van de misleiding’ hier ruim moet worden opgevat. In dit geval versta ik hieronder mede de in § 9.4.2.4 *sub c*, onderdeel 1.B (onder het kopje ‘Het beleggende publiek werd misleid teneinde een negatieve verrassing te voorkomen’) genoemde scenario’s *i-iv*.

404. Hierbij ga ik er gemakshalve van uit dat de eisende beleggers als schadevergoeding vorderen het bedrag dat zij als gevolg van de misleiding te veel voor het litigieuze aandeel hebben betaald toen zij het aandeel kochten (en welk bedrag zij vervolgens niet meer hebben terugverdiend via een tussentijdse verkoop). Zouden de beleggers daarentegen als schadevergoeding vorderen het koersverlies dat werd geleden toen de misleiding naar buiten kwam, dan zou hun inzet bij het processuele debat over de hypothetische koerslijn eventueel anders kunnen zijn. Ik werk dat hier niet verder uit.

405. Dat in het scenario waarin de koersinflatie geleidelijk uit de koers loopt als gevolg van het geleidelijk bekend worden van de misleiding voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, de rechtens toerekenbare schade in beginsel *niet* is beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de *officiële* bekendwording van de misleiding, heb ik verdedigd in § 5.5.2.1-§ 5.5.2.3.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

Dat ook de beleggers die al hun aandelen tussentijds hebben verkocht belang hebben bij een zodanig verloop van de hypothetische koerslijn dat het bedrag van de gemodelleerde koersinflatie over het tijdvak van de misleiding afneemt, waarbij deze afname op haar beurt wordt veroorzaakt door een geleidelijke bekendwording van de misleiding (en *niet* door een over het tijdvak van de misleiding afnemende marktwaarde van de misleidende informatie en/of een over dit tijdvak veranderende inhoud van de misleidende informatie), is omdat dit in beginsel het enige scenario is waarin deze groep beleggers überhaupt recht heeft op schadevergoeding.⁴⁰⁶ De *rechtens toerekenbare* schade van de tussentijdse verkopers is immers gelijk aan het bedrag waarmee de koersinflatie tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van verkoop afneemt, voor zover deze afname *niet* is terug te voeren op een (onder invloed van externe factoren) afnemende marktwaarde van de misleidende informatie en/of een veranderende inhoud van de misleidende informatie.⁴⁰⁷

Bij het modelleren van (het verloop van) de hypothetische koerslijn aan de hand van *back casting*, zal de gedaagde daarentegen in beginsel inzetten op een zodanig verloop dat het bedrag van de gemodelleerde koersinflatie over het tijdvak van de misleiding zoveel mogelijk toeneemt.^{408, 409} In geval van *back casting* is bij een dergelijk verloop van de hypothetische koerslijn de kans namelijk het grootst dat hij een zo klein mogelijke schadevergoeding hoeft te betalen. Immers, naarmate de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding meer toeneemt, betekent dit bij *back casting* dat alle beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding een of meer aandelen hebben gekocht, een kleiner bedrag aan koersinflatie hebben betaald (voor de beleggers die het litigieuze aandeel eerder in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, geldt dit

406. Dat de tussentijdse verkopers in het scenario waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding afneemt, en waarin deze afname volledig wordt veroorzaakt door een over het tijdvak van de misleiding afnemende marktwaarde van de misleidende informatie en/of een over dit tijdvak veranderende inhoud van de misleidende informatie, in beginsel *geen* recht hebben op schadevergoeding, volgt uit mijn analyse in § 5.5.2.3 *sub b* respectievelijk § 7.2.3.

407. Zie wederom § 5.5.2.1-§ 5.5.2.3 respectievelijk § 7.2.3.

408. Volledigheidshalve merk ik op dat met het 'over het tijdvak van de misleiding toenemen van de koersinflatie' wordt bedoeld dat de koersinflatie toeneemt *gezien vanuit tijdstip waarop de misleiding begon*.

409. Het toenemen van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding zal zich onder meer voordoen, wanneer (i) de marktwaarde van de misleiding over het tijdvak van de misleiding toeneemt, (ii) de inhoud van de misleidende informatie over dit tijdvak zodanig wijzigt dat de informatie gaandeweg *meer* misleidend wordt, of (iii) de misleiding bestaat uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies die er gezamenlijk voor zorgen dat het geschetste (totaal)beeld gaandeweg *meer* misleidend wordt.

HOOFDSTUK 9

overigens in sterkere mate dan voor de beleggers die het aandeel op een later tijdstip hebben gekocht), waardoor zij dus recht hebben op een kleiner bedrag aan schadevergoeding.

2. Inzet van de verschillende procespartijen bij het modelleren van de hypothetische koerslijn aan de hand van forward casting

Wordt bij het modelleren van (het verloop van) de hypothetische koerslijn daarentegen gebruik gemaakt van *forward casting*, dan zullen de eisende beleggers in de eerste plaats proberen een zo groot mogelijk koerseffect van de misleidende informatie aannemelijk te maken op het moment waarop de misleidende mededeling voor de eerste keer werd gedaan (c.q. het moment waarop de litigieuze informatie voor de eerste keer werd achtergehouden). Het laatstgenoemde tijdstip vormt bij *forward casting* immers het startpunt van waaruit wordt *voortuitgewerkt* in de tijd, waardoor het koerseffect van de misleiding toen de misleiding begon, het fundament legt voor (de omvang van) de over het tijdvak van de misleiding gemodelleerde koersinflatie. De gedaagde zal daarentegen inzetten op een zo klein mogelijk koerseffect van de misleidende informatie.

Is (de omvang van) het koerseffect van de misleidende informatie toen de misleiding begon in het processuele debat eenmaal komen vast te staan, dan zullen de eisende beleggers (althans, degenen die al hun aandelen tot ten minste na de officiële corrigerende mededeling hebben aangehouden) vervolgens proberen een zodanig verloop van de hypothetische koerslijn te bepleiten dat het bedrag van de gemodelleerde koersinflatie over het tijdvak van de misleiding zoveel mogelijk toeneemt.^{410, 411} In geval van *forward casting* is bij een dergelijk verloop van de hypothetische koerslijn de kans namelijk het grootst dat zij een zo groot mogelijke schadevergoeding zullen ontvangen. Immers, naarmate de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding meer toeneemt, betekent dit bij *forward casting* dat de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding een of meer aandelen hebben gekocht, een groter bedrag aan koersinflatie hebben betaald (voor de beleggers die het litigieuze aandeel later in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, geldt dit overigens in sterkere mate dan voor de beleggers die het aandeel op een eerder tijdstip hebben gekocht), waardoor zij dus in beginsel recht hebben op een groter bedrag aan schadevergoeding.

410. Volledigheidshalve merk ik op dat met het 'over het tijdvak van de misleiding toenemen van de koersinflatie' wordt bedoeld dat de koersinflatie toeneemt *gezien vanuit tijdstip waarop de misleiding begon*.

411. Voor de beleggers die hun aandelen slechts *gedeeltelijk* tot na de officiële corrigerende mededeling hebben aangehouden, en die ook een deel reeds voordien weer hebben verkocht, kan de inzet bij het processuele debat over het de hypothetische koerslijn eventueel anders zijn. Ik werk dat hier niet verder uit.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

Bij het modelleren van (het verloop van) de hypothetische koerslijn aan de hand van *forward casting*, zullen de beleggers die al hun aandelen vóór de officiële corrigerende mededeling weer hebben verkocht daarentegen een zodanig verloop proberen te bepleiten dat het bedrag van de gemodelleerde koersinflatie over het tijdvak van de misleiding zoveel mogelijk afneemt,⁴¹² en waarbij deze afname op haar beurt wordt veroorzaakt door een geleidelijke bekendwording van de misleiding⁴¹³ (en *niet* door een over het tijdvak van de misleiding afnemende marktwaarde van de misleidende informatie en/of een over dit tijdvak veranderende inhoud van de misleidende informatie). Dit is in beginsel namelijk het enige scenario waarin deze groep beleggers überhaupt recht heeft op schadevergoeding. Ik verwijs naar mijn bespreking van de procespositie van de tussentijdse verkopers hierboven *sub 1*.

De gedaagde zal bij *forward casting* op zijn beurt in beginsel inzetten op een zodanig verloop van de hypothetische koerslijn dat het bedrag van de gemodelleerde koersinflatie over het tijdvak van de misleiding afneemt, en waarbij deze afname op haar beurt wordt veroorzaakt door een over het tijdvak van de misleiding afnemende marktwaarde van de misleidende informatie en/of een over dit tijdvak veranderende inhoud van de misleidende informatie (en *niet* door een geleidelijke bekendwording van de misleiding). In geval van *forward casting* is bij een dergelijk verloop van de hypothetische koerslijn de kans namelijk het grootst dat hij een zo klein mogelijke schadevergoeding hoeft te betalen. Dit om twee redenen (die overigens in elkaars verlengde liggen). In de eerste plaats geldt bij *forward casting* dat naarmate de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding meer afneemt, alle beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding een of meer aandelen hebben gekocht, een kleiner bedrag aan koersinflatie hebben betaald (voor de beleggers die het litigieuze aandeel later in het tijdvak van de misleiding hebben gekocht, geldt dit overigens in sterkere mate dan voor de beleggers die het aandeel op een eerder tijdstip hebben gekocht), waardoor de *feitelijk geleden* koersschade per individuele belegger dus eveneens afneemt. Daar komt bij – en dat is denk ik de belangrijkste reden – dat naarmate de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding meer afneemt, dit bij *forward casting* betekent dat het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de officiële bekendwording van de misleiding eveneens afneemt. Nu breng ik even in herinnering dat in de situatie waarin deze afnemende koersinflatie wordt veroorzaakt door een over het

412. Volledigheidshalve merk ik op dat met het ‘over het tijdvak van de misleiding afnemen van de koersinflatie’ wordt bedoeld dat de koersinflatie afneemt *gezien vanuit tijdstip waarop de misleiding begon*.

413. Zoals reeds opgemerkt kent de term ‘geleidelijke bekendwording van de misleiding’ hier een ruime interpretatie.

HOOFDSTUK 9

tijdvak van de misleiding afnemende marktwaarde van de misleidende informatie en/of een over dit tijdvak veranderende inhoud van de misleidende informatie, de *rechtens toerekenbare* schade in beginsel is beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de officiële bekendwording van de misleiding.⁴¹⁴ Dat betekent dus dat naarmate de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding meer afneemt, de *rechtens toerekenbare* schade dan eveneens afneemt.

b. De bewijswaardering van het door de beleggers bepleite hypothetische koersverloop en de procespositie van de gedaagde

Bij het construeren van de hypothetische koerslijn zullen (in het kader van de methodologie) bepaalde keuzes moeten worden gemaakt, en bepaalde aannames en/of veronderstellingen moeten worden gedaan. Deze keuzes en aannames/veronderstellingen (en de daaruit voortvloeiende onzekerheden) kunnen in het processuele debat een belangrijke rol spelen bij de bewijswaardering door de rechter van het door de beleggers bepleite hypothetische koersverloop.⁴¹⁵ In deze subparagraaf bespreek ik een aantal relevante aspecten die in het kader van deze bewijswaardering ter discussie kunnen staan. Hierbij bespreek ik achtereenvolgens de bewijswaardering van het door de eisende beleggers bepleite hypothetische koersverloop bij gebruikmaking van *back casting* (sub 1), en de bewijswaardering van het hypothetische koersverloop bij gebruikmaking van *forward casting* (sub 2).

Ik heb hierbij nog twee opmerkingen vooraf. In de eerste plaats wijs ik erop dat de gedaagde aan de hierna te bespreken (voor de bewijswaardering relevante) discussiepunten verwerpen kan ontlenen ter betwisting van de door de beleggers gestelde (omvang van de) koersschade.⁴¹⁶ In de tweede plaats merk ik op dat de eisen die aan het bewijs van de hypothetische koerslijn worden gesteld niet al te streng kunnen zijn.⁴¹⁷ Het gaat hier immers om het bewijs van 'feiten' die zich in een (niet-

414. Dat in de situatie waarin de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding afneemt, en deze afname wordt veroorzaakt door een over het tijdvak van de misleiding afnemende marktwaarde van de misleidende informatie en/of een over dit tijdvak veranderende inhoud van de misleidende informatie, voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, de rechtens toerekenbare schade in beginsel is beperkt tot het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de officiële bekendwording van de misleiding, heb ik verdedigd in § 5.5.2.3 *sub a* en *sub b* respectievelijk § 7.2.3.

415. Zie in dit verband ook § 9.4.2.3 over de bewijswaardering van de door de eisende beleggers in de procedure ingebrachte *event study*.

416. Zie in dit verband ook reeds De Jong 2010, p. 303.

417. Zie hierover reeds Pijls 2009c, p. 139. Zie ook De Jong 2010, p. 255.

bestaande) hypothetische situatie zouden hebben voorgedaan, en dergelijke feiten kunnen onmogelijk met honderd procent zekerheid worden vastgesteld.⁴¹⁸ Daarom is algemeen aanvaard dat voldoende is dat dergelijke feiten met een ‘redelijke mate van waarschijnlijkheid’ komen vast te staan.⁴¹⁹ Vertaald naar het hier bedoelde bewijsvraagstuk betekent dit mijns inziens dat voor de door de beleggers aannemelijk te maken hypothetische koerslijn als maatstaf kan worden gehanteerd het ‘redelijk te achten koersverloop’.⁴²⁰

1. De bewijswaardering van het bepleite hypothetische koersverloop bij gebruikmaking van back casting

Wanneer de eisende beleggers ervoor kiezen om bij het modelleren van de hypothetische koerslijn gebruik te maken van *back casting*, zullen in het kader van de bewijswaardering de volgende punten ter discussie staan:

i. In de eerste plaats zal de discussie zich richten op de (geschiktheid van de) methode van *back casting* als zodanig. Aan *back casting* kleven

418. Zie § 9.2.1 en de aldaar aangehaalde literatuur. Vgl. in dit verband de bewijswaarderingsmaatstaf die geldt bij het begroten van als gevolg van letsel beweerdelijk geleden toekomstige arbeidsvermogenschade. In het bekende arrest Verhof/Helvetia overwoog de Hoge Raad over deze maatstaf het volgende: ‘(...) [A]an een benadeelde die blijvende letselschade heeft opgelopen, [mogen] geen strenge eisen (...) worden gesteld met betrekking tot het te leveren bewijs van (schade wegens het derven van) de arbeidsinkomsten die de benadeelde in de toekomst zou hebben genoten in de hypothetische situatie dat het ongeval niet zou hebben plaatsgehad: het is immers de aansprakelijke veroorzaker van het ongeval die aan de benadeelde de mogelijkheid heeft ontnomen om zekerheid te verschaffen omtrent hetgeen in die hypothetische situatie zou zijn geschied.’ (toevoegingen en curs. *ACWP*), HR 15 mei 1998, *NJ* 1998/624 (Verhof-Vasters/Helvetia Schadeverzekering N.V.), r.o. 3.5.2. Zie in dit verband ook het arrest HR 17 februari 2017, *ECLI:NL:HR:2017:273* (X/Goudse Schadeverzekeringen N.V.), r.o. 3.3.2. En zie over deze problematiek in de literatuur (onder veel meer) Akkermans 2009; Akkermans & De Groot 2007, § 4; Akkermans 2003.

419. Zie § 9.2.1 en de aldaar aangehaalde literatuur.

420. Zie in dit verband reeds Pijls 2009c, p. 141. Vgl. in dit verband het criterium van de ‘redelijke verwachting’ zoals dat geldt bij het begroten van als gevolg van letsel beweerdelijk geleden toekomstige arbeidsvermogenschade en dat we eveneens kennen uit het arrest Verhof/Helvetia: ‘De vraag of een door een ongeval getroffen als gevolg van het ongeval schade heeft geleden door verlies van toekomstige inkomsten uit arbeid, moet worden beantwoord door vergelijking van de feitelijke inkomenssituatie na het ongeval met de hypothetische situatie bij wegdenken van het ongeval. *Bij zulk een vergelijking komt het aan op de redelijke verwachting van de rechter omtrent toekomstige ontwikkelingen.*’ (curs. *ACWP*), HR 15 mei 1998, *NJ* 1998/624 (Verhof-Vasters/Helvetia Schadeverzekering N.V.), r.o. 3.5.1. Zie in dit verband ook de arresten HR 14 januari 2000, *NJ* 2000/437, m.nt. C.J.H. Brunner (Sas/NV Interpolis Schade), r.o. 3.4; HR 17 februari 2017, *ECLI:NL:HR:2017:273* (X/Goudse Schadeverzekeringen N.V.), r.o. 3.3.2.

HOOFDSTUK 9

immers verschillende bezwaren die ervoor kunnen zorgen dat deze methode onder de gegeven omstandigheden ongeschikt is.⁴²¹ Het construeren van de hypothetische koerslijn aan de hand van *forward casting* verdient dan wellicht de voorkeur.⁴²²

ii. In de tweede plaats zal de (uitkomst van de) *event study* ter discussie staan die is uitgevoerd om de residuele koersdaling te bepalen die intrad toen de misleiding naar buiten kwam.^{423, 424} Bij het construeren van de hypothetische koerslijn met behulp van *back casting* legt de laatstgenoemde koersdaling immers het fundament voor (de omvang van) de over het tijdvak van de misleiding gemodelleerde koersinflatie (zie in dit verband ook reeds hierboven *sub a*). Weet de gedaagde de (omvang van de) door de beleggers gestelde koersdaling voldoende gemotiveerd te betwisten, dan zal de over het tijdvak van de misleiding gemodelleerde koersinflatie dus in beginsel kleiner zijn dan de koersinflatie zoals die volgt uit de door de beleggers aannemelijk gemaakte hypothetische koerslijn.⁴²⁵

iii. In de derde plaats zal de discussie gaan over de wijze waarop de over de *event period* geobserveerde residuele koersdaling moet worden getransformeerd naar een maatstaf voor de koersinflatie. Bij deze transformatie speelt in de praktijk namelijk vaak het probleem dat onduidelijk is of het geobserveerde abnormale rendement moet worden gerelateerd aan de beurskoers aan het *begin* van de *event period*, dan wel aan de beurskoers aan het *eind* van de *event period*.⁴²⁶ Deze onduidelijkheid hangt samen met het feit dat niet zelden onzeker is in welke volgorde de relevante gebeurtenissen zich tijdens de *event period* hebben voltrokken. Heeft eerst de bekendwording van de misleiding de koers beïnvloed, en hebben pas daarna macro-economische en/of sectorspecifieke ontwikke-

421. Zie over deze bezwaren § 8.4.3.3 en § 8.4.3.4.

422. Zie over de voordelen van *forward casting* ten opzichte van *back casting* § 8.4.4.4.

423. Zie over de bewijswaardering van de door de eisende beleggers in de procedure ingebrachte *event study* reeds § 9.4.2.3.

424. Het ter discussie staan van de (uitkomst van de) *event study* die is uitgevoerd om de residuele koersdaling te bepalen die intrad toen de misleiding bekend werd, zal er in de praktijk op neerkomen dat alle aannames en veronderstellingen die aan deze *event study* ten grondslag liggen, en alle keuzes die in dat verband zijn gemaakt, onderwerp zijn van processueel debat.

425. Overigens teken ik hier bij aan dat het in de praktijk meestal zo zal zijn dat de discussie over de (bewijswaardering van de) zojuist genoemde *event study* al grotendeels is gevoerd in het kader van het processuele debat over het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door belegger gestelde koersschade c.q. het debat over het bestaan van (rechtens relevante) koersschade. Ik verwijs naar mijn analyse in § 9.4.2.3.

426. Zie over dit probleem uitgebreid § 8.4.3.2 *sub d*, en de aldaar aangehaalde literatuur.

lingen hun weerslag gehad op de koers, of – andersom – hebben juist eerst de laatstgenoemde ontwikkelingen de koers beïnvloed en heeft pas daarna de bekendwording van de misleiding haar weerslag gehad op de koers?

iv. Verder zal het debat zich richten op de vraag welke *back casting*-techniek in het concrete geval het meest geschikt is om het verloop van de hypothetische koerslijn te modelleren, en welke veronderstellingen in dat verband al dan niet mogen worden gehanteerd. Drie technieken die men in de praktijk vaak tegenkomt zijn: (i) de *constant dollar method*, (ii) de *constant percentage method*, en (iii) de *index method*.⁴²⁷ Zoals uitgelegd in hoofdstuk 8, hangt de al dan niet geschiktheid van een bepaalde techniek af van de aard van de misleidende informatie en haar effect op de verwachte door de vennootschap (in de toekomst) te genereren netto-kasstromen⁴²⁸ (en daarmee van haar effect op de waarde van de onderneming).⁴²⁹

2. *De bewijswaardering van het bepleite hypothetische koersverloop bij gebruikmaking van forward casting*

Wordt bij het modelleren van de hypothetische koerslijn daarentegen gebruik gemaakt van *forward casting*, dan zullen in het kader van de bewijswaardering de volgende punten ter discussie staan:

i. In de eerste plaats zal de discussie zich richten op de (geschiktheid van de) methode van *forward casting* als zodanig. Het construeren van de hypothetische koerslijn met behulp van *forward casting* heeft immers een aantal nadelen die ervoor kunnen zorgen dat deze methode onder de gegeven omstandigheden ongeschikt is.⁴³⁰ Het construeren van de hypothetische koerslijn aan de hand van *back casting* verdient dan wellicht de voorkeur.

ii. In de tweede plaats zal de discussie gaan over de wijze waarop het koerseffect van de misleidende informatie wordt bepaald op het moment waarop de misleiding begon. Bij het construeren van de hypothetische koerslijn met behulp van *forward casting* legt dit koerseffect immers het fundament voor (de omvang van) de over het tijdvak van de misleiding gemodelleerde koersinflatie (zie in dit verband ook reeds hierboven *sub a*). Is bij het schatten van de koersinflatie op het moment waarop

427. Zie over (de geschiktheid van) deze technieken uitgebreid § 8.4.3.2 *sub a*, en de aldaar aangehaalde literatuur.

428. Met 'netto-kasstromen' bedoel ik de inkomsten minus de uitgaven.

429. Zie § 8.4.3.2 *sub b*.

430. Zie over deze nadelen § 8.4.4.4.

HOOFDSTUK 9

de misleiding begon gebruik gemaakt van een *event study*, dan zullen alle aannames en veronderstellingen die aan deze *event study* ten grondslag liggen, en alle keuzes die in dat verband zijn gemaakt, in het processuele debat ter discussie staan.⁴³¹ Is bij het schatten van de koersinflatie daarentegen gebruik gemaakt van een zogenoemde ‘earnings response coefficient’ (*ERC*), dan zullen op hun beurt alle keuzes, aannames en veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de gehanteerde *ERC*-methode ter discussie staan.^{432, 433} Kwesties die daarbij aan de orde kunnen komen, zijn onder meer de methodologie die is gevolgd om de desbetreffende *ERC* te schatten, en de wijze waarop de (hypothetische) *earnings surprise* is bepaald waarmee de markt bij afwezigheid van de misleiding zou zijn geconfronteerd. En voor zover de misleiding bestond uit verschillende opeenvolgende misleidende mededelingen en/of omissies, en om die reden bij het schatten van de koersinflatie tevens gebruik is gemaakt van een zogenoemde ‘analyst forecast revision coefficient’ (*AFRC*), zal ook de wijze waarop deze *AFRC* is geschat ter discussie staan.⁴³⁴ Weet de gedaagde in het kader van het hier bedoelde debat (de omvang van) het door de beleggers gestelde koerseffect van de misleidende informatie toen de misleiding begon voldoende gemotiveerd te betwisten, dan zal de over het tijdvak van de misleiding gemodelleerde koersinflatie in beginsel kleiner zijn dan de koersinflatie zoals die volgt uit de door de beleggers aannemelijk gemaakte hypothetische koerslijn.

iii. Verder zal het debat zich richten op de vraag welke *forward casting*-techniek in het concrete geval het meest geschikt is om het verloop van de hypothetische koerslijn te modelleren, en welke veronderstellingen in dat verband al dan niet mogen worden gehanteerd.⁴³⁵

431. Zie over de bewijswaardering van een in de procedure (als deskundigenbericht) ingebrachte *event study* reeds § 9.4.2.3.

432. Hierbij ga ik er gemakshalve even van uit dat de misleiding bestond uit het te gunstig voorstellen van financiële resultaten, zodat bij het schatten van de koersinflatie gebruik kan worden gemaakt van een *earnings response coefficient*. Bestond de misleiding echter uit het publiceren van andersoortige informatie dan de publicatie van financiële resultaten, dan zal bij het schatten van de koersinflatie gebruik moet worden gemaakt van een andersoortige *response coefficient* dan een *earnings response coefficient*.

433. Voor een bespreking van de *ERC*-methode verwijs ik naar § 8.4.4.2 *sub b*, en de aldaar aangehaalde literatuur.

434. Zie over de *AFRC* § 8.4.4.3 *sub b*, en de aldaar aangehaalde literatuur.

435. Bij het (vanuit het bedrag van de geschatte koersinflatie op het moment waarop de misleiding begon) modelleren van de hypothetische koerslijn over het tijdvak van de misleiding, kan bij *forward casting* gebruik worden gemaakt van dezelfde technieken als bij *back casting*. Zie over (de geschiktheid van) deze technieken uitgebreid § 8.4.3.2 *sub a*, en de aldaar aangehaalde literatuur.

c. 'Battle of experts' en het vaststellen van de koersinflatie aan de hand van de voorlichting door een onafhankelijke deskundige

Ik wijs erop dat de processtrategie van de gedaagde zich doorgaans niet zal beperken tot het betwisten van (de keuzes, veronderstellingen en methodologie die ten grondslag liggen aan) het door de beleggers bepleite hypothetische koersverloop.⁴³⁶ Meestal zal deze strategie er mede uit bestaan dat hij een eigen deskundigenbericht overlegt waaruit blijkt dat de koers zich in de hypothetische situatie zonder misleiding anders (in de ogen van de gedaagde uiteraard gunstiger)⁴³⁷ zou hebben ontwikkeld dan zoals bepleit door de (deskundige van de) beleggers.⁴³⁸ Het uiteindelijke resultaat is dan dat er twee (op het eerste gezicht niet ongeloofwaardig te achten) deskundigenberichten aan de rechter worden voorgelegd die beide tot een verschillende uitkomst leiden ten aanzien van het bedrag van de (over het tijdvak van de misleiding) gemodelleerde koersinflatie.⁴³⁹ Het processuele debat dreigt daarmee uit te draaien op een ware 'battle of experts'. Om deze *battle* te kunnen beslechten, doet de rechter er verstandig aan om (al dan niet op verzoek van (één der) partijen) een onafhankelijke deskundige te benoemen (zie art. 194 Rv).⁴⁴⁰ Hiertoe is de rechter echter niet verplicht. Volgens vaste rechtspraak geldt immers dat het aan de rechter die over de feiten oordeelt, is overgelaten of hij al dan niet deskundigenadvies wenst in te winnen.⁴⁴¹ Bij dit oordeel komt hem een grote mate van vrijheid toe. Daar komt nog bij dat (volgens vaste rechtspraak geldt dat) de wijze van schadebegroting sterk met de feiten is verweven, en deze in zoverre in cassatie niet op juistheid kan worden

436. Zie in dit verband ook § 8.4.2.3 *sub e* over het processuele debat ten aanzien van de door de (deskundige van de) beleggers uitgevoerde *event study*.

437. Een in de ogen van de gedaagde 'gunstiger' verloop van de hypothetische koerslijn betreft een verloop waarbij het verschil met de koers zoals die zich in werkelijkheid heeft gerealiseerd kleiner is, en waarbij het bedrag van de (over het tijdvak van de misleiding) gemodelleerde koersinflatie dus eveneens kleiner is.

438. Vgl. De Jong 2010, p. 303.

439. Zie hierover reeds Pijls 2009c, p. 137.

440. Zie over de (discretionaire) bevoegdheid van de rechter tot het benoemen van een deskundige uitgebreid De Groot 2012, p. 3-12.

441. Zie onder meer HR 6 december 2002, *NJ* 2003/63 (Goedèl R.A./Arts q.q.); HR 8 oktober 2004, *NJ* 2006/478, m.nt. J. Hijma (Van de Kamp Makelaardij B.V./Van der Veer Beleggingen B.V.); HR 20 mei 2005, *JA* 2005/65, m.nt. M.S.A. Vegter (X/Y); HR 9 september 2005, *NJ* 2006/619 (Navcom N.V./Philips Nederland N.V.); HR 13 januari 2006, ECLI:NL:HR:2006:AU3256 (Prepaid Cards BVBA e.a./Gnamnam Telecom Center B.V. e.a.); HR 11 juli 2008, *NJ* 2008/401 (Restrepo/Thiel Corporation N.V.); HR 9 januari 2009, *NJ* 2011/252, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (Landskroon/Van Egteren B.V.); HR 19 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3654 (X/Achmea Schadeverzekeringen N.V.), r.o. 3.4.1.

HOOFDSTUK 9

getoetst, waardoor de rechter ook vanuit dit oogpunt de nodige vrijheid heeft al dan niet een deskundige te benoemen.⁴⁴²

Gaat de rechter er vervolgens inderdaad toe over een onafhankelijke deskundige te benoemen, dan zal deze deskundige worden gevraagd het verloop van de hypothetische koerslijn zo nauwkeurig mogelijk in kaart te brengen. Slaagt hij daarin (of althans, slaagt hij daarin met een redelijke mate van waarschijnlijkheid), dan kan de rechter (het verloop van) de koersinflatie in beginsel vaststellen op het bedrag zoals dat volgt uit de aldus verkregen hypothetische koerslijn.^{443, 444} Al naar gelang het tijdstip van aankoop kan daarna voor iedere benadeelde belegger worden bepaald welk bedrag aan koersinflatie hij (te veel) heeft betaald. Hierbij teken ik aan dat in geval van elkaar tegensprekende (partij-)deskundigenberichten de rechter zijn beslissing om het deskundigenbericht van de door hem benoemde deskundige te volgen, slechts beperkt hoeft te motiveren.⁴⁴⁵ De rechter kan in principe volstaan met de motivering dat de conclusies en onderbouwing van (het deskundigenbericht van) de laatstgenoemde deskundige hem overtuigend voorkomen.⁴⁴⁶ Dit geldt in het bijzonder wanneer de motivering van deze deskundige vooral is gebaseerd op bijzondere kennis, ervaring en/of intuïtie. Wel zal de rechter moeten ingaan op specifieke bezwaren van (één van de) partijen tegen de

442. Zie over de rechterlijke vrijheid in het kader van de schadebegroting reeds § 1.2.2, en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur.

443. Wel teken ik hierbij aan dat volgens vaste rechtspraak geldt dat de rechter 'bij de beantwoording van de vraag of hij de conclusies waartoe een deskundige in zijn rapport is gekomen (...) zal volgen, alle terzake door partijen aangevoerde feiten en omstandigheden in aanmerking dient te nemen en (...) op basis van die aangevoerde stellingen in volle omvang dient te toetsen of aanleiding bestaat van de in het rapport geformuleerde conclusies af te wijken'. Zie HR 19 oktober 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB5172 (X/Interpolis Schade e.a.), r.o. 3.6; HR 8 juli 2011, *NJ* 2011/311 (Stichting/Van Steenberg), r.o. 3.4.3; HR 9 december 2011, *NJ* 2011/599 (X en Y/Stichting Flevoziekenhuis), r.o. 3.4.5; HR 17 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:279 (X en Y/Goedvast Vastgoed BV), r.o. 3.4.3.

444. Zie over de (motivering van de) beslissing van de rechter in de procedure na deskundigenbericht uitgebreid De Groot 2012, p. 70-79.

445. Dit is vaste rechtspraak van de Hoge Raad. De reikwijdte van deze (beperkte) motiveringsplicht is volgens de Hoge Raad afhankelijk van de aard van het bewijsmateriaal en de aard en de mate van precisering van de daartegen door partijen aangevoerde bezwaren, aldus HR 5 december 2003, *NJ* 2004/74 (Stichting Nieuw Vredenburg/Nieuwe Hollandsche Lloyd Schadeverzekering Maatschappij NV), r.o. 3.5. Zie over dit arrest ook Akkermans & De Groot 2007, p. 508-509.

446. Aldus HR 5 december 2003, *NJ* 2004/74 (Stichting Nieuw Vredenburg/Nieuwe Hollandsche Lloyd Schadeverzekering Maatschappij NV), r.o. 3.6; HR 8 juli 2011, *NJ* 2011/311 (Stichting/Van Steenberg), r.o. 3.4.3; HR 9 december 2011, *NJ* 2011/599 (X en Y/Stichting Flevoziekenhuis), r.o. 3.4.5; HR 3 mei 2013, *JA* 2013/99 (X/Stichting Ziekenverpleging Aruba), r.o. 3.6

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

zienswijze van de door hem benoemde deskundige, als die bezwaren een voldoende gemotiveerde betwisting vormen van de juistheid van de zienswijze van de deskundige.^{447, 448}

Slaagt de door de rechter benoemde deskundige er daarentegen niet in om de hypothetische koerslijn met een redelijke mate van waarschijnlijkheid in kaart te brengen, dan komt de bevoegdheid van de rechter in beeld om over te gaan tot een schadebegroting *ex aequo et bono*.⁴⁴⁹ In dat geval volgt uit de rapportage van de deskundige immers dat (het verloop van) de koersinflatie niet nauwkeurig kan worden vastgesteld, waardoor de rechter op grond van art. 6:97 BW de vrijheid heeft de (omvang van de) koersschade te schatten.⁴⁵⁰ Wel moet hierbij worden opgemerkt dat ook wanneer de koersschade wordt geschat, uiteraard onverkort geldt dat de rechter zijn beslissing zodanig moet motiveren dat deze voldoende inzicht geeft in de daaraan ten grondslag liggende gedachtegang om deze zowel voor partijen als voor derden – daaronder begrepen de hogere rechter – controleerbaar en aanvaardbaar te maken.⁴⁵¹ Overigens zal de rechter zijn bevoegdheid om de schade te schatten doorgaans niet al te snel willen aanwenden. Hij zal zich pas vrij voelen de stellingen van partijen over het verloop van de koers in de hypothetische situatie zonder misleiding op basis van een eigen inschatting te beoordelen, als uit de rapportage van de onafhankelijke deskundige *expliciet* blijkt dat er in het

447. Idem.

448. Ik wijs er nog op dat volgens vaste rechtspraak geldt dat wanneer de rechter beslist de zienswijze van de door hem benoemde deskundige *niet* te volgen, ‘in beginsel de gewone motiveringseisen [gelden] en (...) hij zijn oordeel dan (...) [derhalve] van een zodanige motivering [dient] te voorzien, dat deze voldoende inzicht geeft in de daaraan ten grondslag liggende gedachtegang om deze zowel voor partijen als voor derden, daaronder begrepen de hogere rechter, controleerbaar en aanvaardbaar te maken’ (toevoegingen *ACWP*). Zie HR 5 december 2003, *NJ* 2004/74 (Stichting Nieuw Vredenburg/Nieuwe Hollandsche Lloyd Schadeverzekering Maatschappij NV), r.o. 3.6 en HR 9 december 2011, *NJ* 2011/599 (X en Y/Stichting Flevoziekenhuis), r.o. 3.4.5.

449. Zie over de bevoegdheid van de rechter om de schade te schatten reeds § 1.2.2, en de aldaar aangehaalde rechtspraak en literatuur.

450. Volledigheidshalve merk ik nog op dat alvorens de rechter over kan gaan tot het schatten van de (omvang van de) koersschade, eerst moet zijn vastgesteld dat de eisende beleggers als gevolg van de misleiding überhaupt koersschade hebben geleden. Van dit laatste ben ik in deze paragraaf gemakshalve uitgegaan, zie § 9.4.4.1 begin.

451. Aldus HR 25 oktober 2002, *NJ* 2003/171, m.nt. M. Scheltema (Verhoeven e.a./Lammers e.a. en Gemeente Heeze-Leende/Lammers e.a.), r.o. 7.3; HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/407 (Exploitiemaatschappij De Oorsprong/Gemeente Utrecht), r.o. 4.1. Vgl. HR 16 oktober 1998, *NJ* 1999/7 (Stichting Finkenburgh/Mansum), r.o. 3.5; HR 5 december 2003, *NJ* 2004/74 (Stichting Nieuw Vredenburg/Nieuwe Hollandsche Lloyd Schadeverzekering Maatschappij NV), r.o. 3.6; HR 9 december 2011, *NJ* 2011/599 (X en Y/Stichting Flevoziekenhuis), r.o. 3.4.5.

HOOFDSTUK 9

dossier geen redelijke aanknopingspunten voor (het construeren van) de hypothetische koerslijn voorhanden zijn.⁴⁵² Het enkele feit dat het deskundigenbericht op dit punt geen uitsluitel biedt, hoeft dus geenszins te betekenen dat het (laten) opstellen ervan daarmee voor niets is geweest.

9.4.4.3 *Het overleggen van de individuele transactieoverzichten*

Behoudens het modelleren van de hypothetische koerslijn, is voor het begroten van de schade tevens vereist dat de eisende beleggers inzicht geven in de verschillende aan- en verkooptransacties die zij over het tijdvak van de misleiding in het litigieuze aandeel hebben verricht.⁴⁵³ In concreto houdt dit in dat iedere belegger individueel moet aantonen hoeveel effecten hij op welk moment in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht en ook moet iedere belegger individueel aantonen dat hij deze effecten tot ten minste na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden. Voor zover de eisende belegger in het tijdvak van de misleiding tevens effecten heeft verkocht, moet hij daarnaast laten zien wanneer deze verkooptransacties precies hebben plaatsgevonden. En voor zover de eisende belegger wel kan aantonen op welk moment hij in het tijdvak van de misleiding effecten heeft gekocht, maar hij niet kan (of wil) aantonen dat hij deze effecten tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, mag in het processuele debat mijns inziens in beginsel tot uitgangspunt worden genomen dat deze effecten vrijwel meteen na aankoop weer van de hand zijn gedaan. Voor de laatstgenoemde effecten heeft dan dus in beginsel te gelden dat daarop geen schade is geleden.

Wanneer de individuele transactiegegevens eenmaal bekend zijn, is het begroten van de schade per individuele belegger vervolgens eigenlijk een kwestie van ‘simpel boekhouden’. De totale schade die feitelijk is geleden op effecten die de eisende belegger tot ten minste na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, is gelijk aan de door de belegger betaalde koersinflatie op het moment van aankoop vermenigvuldigd met het aantal gekochte effecten. En de totale schade die feitelijk is geleden op effecten die de eisende belegger vóór de bekendwording van de misleiding weer heeft verkocht, is gelijk aan de koersinflatie op het moment van aankoop *minus* de koersinflatie op het moment van verkoop, en dat bedrag vermenigvuldigd met het desbetreffende aantal effecten.⁴⁵⁴ Ik wijs

452. Vgl. in dit verband in de context van letselschade Akkermans & De Groot 2007, p. 108.

453. Zie hierover reeds De Jong 2010, p. 291-292.

454. Zie in dit verband ook Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022 (Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.), r.o. 2.51. De volgende zin

erop dat het uiteraard niet zo hoeft te zijn dat het aldus vastgestelde schadebedrag ook daadwerkelijk (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. De gedaagde staan namelijk nog verschillende verweren uit hoofde van afdeling 6.1.10 BW ten dienste om zijn schadevergoedingsverplichting te (laten) verminderen. Voor een bespreking van de procesuele mogelijkheden die de gedaagde in dit verband heeft, verwijs ik naar § 9.4.5.

9.4.4.4 *Het bewijs van extra schadeposten*

Het zal in de praktijk nogal eens voorkomen dat de beleggers – naast de door hen betaalde koersinflatie – tevens vergoeding vorderen van andersoortige koersschade die met de misleiding samenhangt. Zo zouden in de situatie waarin de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten is gekomen, en waarin uit de latere mededelingen bleek dat de omvang van de misleiding kleiner was dan aanvankelijk werd gedacht, de beleggers die naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling hun aandelen meteen hebben verkocht, tevens vergoeding kunnen vorderen van het *extra* koersverlies dat zij als gevolg van de misleiding hebben geleden.⁴⁵⁵ Deze beleggers hebben hun aandelen namelijk tegen een kunstmatig lage koers verkocht, dus bij hen heeft de misleiding – naast de eigenlijke koersinflatie – tot extra koersschade geleid. En zo zouden in de situatie waarin de corrigerende mededeling een paniecreactie tot gevolg had, en waarin het even duurde voordat de koers zich weer had hersteld, de beleggers die hun aandelen naar aanleiding van de corrigerende mededeling meteen – tegen een ‘paniekprijs’ – hebben verkocht, eveneens compensatie kunnen eisen van de *extra* koersschade die zij als gevolg van de misleiding hebben geleden.⁴⁵⁶ Verder zouden de beleggers – naast de eigenlijke koersinflatie – nog vergoeding kunnen vorderen van een of meer typen *gevolgschade*. Bij deze gevolgschade kan in de eerste plaats worden gedacht aan het *extra* koersverlies dat de corrigerende mededeling veroorzaakt, vanwege het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap te maken kosten in verband met juridische procedures, zoals proceskosten, kosten voor juridische bijstand of een eventueel te betalen schadevergoeding.⁴⁵⁷ In de tweede plaats kan worden gedacht aan het extra koersverlies dat intreedt omdat de markt (vanwege de misleiding) voortaan minder vertrouwen heeft in de kwaliteit

uit deze rechtsoverweging acht ik overigens onjuist: ‘Eerst indien deze schade van DDM niet voor vergoeding in aanmerking komt (...), zal de aan Van Gelderen te vergoeden schade moeten worden verminderd met het bedrag waarvoor hij als aandeelhouder van DDM mogelijk heeft geprofiteerd van de te hoge koopprijs.’ (curs. ACWP)

455. Zie over deze schadepost uitgebreid § 7.3.3.

456. Zie over deze schadepost uitgebreid § 7.4.3-§ 7.4.4.

457. Zie over deze schadepost uitgebreid § 7.5.

HOOFDSTUK 9

en/of integriteit van het *management* van de vennootschap en/of in de kwaliteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen.⁴⁵⁸ In de derde plaats kan men denken aan het extra koersverlies dat de corrigerende mededeling veroorzaakt, vanwege het door de markt alvast inprijzen van tegenvallende toekomstige resultaten en hogere verwachte financieringskosten als gevolg van de negatieve publiciteit die (het bekend worden van) de misleiding teweegbrengt.⁴⁵⁹ In de vierde plaats kan men denken aan het extra koersverlies dat intreedt omdat de markt er rekening mee houdt dat (het bekend worden van) de misleiding tot gevolg zal hebben dat belangrijke bestuurders het veld zullen moeten ruimen.⁴⁶⁰

Wanneer de eisende beleggers een of meer van de zojuist genoemde schadeposten vergoed wens te zien, is het uiteraard aan hen om de desbetreffende schadepost te stellen en – bij betwisting – te bewijzen. Nu doet zich bij de hier bedoelde schadeposten de bijzondere omstandigheid voor dat meestal vrij gemakkelijk aan deze bewijslast zal zijn voldaan. Ik zal toelichten waarom. Voor zover een of meer van de zojuist genoemde koerseffecten zich daadwerkelijk hebben voorgedaan, zullen zij tot gevolg hebben gehad dat de residuele koersdaling die intrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling groter was dan deze anders (bij afwezigheid van deze koerseffecten) zou zijn geweest. Aangezien deze residuele koersdaling het eerste aanknopingspunt vormt voor het vaststellen van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie, zal de processtrategie van de beleggers in eerste instantie zijn om deze koerseffecten zoveel mogelijk te negeren, en om deze ‘gewoon’ inbegrepen te achten in het bedrag van de eigenlijke koersinflatie. Het is immers niet in hun belang om een kleiner bedrag aan koersinflatie te bepleiten. In het kader van het processuele debat over (het bestaan en omvang van) de koersinflatie zal de gedaagde vervolgens aanvoeren dat de (residuele) koersdaling die intrad naar aanleiding van de corrigerende mededeling niet representatief is voor het bedrag van de eigenlijke koersinflatie, en deze koersdaling geheel of gedeeltelijk is terug te voeren op een of meer van de genoemde koerseffecten. Hij zal er in deze fase van de procedure uiteraard alle belang bij hebben deze koerseffecten zo sterk mogelijk aan te zetten. Wordt dit verweer van de gedaagde vervolgens gehonoreerd, dan betekent dit dat het bedrag aan koersinflatie waarvoor hij aansprakelijk wordt gehouden in ieder geval kleiner is dan de eerdergenoemde (residuele) koersdaling, en in zoverre heeft hij hiermee dan wat gewonnen. Dit betekent echter ook dat in het processuele debat dan inmiddels is komen vast te staan dat een of meer van de genoemde koerseffecten zich

458. Zie over deze schadepost uitgebreid § 7.6.

459. Zie in verband met deze schadepost § 7.5 en § 7.6.

460. Zie over deze schadepost uitgebreid § 7.7.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

daadwerkelijk hebben voorgedaan. Via de eerdergenoemde betwisting van (het bestaan en omvang van) de koersinflatie heeft de gedaagde (de aanwezigheid van) deze koerseffecten namelijk min of meer erkend. De consequentie van een ander is dat wanneer de eisende beleggers een of meer van de genoemde koerseffecten in de loop van de procedure vervolgens als afzonderlijke (en extra) schadepost opvoeren, de desbetreffende schadepost in beginsel niet meer bewezen hoeft te worden.

Behoudens het aantonen van de extra schadepost als zodanig, is voor het begroten van de totale koersschade tevens vereist dat de beleggers inzicht geven in de verkooptransacties die zij vlak na de corrigerende mededeling hebben verricht.^{461, 462} Zo zullen de beleggers die vergoeding vorderen van het extra koersverlies dat zij hebben geleden als gevolg van het feit dat de corrigerende mededeling resulteerde in een paniecreactie, moeten kunnen aantonen dat zij hun aandelen hebben verkocht toen de koers als gevolg van de paniecreactie op een kunstmatig laag niveau stond. En zo zullen ook de beleggers die vergoeding vorderen van het extra koersverlies dat zij hebben geleden als gevolg van het feit dat de omvang van de misleiding uiteindelijk kleiner bleek te zijn dan aanvankelijk werd verwacht, moeten kunnen aantonen dat zij hun aandelen hebben verkocht toen de koers naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling op een kunstmatig laag niveau stond. Voor zover de beleggers daarnaast ook nog vergoeding vorderen van een of meer van de genoemde posten *gevolgschade*, maakt het echter niet uit of zij hun aandelen na de corrigerende mededeling al dan niet hebben verkocht. Kenmerkend voor deze schadeposten is immers dat zij definitief intreden op het moment van de corrigerende mededeling, en dat de koers zich nadien in principe niet meer herstelt.

Overigens ben ik van mening dat geen enkele van de in deze paragraaf genoemde schadeposten voor vergoeding in aanmerking komt. Naar mijn oordeel kunnen deze posten immers niet op de voet van art. 6:98 BW aan

461. Vgl. De Jong 2010, p. 292.

462. Ik wijs erop dat onder omstandigheden van de beleggers tevens kan worden verlangd dat zij inzicht geven in de eventuele *aankoop*transacties die zij vlak na de corrigerende mededeling hebben verricht. In het scenario waarin de corrigerende mededeling resulteerde in een paniecreactie, en in het scenario waarin de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten is gekomen, en waarin uit de latere mededelingen bleek dat de omvang van de misleiding kleiner was dan aanvankelijk werd verwacht, hebben de beleggers die kort na de (eerste) corrigerende mededeling aandelen hebben gekocht, deze aandelen immers tegen een kunstmatig lage koers kunnen kopen. Dit laatste kan van belang zijn in het kader van (een beroep op) voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW. Zie hierover § 9.4.5.3.

HOOFDSTUK 9

de gedaagde worden toegerekend. Voor een onderbouwing van dit standpunt verwijs ik naar § 7.3-§ 7.7.

9.4.5 *Het betwisten van de toerekenbaarheid van de koersschade en het betwisten van de (omvang van de) schadevergoeding*

9.4.5.1 *Inleiding*

Als de (omvang van de) door de belegger geleden koersschade eenmaal is vastgesteld, wil dat uiteraard niet zeggen dat het aldus vastgestelde schadebedrag ook meteen (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. De gedaagde heeft namelijk nog verschillende verweren uit hoofde van afdeling 6.1.10 BW tot zijn beschikking om zijn schadevergoedingsverplichting te (laten) verminderen.⁴⁶³ Zo kan de gedaagde zich onder meer beroepen op het leerstuk van de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW, en aanvoeren dat niet het volledige schadebedrag aan hem kan worden toegerekend. Ook kan de gedaagde zich onder omstandigheden beroepen op het leerstuk van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW en/of het leerstuk van de eigen schuld ex art. 6:101 BW, en langs die weg proberen de door hem te betalen schadevergoeding te beperken.

Tot besluit van deze paragraaf over de procespositie van de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, sta ik in deze subparagraaf daarom stil bij de processuele mogelijkheden die de gedaagde op grond van afdeling 6.1.10 BW heeft om zich tegen deze vordering te verweren. In § 9.4.5.2 bespreek ik eerst de belangrijkste verweren die de gedaagde kan voeren uit hoofde van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. In § 9.4.5.3 benoem ik daarna de drie belangrijkste situaties waarin de gedaagde zich met succes kan beroepen op het leerstuk van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW. Voor een bespreking van de belangrijkste eigenschuldverweren die de gedaagde in dit verband kan voeren, verwijs ik naar § 5.6.2.

Ik heb nog één opmerking vooraf over de stelplicht en de bewijslast. Wanneer de gedaagde een beroep doet op het toerekeningsverband van art. 6:98 BW, is het aan hem om te beargumenteren (en de bij wijze van

463. Zie voor de verschillende rechtsgronden waarop (naast het leerstuk van de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW) de door de benadeelde te ontvangen schadevergoeding kan worden verminderd Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 98.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te bewijzen)⁴⁶⁴ dat de door de beleggers gestelde koersschade hem niet (volledig) kan worden toegerekend.⁴⁶⁵ Ook als de gedaagde zich beroept op het leerstuk van voordeelsverrekening, is het op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv aan hem om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat de eisende belegger als gevolg van *dezelfde gebeurtenis* waaruit de koersschade voortvloeide (in dit geval de misleiding), ook een voordeel heeft behaald. Daarnaast is het ook aan de gedaagde om te *beargumenteren* dat het tevens *redelijk* is (in de zin van art. 6:100 BW) het door de belegger behaalde voordeel met de schadevergoeding te verrekenen.⁴⁶⁶

9.4.5.2 *Het betwisten van de (omvang van de) rechtens toerekenbare schade op grond van art. 6:98 BW*

In de eerste plaats kan de gedaagde in de situatie waarin de koersinflatie als gevolg van een afnemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen, het verweer voeren dat niet de volledige door de beleggers gestelde koersschade voor vergoeding in aanmerking komt, en dat voor zover deze koersschade is terug te voeren op de afnemende marktwaarde van de misleidende informatie, deze hem niet op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend.⁴⁶⁷ Dit toerekeningsverweer kan de gedaagde (mijns inziens

464. Hartkamp en Sieburgh spreken in dit verband van een ‘*argumenteerlast*’ (curs. *ACWP*) van de aansprakelijke. Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 2019 (6-IV), nr. 144 en Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 82. Zie over de bewijslastverdeling in het kader van art. 6:98 BW ook Klaassen 2017 (Mon. BW B35), nr. 45; Asser 2004, nr. 182. Zie voor een ander geluid op dit punt Boonekamp, *Stelplicht en Bewijslast*, commentaar op art. 6:98 BW. A-G F.F. Langemeijer lijkt in punt 2.22-2.23 van zijn conclusie, ECLI:NL:PHR:2019:61, bij het 81 RO-arrest HR 8 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:326 (ABN AMRO Bank N.V./X) Boonekamp op dit punt te volgen.

465. De Hoge Raad lijkt in het World Online-arrest enigszins te miskennen dat het bij art. 6:98 BW niet in de eerste plaats om een *bewijslast*, maar om een *argumenteerlast* gaat. Zo overweegt hij dat ten aanzien van het causaal verband ex art. 6:98 BW ‘in beginsel de gewone *bewijsregels* (...) gelden’ (curs. *ACWP*), aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

466. Zoals bekend heeft de Hoge Raad in het arrest Tenna TSO B.V. e.a./ABB B.V. geoordeeld dat ook de redelijkheid van art. 6:100 BW moet worden beoordeeld aan de hand van de in art. 6:98 BW besloten maatstaven, zie HR 8 juli 2016, ECLI:NL:HR:2016:1483, *NJ* 2017/262, m.nt. S.D. Lindenbergh en J.S. Kortmann (Tenna TSO B.V. e.a./ABB B.V. e.a.), r.o. 4.4.3. Zie ook HR 3 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:164, *NJ* 2017/146, m.nt. Tjong Tjin Tai (Dexia Nederland B.V./De Vries), r.o. 3.5. En zie over de redelijkheidsmaatstaf van art. 6:100 BW ook Asser/Sieburgh 2021 (6-II), nr. 100-102.

467. Deze (schadevergoedingsbeperkende) toerekeningsregel heb ik verdedigd in § 5.5.2.3 *sub a* en *sub b*.

HOOFDSTUK 9

met succes) voeren zowel tegen de beleggers die hun aandelen vóór de officiële bekendwording van de misleiding weer hebben verkocht, als tegen de beleggers die hun aandelen tot na de bekendwording van de misleiding hebben aangehouden.

In de tweede plaats kan de gedaagde in de situatie waarin de inhoud van de misleidende informatie zich over het tijdvak van de misleiding zodanig heeft ontwikkeld, dat de informatie gaandeweg minder misleidend is geworden en de koersinflatie dientengevolge is afgenomen, het verweer voeren dat niet de volledige door de beleggers gestelde koersschade voor vergoeding in aanmerking komt, en dat voor zover deze koersschade is terug te voeren op de gewijzigde inhoud van de misleidende informatie, deze hem niet kan worden toegerekend.⁴⁶⁸ Ook dit toerekeningsverweer kan de gedaagde met succes voeren zowel tegen de beleggers die hun aandelen vóór de officiële bekendwording van de misleiding weer hebben verkocht, als tegen de beleggers die hun aandelen tot na de bekendwording van de misleiding hebben aangehouden.

Het derde verweer houdt verband met de situatie waarin de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten is gekomen, en waarin uit de latere mededelingen bleek dat de omvang van de misleiding kleiner was dan aanvankelijk werd gedacht. In dit geval zullen de beleggers die naar aanleiding van de eerste corrigerende mededeling hun aandelen meteen – tegen een kunstmatig lage koers – hebben verkocht, waarschijnlijk tevens vergoeding vorderen van de *extra* koersschade die zij – naast de eigenlijke koersinflatie – als gevolg van de misleiding hebben geleden.⁴⁶⁹ Tegen deze vordering kan de gedaagde met succes het verweer voeren dat deze *extra* koersschade hem niet kan worden toegerekend.⁴⁷⁰

Het vierde verweer houdt verband met de situatie waarin de corrigerende mededeling een paniecreactie tot gevolg had, en waarin het even duurde voordat de koers zich weer had hersteld. Ook in dit geval zullen de beleggers die hun aandelen naar aanleiding van de corrigerende mededeling meteen – tegen een ‘paniekprijs’ – hebben verkocht, waarschijnlijk tevens vergoeding vorderen van de *extra* koersschade die zij – naast de eigenlijke koersinflatie – als gevolg van de misleiding hebben geleden.⁴⁷¹ Tegen deze vordering kan de

468. Deze (schadevergoedingsbeperkende) toerekeningsregel heb ik verdedigd in § 7.2.3.

469. Zoals uitgelegd in § 9.4.4.4 zal het in de praktijk meestal zo zijn dat de eisende beleggers deze schadepost pas in de loop van de procedure opvoeren.

470. Voor een toelichting waarom deze schadepost mijns inziens niet aan de gedaagde kan worden toegerekend, verwijs ik naar § 7.3.3.

471. Ook voor deze schadepost geldt dat de eisende beleggers deze meestal pas in de loop van de procedure zullen opvoeren.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

gedaagde zich wederom met succes verweren met de stelling dat deze *extra* koersschade hem niet kan worden toegerekend.⁴⁷²

Het vijfde verweer houdt verband met de situatie waarin de eisende beleggers – naast het bedrag van de eigenlijke koersinflatie – tevens vergoeding vorderen van een of meer typen *gevolgschade*.⁴⁷³ Bij deze gevolgschade kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het extra koersverlies dat de corrigerende mededeling veroorzaakt, vanwege het door de markt alvast inprijzen van tegenvallende toekomstige resultaten en hogere verwachte financieringskosten als gevolg van de negatieve publiciteit die (het bekend worden van) de misleiding teweegbrengt.⁴⁷⁴ Ook tegen deze vordering kan de gedaagde met succes het verweer voeren dat deze extra koersschade hem niet kan worden toegerekend.^{475, 476}

In de zesde plaats kan de gedaagde in de situatie waarin de misleiding geheel of gedeeltelijk samenviel met een zeepbel in de koers, en waarin deze zeepbel tot gevolg had dat het koerseffect van de misleiding veel groter was dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigde, het verweer voeren dat niet het gehele bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie voor vergoeding in aanmerking komt.⁴⁷⁷ Slechts het bedrag van de koersinflatie geschoond voor het zeepbeleffect kan hem worden toegerekend, aldus kan hij met recht betogen.⁴⁷⁸

Het zevende verweer houdt verband met de situatie waarin het tijdvak van de misleiding geheel of gedeeltelijk samenviel met een periode waarin *tevens* een overwaardering in de koers was ontstaan als gevolg van een te rooskleurige analistenvoorspelling of een te optimistisch getoonzet analistenrapport (in de Amerikaanse literatuur spreekt men in dit verband van het zogenoemde ‘analyst added premium’-effect), en waarin de misleiding met deze overwaar-

472. Voor een toelichting waarom deze schadepost mijns inziens niet aan de gedaagde kan worden toegerekend, verwijs ik naar § 7.4.3-§ 7.4.4.

473. Ook voor deze schadepost geldt dat de eisende beleggers deze meestal pas in de loop van de procedure zullen opvoeren.

474. Zie in dit verband § 7.5 en § 7.6.

475. Voor een toelichting waarom deze schadepost mijns inziens niet aan de gedaagde kan worden toegerekend, verwijs ik naar § 7.5-§ 7.7.

476. Volledigheidshalve wijs ik erop dat de hier bedoelde extra koersschade alleen wordt geleden door de beleggers die hun aandelen tot na de corrigerende mededeling hebben aangehouden en dat het hier bedoelde toerekeningsverweer dus ook alleen voor deze beleggers relevant is.

477. Zie over het scenario waarin de misleiding geheel of gedeeltelijk samenviel met een zeepbel in de koers uitgebreid § 7.8.

478. Deze (schadevergoedingsbeperkende) toerekeningsregel heb ik voor verschillende zeepbelscenario's verdedigd in § 7.8.2-§ 7.8.4.

HOOFDSTUK 9

dering is gaan interfereren.⁴⁷⁹ Met ‘interfereren’ bedoel ik hier dat (het onderwerp van) de misleidende informatie zodanig met (het onderwerp van) de voorspelling samenhangt, dat zij het ontstaan, de omvang en/of de duur van het *analyst added premium*-effect heeft kunnen beïnvloeden. Ook in dit geval kan de gedaagde met succes het verweer voeren dat niet het gehele bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie voor vergoeding in aanmerking komt, en dat slechts het bedrag van de koersinflatie geschoond voor het *premium* effect hem kan worden toegerekend.⁴⁸⁰

Tot slot wijs ik er nog op dat voor de zojuist genoemde verweren geldt dat zij in het processuele debat niet altijd in de sleutel van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW hoeven te staan. Zij kunnen – afhankelijk van de wijze waarop de procespartijen het debat voeren – even goed in de sleutel van de eigen schuld en/of de schadebeperkingsplicht ex art. 6:101 BW staan. Dit geldt denk ik met name voor het hierboven genoemde derde, vierde, zesde en zevende verweer.

9.4.5.3 *Het betwisten van de (omvang van de) schadevergoeding op grond van voordeelsverrekening*

Tot besluit noem ik hier de drie belangrijkste gevallen waarin de gedaagde zich met succes kan beroepen op het leerstuk van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW.⁴⁸¹

Het eerste geval waarin een beroep op het leerstuk van voordeelsverrekening aan de orde kan zijn, is de situatie waarin de koersinflatie als gevolg van een toenemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is toegenomen, en waarin de eisende belegger een deel van zijn (tijdens dit tijdvak gekochte) aandelen vóór de bekendwording van de misleiding weer heeft verkocht.⁴⁸² Vanwege het toenemen van de koersinflatie is de belegger op de tussentijds verkochte aandelen dan namelijk koersverlies bespaard gebleven, zodat hij – in ieder geval gedeeltelijk – van de misleiding heeft kunnen profiteren. Dit voordeel staat onmiskenbaar in causaal verband met de misleiding en komt op de voet van art. 6:100 BW mijns inziens voor verrekening

479. Voor een bespreking van het *analyst added premium*-effect verwijs ik naar § 7.9.1.

480. Deze (schadevergoedingsbeperkende) toerekeningsregel heb ik verdedigd in § 7.9.2-§ 7.9.3.

481. Zie over de eerste twee gevallen reeds De Jong 2010, p. 292 en p. 306. Zie hierover in de Amerikaanse literatuur de uitgebreide studie Francis 2009. Zie ook Galley e.a. 2014, p. 2-3 en p. 13-14; Wong 2008, p. 9-16.

482. Zie in dit verband ook Dunbar & Mayer 2006, p. 21-22.

in aanmerking.⁴⁸³ Ik wijs erop dat het in dit geval voor de gedaagde in principe niet al te lastig zou moeten zijn om aan zijn stelplicht en – bij betwisting – bewijslast ten aanzien van zijn beroep op voordeelsverrekening te voldoen.⁴⁸⁴ In het kader van de schadevaststelling is het immers aan de eisende belegger om inzicht te geven in de verschillende aan- en verkooptransacties die hij over het tijdvak van de misleiding heeft verricht.⁴⁸⁵ Ik verwijs naar § 9.4.4.3.

Het tweede geval waarin voordeelsverrekening aan de orde kan zijn, is de situatie waarin de eisende belegger voordat de misleiding begon reeds aandelen hield, en waarin hij tijdens het tijdvak van de misleiding zowel aandelen heeft gekocht als verkocht. Ook in dat geval is de belegger als gevolg van de misleiding koersverlies bespaard gebleven, zodat hij – in ieder geval gedeeltelijk – van de misleiding heeft kunnen profiteren. Wederom staat dit voordeel onmiskenbaar in causaal verband met de misleiding en komt het op de voet van art. 6:100 BW voor verrekening in aanmerking.⁴⁸⁶ In dit geval kan het voor de gedaagde nogal eens lastig zijn om aan zijn stelplicht en – bij betwisting – bewijslast ten aanzien van voordeelsverrekening te voldoen.⁴⁸⁷ Als de eisende belegger immers geen openheid van zaken geeft over zijn (reeds bestaande) aandelenbezit toen de misleiding begon, zal het voor de gedaagde doorgaans vrij lastig zijn om hier achter te komen. Een eventuele oplossing voor dit probleem zou kunnen zijn om een bijzondere regel van bewijslastverdeling als bedoeld in art. 150 Rv aan te nemen die erop neerkomt dat, indien de gedaagde – in het kader van voordeelsverrekening – het verweer voert dat de belegger reeds aandelen hield toen de misleiding begon, het aan de belegger is om te stellen en zo nodig te bewijzen dat hij op dat moment nog *geen* aandelen

483. In § 5.5.2.3 *sub c* heb ik uitgelegd waarom het naar mijn oordeel redelijk en wenselijk is dit voordeel in de door de belegger te ontvangen schadevergoeding te verdisconteren.

484. Vgl. De Jong 2010, p. 292.

485. Volledigheidshalve wijs ik erop dat voor een geslaagd beroep op voordeelsverrekening uiteraard ook moet komen vast te staan dat de koersinflatie als gevolg van een toenemende marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding is toegenomen. In de praktijk zal het processuele debat hierover echter reeds zijn gevoerd in het kader van de schadevaststelling. Ik verwijs naar mijn betoog in § 9.4.4.2.

486. In § 5.5.2.3 *sub e* heb ik uitgelegd waarom het naar mijn oordeel redelijk en wenselijk is dit voordeel in de door de belegger te ontvangen schadevergoeding te verdisconteren.

487. Anders De Jong 2010, p. 292.

HOOFDSTUK 9

hield.⁴⁸⁸ Een andere – en voor de belegger minder ingrijpende – oplossing zou kunnen zijn om op de belegger een verzwaarde motiveringsplicht te leggen ten aanzien van zijn (niet-bestaande?) aandelenbezit toen de misleiding begon.⁴⁸⁹ Dergelijke procesrechtelijke ingrepen vinden hun rechtvaardiging in het feit dat de in dit verband relevante feiten met name zijn gelegen in het domein van de belegger.⁴⁹⁰

Het derde geval waarin sprake kan zijn van voordeelsverrekening, is het scenario waarin de corrigerende mededeling resulteerde in een paniekreactie en waarin het even duurde voordat de koers zich weer had hersteld, of het scenario waarin de misleiding door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten is gekomen, en waarin uit de latere mededelingen bleek dat de omvang van de misleiding kleiner was dan aanvankelijk werd verwacht.⁴⁹¹ In deze scenario's stond de koers na de (eerste) corrigerende mededeling immers op een kunstmatig laag niveau, zodat de belegger die op dat moment aandelen heeft *bijgekocht* als gevolg van de misleiding een voordeel heeft behaald. Ook dit voordeel komt mijns inziens voor verrekening in aanmerking. Ik wijs erop dat ook in dit geval het voor de gedaagde nogal eens lastig kan zijn om aan zijn stelplicht en – bij betwisting – bewijslast ten aanzien van voordeelsverrekening te voldoen. Als de eisende belegger immers geen openheid van zaken geeft over de aandelen die hij vlak na de (eerste) corrigerende mededeling heeft *bijgekocht*, zal het voor de gedaagde doorgaans vrij lastig zijn om hier achter te komen.⁴⁹² Een eventuele oplossing voor dit probleem zou wederom kunnen zijn om een bijzondere regel van bewijslastverdeling als bedoeld in art. 150 Rv aan te nemen die erop neerkomt dat, indien de gedaagde – in het kader van voordeelsverrekening – het verweer voert dat de belegger vlak de (eerste) corrigerende mededeling aandelen heeft *bijgekocht*, het aan de belegger is om te stellen en zo nodig te bewijzen dat hij

488. Vgl. in een contractuele setting in het kader van een door de schuldenaar (verkoper) gedaan beroep op de klachtplicht ex art. 6:89 of art. 7:23 lid 1 BW HR 12 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3593, *NJ* 2017/163, m.nt. W.D.H. Asser (FAR Trading B.V./Edco Eindhoven B.V.), r.o. 5.6.1-5.6.3.

489. Zie over het instrument van de verzwaarde motiveringsplicht § 9.4.2.2.

490. Vgl. HR 12 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3593, *NJ* 2017/163, m.nt. W.D.H. Asser (FAR Trading B.V./Edco Eindhoven B.V.), r.o. 5.6.3.

491. Zie in dit verband ook § 7.3.3 slot en § 7.4.3 slot.

492. Volledigheidshalve wijs ik erop dat voor een geslaagd beroep op voordeelsverrekening uiteraard ook moet komen vast te staan dat de koers vlak na de (eerste) corrigerende mededeling op een kunstmatig laag niveau stond. In de praktijk zal het processuele debat hierover echter reeds zijn gevoerd in het kader van de schadevaststelling en/of –toerekening. Ik verwijs naar mijn betoog in § 9.4.4.4.

HET BEWIJS VAN CAUSAAL VERBAND EN KOERSSCHADE

op dat moment nog *geen* aandelen heeft bijgekocht.⁴⁹³ Een andere – en voor de belegger minder ingrijpende – oplossing zou kunnen zijn om op de belegger een verzwaarde motiveringsplicht te leggen ten aanzien van zijn (niet-gedane?) transacties in het litigieuze aandeel vlak na de (eerste) corrigerende mededeling.⁴⁹⁴ Dergelijke procesrechtelijke ingrepen vinden wederom hun rechtvaardiging in het feit dat de in dit verband relevante feiten met name zijn gelegen in het domein van de belegger.⁴⁹⁵

493. Vgl. in een contractuele setting in het kader van een door de schuldenaar (verkoper) gedaan beroep op de klachtplicht ex art. 6:89 of art. 7:23 lid 1 BW HR 12 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3593, *NJ* 2017/163, m.nt. W.D.H. Asser (FAR Trading B.V./Edco Eindhoven B.V.), r.o. 5.6.1-5.6.3.

494. Zie over het instrument van de verzwaarde motiveringsplicht § 1.4.2.2.

495. Vgl. HR 12 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3593, *NJ* 2017/163, m.nt. W.D.H. Asser (FAR Trading B.V./Edco Eindhoven B.V.), r.o. 5.6.3.

Slot: bevindingen & conclusies

A. Onderzoeksvragen

Het overkoepelende doel van mijn onderzoek was het geven van een diepgravende analyse van de materieelrechtelijke en bewijsrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. De volgende onderzoeksvragen stonden hierbij centraal:

- 1) Wat is de invloed van informatie op de koers van beursgenoteerde effecten en op welke wijze wordt (nieuwe) informatie in de koers verwerkt?
- 2) Hoe is de civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek geregeld onder het Amerikaanse federale effectenrecht, wat zijn de belangrijkste grondslagen van aansprakelijkheid en welke (aansprakelijkheids)vereisten gelden voor de verschillende grondslagen?
- 3) Een aandelenkoers die als gevolg van misleidende informatie is geïnflateerd, zal op een zeker moment weer terugkeren naar haar oorspronkelijke zuivere niveau. Welke scenario's zijn precies te onderscheiden voor de wijze waarop deze inflatie uit de koers kan lopen?
- 4) Is bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving voor het aannemen van causaal verband steeds vereist – dus ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed?
- 5) Welke peildatum moet bij de schadevaststelling tot uitgangspunt worden genomen, welke schadebegrotingsmaatstaf moet worden gehanteerd en wat is het ontstaansmoment van de schade?
- 6) Komt, en zo ja, in welke omvang, schade die voortvloeit uit het zich (ten kwade) realiseren van algemene beleggingsrisico's voor vergoeding in aanmerking? Komt, en zo ja, in welke omvang, koerswinst die de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging zou hebben behaald voor vergoeding in aanmerking?
- 7) Hoe wordt de schade vastgesteld en in welke mate kan deze aan de vennootschap worden toegerekend, als de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

(en dientengevolge de koersinflatie) omdat externe factoren daarop inwerken?

- 8) In hoeverre kan de schade van de belegger aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer aan de misleiding externe (macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke) factoren ervoor zorgen dat de koers van het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding per saldo *toeneemt* (of althans, *niet afneemt*)? ¹ Het bijzondere van dit scenario is dat de belegger – ondanks de misleiding – in absolute geen koersverlies lijdt.
- 9) Welke rol speelt het eigenschuldleerstuk bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving?
- 10) Op welke wijze kunnen het causaal verband en (de omvang van) de koersschade worden bewezen en welke financieel-economische en econometrische methoden en technieken kunnen daarbij behulpzaam zijn bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving op grond van het Amerikaanse federale effectenrecht?
- 11) Hoe ziet het bewijs van het causaal verband en (de omvang van) de koersschade eruit bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving naar Nederlands recht?

B. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 1. Een introductie tot de leerstukken causaal verband en schade(vergoeding)

1. Uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade

Hoewel de aansprakelijkheidsvereisten causaal verband en schade in de dogmatiek altijd strikt van elkaar worden onderscheiden, is het procesuele debat over het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) in de praktijk niet altijd goed te onderscheiden van het debat over (het bestaan van) de schade (zie § 1.2.3). Dit vloeit voort uit het feit dat zowel bij het causaal verband als de schade een wegdenkoefening moet worden uitgevoerd, waarbij steeds dezelfde hypothetische gang van zaken als referentiekader wordt genomen: wat zou de vermogenspositie van de benadeelde zijn geweest (of hoe zou deze vermogenspositie zich hebben ontwikkeld) wanneer de litigieuze gebeurtenis achterwege was gebleven? Afhankelijk van de door partijen betrokken stellingen en afhankelijk van de wijze waarop zij zich tegen elkaars stellingen verweren, zal het debat hierover zich dan concentreren rondom het causaal verband dan wel rondom (de al dan niet aanwezigheid van) de schade. Nemen de partijen de door de benadeelde gestelde schade als uitgangspunt, dan zal in het

1. Zie voor de uitleg van de term ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo toenemen’ respectievelijk ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo afnemen’ § 5.3.6.

debat de vraag centraal staan waardoor deze schade nu precies is veroorzaakt: door de normschending van de aansprakelijk gestelde partij of door een externe oorzaak gelegen in de risicosfeer van de benadeelde? Nemen de partijen daarentegen de normschending als uitgangspunt, dan zal in het debat de vraag centraal staan of door die normschending wel schade is geleden, want zou zonder die normschending voor de benadeelde niet precies dezelfde (nadelige) situatie zijn ontstaan? Gegeven deze overlap die bestaat tussen de leerstukken causaal verband en schade, wordt in de literatuur in dit verband ook wel gesproken van 'uitwisselbare perspectieven'.²

Deze uitwisselbaarheid van perspectief tussen causaal verband en schade kan ook van belang zijn voor misleidingszaken (zie wederom § 1.2.3). Dit hangt samen met het feit dat in werkelijkheid de beurskoers door een veelvoud van factoren (waaronder de misleidende informatie) wordt beïnvloed, zodat in schadevergoedingsacties ingesteld door beleggers bijna altijd ter discussie staat in hoeverre een bepaalde gestelde koersinflatie of een bepaald gesteld koersverlies is terug te voeren op (het bekend worden van) de misleidende informatie. Afhankelijk van de wijze waarop partijen het processuele debat voeren, staat dit debat dan in de sleutel van het causaal verband of in de sleutel van (het bestaan van) de schade.

2. *Het causaal verband: csqn en toerekening*

In de heersende doctrine worden voor het juridisch causaal verband achtereenvolgens twee stappen onderscheiden: eerst csqn en daarna toerekening (zie § 1.3.1). 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 gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid wordt gebaseerd: zonder de litigieuze gebeurtenis zou de geleden schade niet zijn ingetreden. Is voor een bepaalde schadeveroorzakende gebeurtenis en/of een bepaalde schadepost aan het csqn-verband voldaan, dan vindt vervolgens een normatieve, op het recht toegesneden toetsing plaats op grond van art. 6:98 BW. Deze toets houdt in dat voor vergoeding slechts in aanmerking komt schade die in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid van de schuldenaar berust, dat zij hem, mede gezien de aard van de aansprakelijkheid en de schade,

2. Ik benadruk dat alleen sprake kan zijn van overlap tussen de leerstukken causaal verband en schade, wanneer in het processuele debat onzekerheid bestaat over hoe de situatie van de benadeelde zich bij afwezigheid van de normschending zou hebben ontwikkeld. Daarmee is dus uitdrukkelijk niet gezegd dat het strikte onderscheid dat in de dogmatiek tussen beide leerstukken pleegt te worden gemaakt, iedere relevantie zou ontberen.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

als een gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend. De genoemde stappen csqn en toerekening verhouden zich aldus tot elkaar, dat wanneer 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. Er zijn namelijk vele schadelijke gevolgen denkbaar die in csqn-verband staan met de begane normschending, maar er dient alleen aansprakelijkheid te bestaan voor die gevolgen die naar de maatstaven van art. 6:98 BW aan de aansprakelijke persoon of rechtspersoon kunnen worden toegerekend.

Er bestaat ook een onderscheid tussen de fases csqn en toerekening vanuit bewijsrechtelijk oogpunt (zie wederom § 1.3.1). Voor het csqn-verband rust volgens de hoofdregel van art. 150 Rv de bewijslast op de benadeelde. Het is dus in beginsel aan de benadeelde om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat er een csqn-verband bestaat tussen de beweerdelijk geleden schade en de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis. Bij het toerekeningsverband is daarentegen de aansprakelijke persoon of rechtspersoon als eerste aan zet om te beargumenteren dat de schade in een zodanig ver verwijderd verband staat tot de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis, dat zijn aansprakelijkheid op de voet van art. 6:98 BW moet worden beperkt. Bewust wordt hier gesproken van ‘beargumenteren’ in plaats van ‘bewijzen’, aangezien de vraag of de schade aan de aansprakelijk gestelde partij kan worden toegerekend in beginsel een rechtsvraag betreft. Dit betekent dat het toerekeningsoordeel primair aan de hand van juridische maatstaven tot stand komt, zodat bewijslevering in beginsel niet aan de orde is.

3. Het csqn-verband (en de schade): de feitelijke grondslag bepaalt het perspectief

Zowel voor het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) als de schade geldt in algemene zin dat beide worden beoordeeld vanuit de feitelijke grondslag die de eiser zijn vordering tot schadevergoeding geeft (zie § 1.3.2).³ Anders gezegd: de feitelijke grondslag van de vordering en de in dat verband door de eiser betrokken stellingen bepalen ten principale het perspectief dat bij het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen. Dit vloeit voort uit het feit dat zowel bij het causaal verband als de schade een wegdenkoefening moet worden uitgevoerd waarbij twee situaties met elkaar worden vergeleken: enerzijds de feitelijke situatie zoals die is nadat de normschending heeft plaatsgevonden en anderzijds de hypothetische situatie zoals die zou zijn geweest wanneer de normschending achterwege zou zijn gebleven. De

3. Vgl. art. 24 Rv.

hypothetische wereld zonder normschending hangt echter niet in het luchtledige. Deze moet door de eiser steeds op basis van concrete stellingen worden ‘ingekleurd’, opdat (voor de wederpartij en de rechter) duidelijk wordt welke werkelijkheid zich (in de ogen van de eiser) bij afwezigheid van de normschending zou hebben voltrokken. De concrete feitelijke grondslag van de vordering tot schadevergoeding is daarmee bepalend voor hoe de hypothetische wereld zonder normschending moet worden beoordeeld en het is derhalve deze grondslag die het vertrekpunt moet vormen bij ieder oordeel over causaal verband en schade.

Toegespitst op de aansprakelijkheid voor misleidende berichtgeving op de beurs betekent het voorgaande dat de door de misleiding (beweerdelijk) benadeelde belegger zijn vordering tot schadevergoeding op ten minste twee manieren kan inkleden (zie wederom § 1.3.2). In de eerste plaats kan hij aan zijn vordering ten grondslag leggen dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. In dat geval vordert hij primair schadevergoeding ter hoogte van het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie. Voor het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) en de schade moet nu de volgende denkexercitie worden uitgevoerd: zou bij afwezigheid van de misleidende informatie de beurskoers (op het moment van aankoop) lager zijn geweest en zou de belegger derhalve een lagere prijs voor het aandeel hebben betaald? Is het antwoord op deze vraag bevestigend, dan is in beginsel voldaan aan het causaal verband. Heeft de belegger zijn aandeel tot na de bekendwording van de misleiding aangehouden en heeft hij het niet tussentijds verkocht, dan staat daarmee tevens vast dat hij als gevolg van de misleiding schade heeft geleden. De (omvang van de) schade wordt vervolgens vastgesteld vanuit het *perspectief* van de zojuist genoemde feitelijke grondslag. Beoordeeld moet worden hoeveel lager de beurskoers op het moment van aankoop zou zijn geweest – of anders gezegd: hoeveel minder de belegger voor zijn aandeel zou hebben betaald – wanneer de misleiding achterwege zou zijn gebleven.

In de tweede plaats kan de belegger aan zijn vordering ten grondslag leggen dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed en hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. In dat geval vordert hij primair schadevergoeding voor het op het litigieuze aandeel geleden koersverlies, eventueel aangevuld (of verminderd) met de koerswinst die zou zijn behaald (of het verlies dat zou zijn geleden) in de hypothetische situatie zonder misleiding. De denkexercitie die bij deze feitelijke grondslag voor het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) en de schade moet worden uitgevoerd, is of de belegger bij juiste en volledig informatie

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

inderdaad zou hebben besloten van aankoop van het aandeel af te zien. Luidt het antwoord op deze vraag bevestigend, dan is vervolgens de vraag hoe de belegger zijn geld in de hypothetische situatie zonder misleiding zou hebben belegd en of dat inderdaad een beter rendement zou hebben opgeleverd. Er moet dus een vergelijking worden gemaakt tussen enerzijds het rendement dat de belegger thans op het litigieuze aandeel heeft behaald en anderzijds het hypothetische rendement dat hij zou hebben behaald wanneer hij zijn geld alternatief zou hebben aangewend om te bezien of het laatstgenoemde rendement daadwerkelijk hoger is. De (omvang van de) feitelijk geleden schade wordt vervolgens verkregen door van beide rendementen het verschil te nemen.

4. Het bewijs van het causaal verband en de procesrechtelijke instrumenten om de bewijslast van de benadeelde te verlichten

Volgens de hoofdregel van art. 150 Rv dient degene die in rechte schadevergoeding vordert in beginsel het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) te bewijzen tussen enerzijds de gedraging of gebeurtenis waarop hij zijn vordering tot schadevergoeding baseert en anderzijds de door hem gestelde schade (zie § 1.4.1). Algemeen is onderkend dat zich bij het bewijs van het causaal verband een structureel probleem voordoet. Dit hangt samen met het feit dat bij het causaal verband steeds een vergelijking moet worden gemaakt met de hypothetische situatie zoals die bij afwezigheid van de aansprakelijkheid vestigende gebeurtenis zou zijn geweest (of wellicht beter gezegd: zou zijn geworden). Deze hypothetische gang van zaken laat zich echter onmogelijk met zekerheid vaststellen. Bij hypothetische gebeurtenissen gaat het immers niet om ‘feiten’ die zich daadwerkelijk hebben voorgedaan en die kunnen worden bewezen, maar slechts om ‘veronderstellingen’ die per definitie *niet* hebben plaatsgevonden en waaraan slechts een bepaalde mate van waarschijnlijkheid kan worden toegekend. Het bewijs van het causaal verband gaat daarom ‘per definitie’ gepaard met onzekerheid.

Om dit probleem te ondervangen zijn in de doctrine voor verschillende gevalstypen oplossingen ontwikkeld – oplossingen die soms de status van ‘regel’ hebben – om de benadeelde in zijn bewijslast tegemoet te komen. Voorbeelden van procesrechtelijke oplossingen die in de praktijk worden toegepast, zijn het verlagen van de bewijswaarderingsmaatstaf (§ 1.4.2.1), het aannemen van een verzwaarde motiveringsplicht (§ 1.4.2.2) en het toepassen van een vermoeden (§ 1.4.2.3). Voor de laatstgenoemde oplossing kunnen weer drie typen worden onderscheiden, te weten (i) het (weerlegbare) wettelijk vermoeden; (ii) het jurisprudentieel vermoeden; en (iii) het feitelijk of rechterlijk vermoeden. Voorbeelden van materieelrechtelijke oplossingen die in de praktijk worden toegepast, zijn het leerstuk van

proportionele aansprakelijkheid (§ 1.4.3.1) en het leerstuk van kansschade (§ 1.4.3.2).

5. Rechtspraak van de Hoge Raad over het bewijs van causaal verband bij beleggingsschade

Wat het bewijs van het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) betreft bij een jegens de belegger geschonden informatie- en/of waarschuwingsverplichting, is interessant dat de Hoge Raad zich verschillende keren bereid heeft getoond de belegger in zijn zware bewijslast tegemoet te komen. Bekende voorbeelden zijn de effectenlease-arresten⁴ (zie § 1.4.4.1) en het World Online-arrest⁵ (zie § 1.4.4.3, § 5.4.4.4 en § 9.3.3.2), waarin de Hoge Raad – heel kort gezegd – een vermoeden van causaal verband formuleerde tussen het informatieverzuim van de aangesproken partij en de beleggingsbeslissing van de belegger. Maar ook in andere beleggingsgeschillen dan deze massaschadezaken lijkt de Hoge Raad de belegger bij het bewijs van het causaal verband de helpende hand te hebben toegestoken, waarbij onder meer kan worden gedacht aan de arresten Rabobank Vaart en Vecht/X⁶ en F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.⁷ Er is op zich nog enige discussie mogelijk over de vraag hoe de door de Hoge Raad in de zojuist genoemde arresten geformuleerde oplossingen in bewijsrechtelijke zin precies moeten worden geduid, maar de gedeelde noemer lijkt in ieder geval te zijn de (schijnbare) wens om de vordering van de (beweerdelijk) benadeelde belegger niet te laten afstuiten op een al te zware bewijslast op het punt van het causaal verband.

Een ander belangrijk arrest op het terrein van beleggingsschade waarin de Hoge Raad zich heeft uitgelaten over het bewijs van het causaal verband, is het arrest Fortis/Bourgonje⁸ (zie § 1.4.4.2). Het belang van dit arrest is met name gelegen in de principiële overwegingen die de Hoge Raad wijdt aan het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid en het

-
4. Zie HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199, m.nt. C.W.M. Lieverse (De Treek/Dexia), r.o. 5.5.1-5.5.3 respectievelijk HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/183, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184 (Levob/Bolle), r.o. 4.7.8-4.7.10.
 5. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.
 6. HR 3 februari 2012, *JOR* 2012/116, m.nt. S.B. van Baalen (Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht U.A./X), r.o. 3.7.1.
 7. HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.).
 8. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls; Lindenbergh & Pape 2011, *AA* 2011, afl. 10, p. 720-725 (Fortis/Bourgonje).

toepassingsgebied daarvan.⁹ Mijn conclusie naar aanleiding van het arrest Fortis/Bourgonje is dat ik het niet waarschijnlijk acht dat de Hoge Raad proportionele aansprakelijkheid als oplossing voor causaliteitsonzekerheid bij schending van het vereiste van *informed consent* en daardoor beweerdelijk veroorzaakte beleggingsschade wenst te aanvaarden. Hoewel de Hoge Raad zich daar nog niet over heeft uitgelaten, vermoed ik dat hetzelfde heeft te gelden voor het leerstuk van het verlies van een kans als oplossing voor deze onzekerheid. Ofschoon het hier dogmatisch gezien om verschillende oplossingen gaat, is aan beide oplossingen namelijk het door de Hoge Raad genoemde bezwaar verbonden dat ‘toepassing daarvan de mogelijkheid in zich draagt dat iemand aansprakelijk wordt gehouden voor een schade die hij *niet* (...) heeft veroorzaakt’ (curs. *ACWP*).¹⁰

C. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 2. De invloed van informatie op de koers; de efficiënte versus de inefficiënte markt

1. De ‘efficiënte markthypothese’ in drie verschillende gedaantes

In de jaren zestig van de vorige eeuw is door financieel-economen van de neoklassieke school de zogenoemde ‘efficiënte markthypothese’ (‘EMH’) ontwikkeld. De EMH houdt in dat in de koers van een actief verhandeld aandeel alle voor dat aandeel relevante informatie is verwerkt. Drie vormen van de EMH worden onderscheiden: de sterke vorm, de semi-sterke vorm en de zwakke vorm (zie § 2.2.3).

De sterke vorm is de meest vergaande versie van de EMH. Zij houdt in dat de koers van een aandeel *alle* informatie die van belang is voor de (waardering van de) desbetreffende onderneming, dus zowel informatie die publiekelijk bekend is als informatie die alleen bij *insiders* bekend is, weerspiegelt. De koers is met andere woorden op elk moment gelijk aan de fundamentele waarde van het onderliggende aandeel. Aangezien algemeen wordt erkend dat handel met voorkennis in de regel leidt tot het behalen van bovengemiddelde rendementen, mag ervan worden uitgegaan dat de sterke vorm van de EMH moet worden verworpen.

De semi-sterke vorm van de EMH houdt in dat in de aandelenkoers alle *publiekelijk beschikbare* informatie (dus niet de informatie die slechts bekend is bij *insiders*) is verwerkt. In het Amerikaanse recht is deze vorm van de EMH zowel in de wet- en regelgeving als in de rechtspraak erkend. Een voorbeeld van de rechterlijke erkenning van de semi-sterke vorm van de EMH is de bekende uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Basic*

9. Zie r.o. 3.7-3.10.

10. R.o. 3.8.

v. Levinson,¹¹ waarin hij de zogenoemde ‘fraud-on-the-market’-theorie omarmdde.

De minst vergaande versie van de EMH is de zwakke vorm. Volgens de zwakke vorm van de EMH is alle *historische* koersinformatie, een deelverzameling van alle *publiekelijk beschikbare* informatie, in de koers verwerkt. Aangezien alle historische koersinformatie in de koers is verwerkt, is het volgens deze hypothese niet mogelijk om aan de hand van historische koersgegevens (of technische analyse van deze gegevens) toekomstige koersbewegingen te voorspellen.

2. Drie veronderstellingen die aan de EMH ten grondslag liggen

In de modellen van de neoklassieke economische school werd aangenomen dat alle beleggers volledig rationeel zijn, volledig zijn geïnformeerd en homogene verwachtingen hebben. De aanhangers van de EMH erkennen dat in de praktijk vrijwel nooit aan de aannames wordt voldaan. Het interessante van de EMH is echter dat ook wanneer sommige beleggers irrationeel zijn en/of niet volledig zijn geïnformeerd en/of heterogene verwachtingen hebben, de hypothese nog steeds standhoudt. Dit is gebaseerd op drie veronderstellingen. In de eerste plaats gaan de aanhangers van de EMH ervan uit dat voor zover beleggers in de markt actief zijn die irrationeel zijn en/of niet volledig zijn geïnformeerd, de transacties van deze beleggers (en de daaruit voortvloeiende koerseffecten) niet onderling zijn gecorreleerd. Op macroniveau zullen de transacties van deze beleggers elkaar daarom opheffen. In de tweede plaats gaan de aanhangers van de EMH ervan uit dat wanneer de transacties van de irrationele en/of niet volledige geïnformeerde beleggers om een bepaalde reden wél zijn gecorreleerd (en elkaar dus niet opheffen), rationele arbitrageurs hiervan (risicoloos) zullen profiteren en het door de eerstgenoemde beleggers veroorzaakte koerseffect zullen uitwinnen (en daarmee teniet zullen doen). In de derde plaats wordt ervan uitgegaan dat de irrationele en/of ongeïnformeerde beleggers per saldo geld verliezen aan de rationele en beter geïnformeerde arbitrageurs. Op de lange termijn zal dit effect zich herhalen, zodat de irrationele en/of ongeïnformeerde beleggers (gemiddeld gezien) systematische verliezen lijden en de arbitrageurs (gemiddeld gezien) systematische winsten behalen. Uiteindelijk, zo is de verwachting, zullen de irrationele beleggers de markt verlaten, ofwel omdat zij te veel geld hebben verloren om door te gaan, ofwel omdat zij tot de conclusie komen dat (participatie in) de effectenmarkt niet aan hen is besteed.

11. Basic v. Levison, 485 U.S. 224 (1988).

3. *Kritiek op de EMH vanuit de behavioral finance*

Critici van de EMH stellen zich op het standpunt dat hoewel bovenstaande veronderstellingen vanuit theoretisch oogpunt plausibel zijn, deze in de praktijk geen standhouden. Aanhoudende kritiek op de basisveronderstellingen van de EMH lag eind jaren tachtig, begin jaren negentig aan de basis van de opkomst van een geheel nieuw vakgebied binnen de (financieel-)economische wetenschap: de *behavioral finance* (zie uitgebreid § 2.3). De aanhangers van de *behavioral finance* trekken de drie basisveronderstellingen van de EMH als volgt in twijfel. Ten eerste achten zij aannemelijk dat vanwege systematische cognitieve beperkingen de transacties van irrationele beleggers onderling wél zijn gecorreleerd (zie § 2.3.2). Ten tweede kent het arbitrageproces volgens hen de nodige (juridische en praktische) beperkingen, waardoor rationale arbitrageurs kunnen worden belemmerd in hun activiteiten bestaande uit het opsporen en vervolgens uitwinnen van marktinefficiënties (zie § 2.3.3). Ten derde achten de aanhangers van de *behavioral finance* het niet waarschijnlijk dat irrationele beleggers na verloop van tijd daadwerkelijk de markt zullen verlaten (zie § 2.3.4). Als de aanhangers van de *behavioral finance* gelijk hebben en het inderdaad zo is dat in de praktijk niet aan de basisveronderstellingen van de EMH wordt voldaan, bestaat geen enkele garantie dat nieuwe informatie onder alle omstandigheden tijdig en correct in de koers wordt verwerkt. In dat geval moet terdege rekening ermee worden gehouden dat effectenmarkten en de koersen van aandelen op die markten, bloot (kunnen) staan aan de grillen van irrationeel beleggersgedrag en veranderlijke beleggerssentimenten.

4. *Het fenomeen van de zeepbel*

Een belangrijke en interessante toepassing van het vakgebied van de *behavioral finance* is het bieden van verklaringen waarom eens in de zoveel tijd zeepbellen in de economie ontstaan (zie § 2.4). Met een zeepbel bedoel ik dat de prijs van een *asset* gedurende langere tijd ver boven zijn fundamentele waarde ligt. Vroeg of laat zal de zeepbel uit elkaar spatten en zal de *asset* prijs terugkeren naar zijn natuurlijke evenwichtsniveau. Dit uit elkaar spatten van de zeepbel zal gepaard gaan met grote beleggingsverliezen en zal doorgaans – gedurende korte tijd – een ontwrichtende werking hebben op de reële economie. Het fenomeen van de zeepbel is voor het financieel aansprakelijkheidsrecht van groot belang, want de ervaring leert dat het uit elkaar spatten van een zeepbel voor veel beleggers – al dan niet terecht – aanleiding is om geleden beleggingsverliezen via aansprakelijkheidsprocedures op derden (waaronder de vennootschap die de effecten heeft uitgegeven die deze beleggers hebben gekocht) te verhalen.

In het kader van het fenomeen van de zeepbel heb ik in § 2.4.2 de theorie van de zogenoemde ‘rational bubble’ besproken. Deze theorie is in 1982 voor het eerst goed onderbouwd door de economen Blanchard en Watson.¹² Met deze theorie werd de EMH ter discussie gesteld, omdat zij liet zien dat de koers van een aandeel over een langere periode aanzienlijk kan afwijken van zijn fundamentele waarde, zonder dat dit proces volledig wordt gedreven door irrationele sentimenten. De essentie van de theorie is dat het voor een belegger een rationele strategie kan zijn een overgewaardeerd aandeel te kopen, zolang hij verwacht dat hij het op een later tijdstip tegen een nog hogere prijs kan verkopen. Hoewel de theorie van de *rational bubble* op zichzelf kan verklaren waarom het voor rationele beleggers verstandig kan zijn aan de marktgekte mee te doen, kan zij niet goed verklaren hoe een zeepbel kan ontstaan en hoe zij gedurende langere tijd een stabiel evenwichtspad kan opleveren. Daar zijn geavanceerdere theorieën en modellen voor nodig, waarbij het in principe altijd gaat om ‘wijsheid achteraf’.

5. Twee vormen van marktefficiëntie: fundamentele versus informatiele efficiëntie

De *behavioral finance* leert ons dat het geen vaststaand gegeven is dat een aandelenkoers altijd de fundamentele waarde van de onderliggende onderneming weerspiegelt. Integendeel, in dit vakgebied ontwikkelde zeepbeltheorieën laten zien dat het goed mogelijk is dat een aandelenkoers soms lange tijd van de fundamentele waarde kan afwijken. Dat inzicht dwingt tot een herbezinning op het begrip marktefficiëntie. Voor zover men in het licht van de ontwikkelingen in de *behavioral finance* überhaupt nog in termen van marktefficiëntie wil spreken, moeten in ieder geval twee modaliteiten worden onderscheiden: *fundamentele* versus *informatiele* marktefficiëntie (zie § 2.5). De markt is informatieel efficiënt, wanneer nieuwe informatie zodanig snel in de koers wordt verwerkt dat beleggers op basis van deze informatie geen abnormale rendementen kunnen behalen (ook gesproken zou kunnen worden van ‘trading rule efficiency’). Fundamentele efficiëntie betreft de vraag of informatie – behoudens tijdig – tevens *correct* in de koers wordt verwerkt (correct gezien vanuit de fundamentele van de onderneming). De markt is fundamenteel efficiënt, wanneer de koers – gegeven alle publiekelijk beschikbare informatie – op een correcte wijze de contante waarde van de toekomstige kasstromen weerspiegelt. Ik benadruk dat beide vormen van marktefficiëntie niet gelijk op hoeven te gaan. De markt kan op hetzelfde tijdstip dus zowel *informatieel* efficiënt als *fundamenteel* inefficiënt zijn.

12. Blanchard & Watson 1982, p. 295-315.

6. Marktefficiëntie is een relatief begrip

Voor het verbinden van juridische consequenties aan het concept markt-efficiëntie is verder van belang te beseffen dat de vraag of een bepaalde markt efficiënt is, geen ja/nee kwestie betreft. Marktefficiëntie is namelijk een relatief begrip (zie § 2.6). Niet zozeer relevant is daarom de vraag *of* een bepaalde markt al dan niet efficiënt is, veel relevanter is de vraag *in welke mate* de desbetreffende markt al dan niet efficiënt is. In het algemeen geldt dat hoe sneller informatie in de koers wordt verwerkt, hoe efficiënter de markt. Deze snelheid is op haar beurt weer afhankelijk van onder meer de omvang van het handelsvolume en – in het verlengde daarvan – de mate van liquiditeit. Voor de laatstgenoemde factoren geldt dat hoe vaker en hoe meer op de desbetreffende markt wordt gehandeld (en dus ook hoe dieper de liquiditeit van die markt), hoe sneller de informatie wordt geabsorbeerd. Afgezien van deze factoren is de snelheid waarmee nieuwe informatie wordt verwerkt ook afhankelijk van de complexiteit van de informatie. Zo zal een belangrijk overnamebericht of een belangrijke winstwaarschuwing sneller in de koers worden verwerkt dan bijvoorbeeld een (moeilijk te interpreteren) mededeling over een pensioenverplichting, een ‘off balance sheet liability’ of bepaalde *subprime*-risico’s. Dit toont eens te meer aan hoe relatief marktefficiëntie is: de markt kan voor de ene soort informatie wel efficiënt zijn, terwijl zij dat voor de andere soort niet is.

Dat de mate van informationele marktefficiëntie verschillende gradaties kent (en per informatiesoort kan verschillen), is van belang voor het leerstuk van aansprakelijkheid voor misleiding van het beleggend publiek. Voor het antwoord op de vraag of – en zo ja, in welke mate – een bepaalde misleidende mededeling de koers heeft beïnvloed, kan namelijk niet simpelweg worden gekeken naar het antwoord op de vraag of de desbetreffende markt al dan niet (informationeel) efficiënt is (zie wederom § 2.6). Zelfs op een relatief inefficiënte markt kan (de publicatie van) misleidende informatie een koerseffect tot gevolg hebben. Ook kan de marktefficiëntie per type markt verschillen. Zo zal de secundaire markt van reeds uitgegeven en genoteerde aandelen doorgaans efficiënter zijn dan de primaire markt van nieuw uit te geven en nog in de notering op te nemen aandelen. Dit laatste betekent echter niet dat (in algemene zin kan worden gesteld dat) de laatstgenoemde markt volledig *inefficiënt* is. Ook bij een IPO is namelijk sprake van marktwerking op basis van gepubliceerde informatie.

D. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 3. Aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten onder het Amerikaanse federale effectenrecht

1. De Securities Act 1933

In de Securities Act 1933 (hierna: ‘Securities Act’) wordt de primaire markt gereguleerd (zie § 3.3.1). De doelstelling van deze wet is tweeledig. Ten eerste wordt beoogd het beleggende publiek te voorzien van adequate informatie over aan te bieden effecten. Ten tweede wordt beoogd misleiding omtrent deze effecten te voorkomen. Deze doelstellingen worden bereikt door een uitgevende instelling te verplichten bij de Securities Exchange Commission een zogenoemd ‘registration statement’ ten aanzien van de aan te bieden effecten te deponeren. Van de *registration statement* maakt het prospectus onderdeel uit.

De Securities Act is van origine transactiegericht (zie wederom § 3.3.1). Daarmee wordt bedoeld dat de voorschriften over de *registration statement* en het prospectus *steeds* van toepassing zijn als effecten worden aangeboden en/of uitgegeven aan het beleggende publiek. Het maakt in beginsel niet uit of de informatie die door middel van de *registration statement* en het prospectus moet worden gepubliceerd, reeds eerder is gepubliceerd uit hoofde van de doorlopende informatieverplichtingen van de Securities Exchange Act 1934. Dit aanvankelijk strikte onderscheid tussen enerzijds de initiële informatieverplichtingen van de Securities Act 1933 en anderzijds de doorlopende informatieverplichtingen van de Securities Exchange Act 1934 is in de loop der jaren echter steeds meer vervaagd. Hierdoor is gaandeweg steeds meer het accent is komen te liggen op het *op doorlopende basis* informeren van het beleggende publiek.

2. De Securities Exchange Act 1934

De Securities Exchange Act 1934 (hierna: ‘Securities Exchange Act’) is gericht op de secundaire markt (zie § 3.3.2). Nagenoeg alle aspecten van de openbare beurshandel worden door de Securities Exchange Act gereguleerd. Daarmee heeft zij een veel breder toepassingsbereik dan de Securities Act. Dit brede toepassingsbereik vertaalt zich onder meer in het feit dat zowel effectenuitgevende instellingen, als houders van effecten, als alle andere partijen die bij de beurshandel betrokken zijn (zoals effectenbeurzen en effectenmakelaars) aan de Securities Exchange Act zijn onderworpen. Voor het onderhavige onderzoek is van belang dat in deze wet onder meer uitgebreide publicatieverplichtingen worden opgelegd aan beursvennootschappen.

3. Prospectusaansprakelijkheid op grond van de Securities Act

Het niet voldoen aan de voorschriften van de Securities Act kan (voor onder meer de uitgevende instelling) tot civielrechtelijke aansprakelijk-

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

heid leiden. De belangrijkste bepalingen in dit verband zijn Section 11, Section 12(a)(1) en Section 12(a)(2) Securities Act.

Section 12(a)(1) bevat een aansprakelijkheidsgrondslag voor het geval de voorschriften van Section 5 Securities Act niet worden nageleefd (zie § 3.4.2), Section 11 bevat een aansprakelijkheidsgrondslag voor het geval effecten worden aangeboden onder een misleidend *registration statement* (zie § 3.4.3) en Section 12(a)(2) bevat een aansprakelijkheidsgrondslag voor de situatie waarin bij het aanbieden en/of verkopen van effecten gebruik wordt gemaakt van een misleidend *prospectus* (zie § 3.4.4). De aansprakelijkheid voor een misleidend *registration statement* of een misleidend prospectus kan overigens ook worden gebaseerd op SEC Rule 10b-5.

4. Aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen op grond van SEC-regel 10b-5

De belangrijkste bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid onder de Securities Exchange Act 1934 is SEC Rule 10b-5 (hierna aangeduid als ‘SEC-regel 10b-5’) (zie § 3.5.1). Kort gezegd wordt met deze regel verboden een misleidende voorstelling van zaken te geven (sub b) of (anderszins) frauduleus en/of manipulatief te handelen (sub a jo. sub c) in verband met de aan- of verkoop van effecten. Hoewel SEC-regel 10b-5 geen expliciete grondslag biedt voor civielrechtelijke aansprakelijkheid, heeft zij zich in de rechtspraak wel ontwikkeld tot een zogenoemde ‘implied remedy’. Het toepassingsbereik van de regel is veel groter dan dat van de zojuist genoemde bepalingen van de Securities Act. Zo is SEC-regel 10b-5 niet alleen van toepassing in geval van misleiding bij het publiekelijk aanbieden en/of verkopen van effecten (waarbij natuurlijk in de eerste plaats kan worden gedacht aan het publiceren van een misleidend *registration statement* of een misleidend prospectus), maar is zij ook van toepassing bij misleiding buiten het geval waarin effecten aan het publiek worden aangeboden en/of verkocht. SEC-regel 10b-5 biedt met andere woorden bescherming tegen misleiding van het beleggende publiek, ongeacht de wijze waarop de misleiding plaatsvindt en ongeacht de context waarin de misleiding plaatsvindt. Ofschoon het beschermingsbereik van de regel door verschillende uitspraken van de Supreme Court in de loop der jaren is ingeperkt, kan zij nog steeds worden beschouwd als het krachtigste wapen tegen fraude en/of misleiding op de effectenmarkt.

Bij misleiding op de publieke effectenmarkt (‘fraud-on-the-market’) gelden voor het aannemen van aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 de volgende zes vereisten (zie § 3.5.2):¹³

‘(1) a material misrepresentation or omission by the defendant;

13. Zie voor deze opsomming van de zes aansprakelijkheidsvereisten onder meer de uitspraak van de Supreme Court in de zaak *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U.S. 258, 267 (2014).

- (2) scienter;
- (3) a connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security;
- (4) reliance upon the misrepresentation or omission;
- (5) economic loss; and
- (6) loss causation.’

Voor het onderhavige onderzoek zijn met name het vierde, vijfde en zesde aansprakelijkheidsvereiste van belang. Ik bespreek ze hier in het kort.

Het vereiste van reliance/transaction causation

Het *reliance*-vereiste houdt in – althans, in zijn oorspronkelijke/traditionele gedaante en zoals het is ontwikkeld in het kader van zogenoemde ‘face-to-face’-zaken – dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed: bij afwezigheid van de misleidende informatie zou de belegger hebben beslist het aandeel *tegen een lagere prijs* te kopen of zou hij hebben beslist het aandeel *in het geheel niet* te kopen. In *fraud-on-the-market*-zaken krijgt deze traditionele *reliance*-eis echter een net iets andere invulling dan in *face-to-face*-zaken (zie § 3.5.5.2 en zie uitgebreid § 6.2.3.2 *sub a*). De verklaring hiervoor is de (toepassing van de) *fraud-on-the-market*-theorie. Kort gezegd houdt deze theorie in dat wanneer sprake is van een ‘material misrepresentation’ op een efficiënte markt, de belegger die op dat moment aandelen heeft gekocht in beginsel kan worden geacht op de misleidende informatie te hebben vertrouwd (zie over de theorie uitgebreid § 6.2.3.2). Er geldt dan een weerlegbaar vermoeden van *reliance*. Bij toepassing van de *fraud-on-the-market*-theorie heeft ook de belegger die in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers zijn aandeel tegen een (als gevolg van misleidende informatie) geïnflateerde koers heeft gekocht, maar die verder van geen enkele informatie (en dus ook niet van de misleidende informatie) heeft kennis genomen, in beginsel recht op schadevergoeding. Strikt genomen is de beleggingsbeslissing van deze belegger echter niet door de misleidende informatie beïnvloed (hij heeft zijn aandeel immers in ‘blind’ vertrouwen op de zuiverheid van de koers gekocht) en is dus geen sprake van (zuivere) *reliance*. Dit laatste illustreert dat het *reliance*-vereiste in *fraud-on-the-market*-zaken een invulling krijgt die nagenoeg overeenkomt met *transaction causation*.¹⁴ *Transaction causation* houdt in dat de *transactie(voorwaarden)* door de misleidende informatie is (zijn)

14. Voor de nuance ‘nagenoeg’ verwijs ik naar mijn analyse in § 3.5.5.2 en § 6.2.3.2 *sub a*.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

beïnvloed: bij juiste en volledige informatie zou de transactie niet – of niet tegen dezelfde voorwaarden – tot stand zijn gekomen. Aan deze voorwaarde is bij de zojuist genoemde belegger zonder meer voldaan.

Het vereiste van loss causation

Loss causation heeft betrekking op het causaal verband tussen (het publiceren van) de misleidende informatie en het door de belegger gevorderde vermogensverlies of anders gezegd: op het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger gestelde beleggingsschade. Evenals *reliance/transaction causation* is ook *loss causation* een moeilijk te duiden begrip. Naar mijn interpretatie heeft het begrip twee betekenissen of anders gezegd: vervult het twee functies (die overigens in elkaars verlengde liggen). Zie daarover mijn analyse in § 3.5.5.3 en zie over het vereiste van *loss causation* uitgebreid § 6.3.

Het vereiste van economic loss/damages

Voor aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 is tot slot vereist dat de eisende belegger als gevolg van de misleiding schade heeft geleden (zie § 3.5.6 en zie uitgebreid § 6.4). Op de belegger rusten de stelplicht en bewijslast ten aanzien van het bestaan en de omvang van zijn schade. Verreweg de belangrijkste maatstaf voor het onderhavige onderzoek is de zogenoemde ‘out-of-pocket measure’. Zij houdt in dat de schade wordt vastgesteld op het verschil tussen de prijs die de belegger voor de litigieuze effecten heeft betaald en de werkelijke waarde (‘fair value’) van deze effecten toen hij de litigieuze transactie aanging. De meeste federale rechtbanken en gerechtshoven lijken het erover eens te zijn dat in *fraud-on-the-market*-zaken de *out-of-pocket*-maatstaf de geëigende maatstaf is. Dit betekent overigens niet dat in deze zaken de aldus vastgestelde schade ook daadwerkelijk (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. Zo kan het vergoeden van de (volledige) schade onder meer nog afstuiten op het vereiste van *loss causation* (zie § 3.5.5.3 en zie uitgebreid § 6.3) en op de zogenoemde ‘PSLRA’s damages cap’ (zie § 3.5.8.2 en zie uitgebreid § 6.4.3).

5. Aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 wegens het schenden van een in de rechtspraak ontwikkelde publicatieverplichting

SEC-regel 10b-5 kan worden beschouwd als de algemene (‘catch-all’) anti-fraudebepaling van de Securities Exchange Act. Het verbod tot het geven van een misleidende voorstelling van zaken (SEC-regel 10b-5 aanhef en onder b), omvat mede het verbod tot het creëren van een misleidend beeld door het achterhouden van relevante informatie (de misleidende *omissie*). SEC-regel 10b-5 bevat echter geen zelfstandige verplichting tot het actief publiceren van informatie (zie § 3.5.7.1). De verplichting tot het publiceren van informatie (‘duty to disclose’) kan in

beginsel alleen voortvloeien uit de wet (of daarvan afgeleide regelgeving) of uit een bepaalde ‘fiduciaire’ relatie. Dit betekent dat in beginsel alleen sprake kan zijn van aansprakelijkheid voor een misleidende omissie, wanneer daar een afzonderlijke publicatieverplichting aan ten grondslag ligt. Zo kan – in tegenstelling tot het Nederlandse recht – een beursvennootschap in beginsel niet aansprakelijk worden gehouden voor het niet publiceren van voorwetenschap, simpelweg omdat het Amerikaanse federale effectenrecht een dergelijke publicatieverplichting niet kent. Besluit de vennootschap echter – al dan niet op grond van een (wettelijke) verplichting – eenmaal met een mededeling naar buiten te treden, dan moet de daarin opgenomen informatie juist en *volledig* zijn. Een vennootschap kan dus wel voor een misleidende *omissie* aansprakelijk zijn, wanneer zij in een actief *gepubliceerde* mededeling relevante informatie achterhoudt.

Naast de verplichting in een actief gepubliceerde mededeling juiste en volledige informatie op te nemen, kan op een vennootschap onder omstandigheden ook de verplichting rusten om naderhand – naar aanleiding van nieuwe ontwikkelingen en/of nieuw bekend geworden feiten – een eerder gepubliceerde mededeling te corrigeren (de zogenoemde ‘*duty to correct*’) en/of *up-to-date* te houden (de zogenoemde ‘*duty to update*’) (zie § 3.5.7.2). Hoewel in de praktijk soms lastig te onderscheiden, bestaat theoretisch gezien een helder onderscheid tussen beide verplichtingen. Van een *duty to correct* kan sprake zijn, wanneer uit nieuw bekend geworden feiten blijkt dat een in het verleden gepubliceerde mededeling – waarvan eerder werd aangenomen dat deze juist en volledig was – misleidend was *op het moment waarop zij werd gedaan*. Van een *duty to update* kan sprake zijn, wanneer een eerder gepubliceerde mededeling – die op het moment waarop zij werd gedaan juist en volledig (en dus niet misleidend) was – in het licht van nieuwe ontwikkelingen een *misleidend karakter* krijgt.

Over de *duty to correct* lijkt de rechtspraak redelijk eensgezind (zie wederom § 3.5.7.2). Algemeen wordt aangenomen dat wanneer de vennootschap er na verloop van tijd achter komt dat een eerder door haar gedane mededeling *op het moment van publicatie* misleidend was, zij deze mededeling in beginsel moet corrigeren. Over de *duty to update* is de rechtspraak daarentegen verdeeld. In sommige uitspraken wordt de *duty to update* onverkort afgewezen, in andere uitspraken wordt zij onder omstandigheden wel mogelijk geacht.

E. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 4. Verschillende manieren waarop de inflatie uit de koers kan lopen

Een aandelenkoers die als gevolg van misleidende informatie is geïnfleerd, zal op een zeker moment weer terugkeren naar haar oorspronkelijke zuivere niveau. De wijze waarop dit gebeurt, ligt doorgaans een paar slagen ingewikkelder dan een enkele corrigerende mededeling die (via een significante koersreactie) ervoor zorgt dat alle koersinflatie in één keer uit de koers loopt. Niet zelden zal de koersinflatie op een voor de buitenwereld minder kenbare manier uit de koers lopen. Grosso modo zijn in dit verband mijns inziens zes scenario's te onderscheiden. Het van is van belang de verschillende scenario's te herkennen en te onderscheiden, aangezien de exacte wijze waarop de koersinflatie in concreto uit de koers loopt van belang kan zijn zowel voor de wijze waarop (in een latere aansprakelijkheidsprocedure) de schade wordt *vastgesteld*, als voor de mate waarin deze aan de aansprakelijke partij kan worden *toegerekend*. Kort gezegd gaat het om de volgende zes scenario's:

- 1) de koersinflatie loopt uit de koers als gevolg van expliciete corrigerende mededeling;
- 2) de koersinflatie loopt uit de koers als gevolg van 'neutrale' corrigerende mededeling;
- 3) de koersinflatie loopt uit de koers volgens de zogenoemde 'true financial condition theory';
- 4) de koersinflatie neemt geleidelijk af vanwege een lek of vanwege het door de markt zelf 'ontdekken' van de misleiding;
- 5) de koersinflatie neemt af doordat onder invloed van externe factoren de marktwaarde van de misleidende informatie gaandeweg afneemt;
- 6) de koersinflatie neemt af doordat de inhoud van de misleidende informatie zodanig wijzigt, dat deze gaandeweg 'minder misleidend' wordt.

Binnen het mechanisme van de *true financial condition theory* (scenario 3) kunnen vervolgens weer de volgende drie (sub)scenario's worden onderscheiden:

- a) het door de vennootschap publiceren van een winstwaarschuwing waarin zij kenbaar maakt dat de resultaten voor de komende verslaggevingsperiode(s) (significant) zullen achterblijven ten opzichte van eerdere (recente) periodes, maar waarin zij niet vermeldt dat de resultaten over deze eerdere periodes verkeerd zijn gerapporteerd;
- b) het 'uitdoven' van de koersinflatie als gevolg van het bekend worden van de ware financiële toestand vennootschap;
- c) Het geleidelijk uit de koers lopen van de koersinflatie doordat de vennootschap haar toevlucht neemt tot het zogenoemde mechanisme van 'walking down the stock price'.

Bij de hierboven genoemde eerste twee scenario's (de expliciete respectievelijk 'neutrale' corrigerende mededeling) teken ik nog aan dat het in de praktijk natuurlijk niet noodzakelijkerwijs zo hoeft te zijn dat de misleiding door middel van één enkele mededeling bekend wordt gemaakt. Het is goed mogelijk dat de misleiding – in plaats van via één enkele mededeling – via verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen (afkomstig van de vennootschap en/of externe partijen) *stapsgewijs* naar buiten komt, waardoor de inflatie *stapsgewijs* of *gefaseerd* uit de koers loopt. Hetzelfde geldt voor het hierboven genoemde derde scenario (*true financial condition theory*) en de bijbehorende drie subscenario's, met dien verstande dat in subscenario 3c (*walking down the stock price*) op zichzelf al wordt uitgegaan van het *stapsgewijs* bekend worden van de misleiding en het dientengevolge *stapsgewijs* uit de koers lopen van de koersinflatie.

F. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 5. Causaal verband en schade bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten naar Nederlands recht

1. Het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten; twee feitelijke grondslagen

Het construeren van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie is in de literatuur een niet onomstreden kwestie. De steeds terugkerende vraag is of voor het aannemen van causaal verband de eis moet worden gesteld dat de eisende belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd. Bij het beantwoorden van deze vraag is het mijns inziens van belang om twee feitelijke grondslagen waarmee de belegger zijn vordering tot schadevergoeding kan onderbouwen, strikt te onderscheiden (zie § 5.3.2). In de eerste plaats kan hij aan zijn vordering ten grondslag leggen dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. In de tweede plaats kan hij aan zijn vordering ten grondslag leggen dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed en hij bij juiste en volledig informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht.

Voor de belegger die kiest voor de eerstgenoemde feitelijke grondslag is voor het causaal verband mijns inziens in beginsel niet relevant of hij al dan niet (direct of indirect) van de misleidende informatie heeft kennis genomen en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed (zie § 5.3.3). Deze belegger legt namelijk niet aan zijn vordering ten grondslag dat hij schade heeft geleden omdat hij *op de misleidende informatie is afgestaan* en aldus is *misleid*, maar omdat hij *als gevolg van de misleiding een te hoge prijs* voor het litigieuze aandeel heeft betaald.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

Het stelt zich met andere woorden op het standpunt bij de aankoop van het litigieuze aandeel op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – te hebben vertrouwd en meent achteraf in dit vertrouwen te zijn beschaamd. Kan voor deze belegger worden vastgesteld dat de misleidende informatie daadwerkelijk heeft geresulteerd in een hogere beurskoers, dan is het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) daarmee gegeven. De omstandigheid dat de belegger zonder (direct of indirect) van de misleidende informatie kennis te nemen het aandeel heeft gekocht, doet hier niets aan af. Iets anders is dat de aangesproken vennootschap zou kunnen betogen dat deze omstandigheid het (via het csqn-verband gevestigde) causaal verband doorbreekt. De redenering is dat de schade van de belegger niet is veroorzaakt door (het publiceren van) de misleidende informatie, maar door de eigen aankoopbeslissing van de belegger. Hierbij is het van belang te onderkennen dat het hier *niet* gaat om een verweer dat wordt gevoerd in het kader van het csqn-verband, maar om een verweer dat in de sleutel staat van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. Het is dus aan de vennootschap om te *beargumenteren* (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te *bewijzen*) dat vanwege het door de belegger slechts vertrouwen op de integriteit van de beurskoers het rechtens vereiste causaal verband niet kan worden aangenomen. Of dit verweer moet worden gehonoreerd, betreft in beginsel een rechtsvraag en moet worden beoordeeld aan de hand van de normatieve maatstaven van art. 6:98 BW.

Voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleidende informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, is voor het causaal verband in beginsel wel relevant of hij (direct of indirect) van de misleidende informatie heeft kennis genomen (zie § 5.3.4). Wel moet wederom goed worden gekeken op welke wijze de belegger zijn stelling dat de (beslissing tot) aankoop van het litigieuze aandeel in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleidende informatie, precies inkleurt. Dat kan mijns inziens op drie manieren (zie wederom § 5.3.4). Kan in rechte worden vastgesteld dat de zojuist genoemde belegger bij juiste en volledige informatie inderdaad van aankoop van het litigieuze aandeel zou hebben afgezien, dan is de aansprakelijkheid van de vennootschap daarmee nog niet gegeven. Tevens zal moeten worden vastgesteld dat de door belegger gestelde koersschade in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleidende informatie. Een in de praktijk veel voorkomend verweer dat de aangesproken vennootschap in dit verband kan voeren, is dat de belegger ook bij afwezigheid van de

misleiding koersverlies zou hebben geleden.¹⁵ Dit koersverlies zou hij bijvoorbeeld hebben geleden, wanneer hij zijn geld zou hebben geïnvesteerd in een alternatief beleggingsobject dat evenals het litigieuze aandeel over het tijdvak van de misleiding in waarde is gedaald. Wanneer een dergelijk verweer door de vennootschap wordt gevoerd, is het – op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv – aan de eisende belegger om aan te tonen dat hij in de hypothetische situatie zonder misleiding op een alternatieve belegging geen of minder koersverlies zou hebben geleden dan hij thans op het litigieuze aandeel heeft geleden (of op een alternatieve belegging wellicht een mooi rendement zou hebben behaald). Slaagt hij in deze bewijsopdracht, dan is daarmee de aansprakelijkheid van de vennootschap voor de aldus (via vermogensvergelijking) begrote schade in beginsel gevestigd. Vervolgens moet worden beoordeeld of deze schade haar op de voet van art. 6:98 BW (volledig) kan worden toegerekend. Het is nu wederom aan de vennootschap om te *beargumenteren* (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te *bewijzen*) dat (volledige) toerekening onredelijk is.

2. Toepassing van beide feitelijke grondslagen bij prospectusaansprakelijkheid

In de voorgaande analyse is geen onderscheid gemaakt al naar gelang de aard van de misleidende mededeling en/of al naar gelang de wijze waarop de misleiding plaatsvindt. Bestaat de misleiding echter uit het publiceren van een misleidend *prospectus* in het kader van een *beursgang* en/of *emissie*, dan moet er een verfijning in de analyse worden aangebracht (zie § 5.3.4). Uit het World Online-arrest volgt namelijk dat bij prospectusaansprakelijkheid de feitelijke grondslag waarbij de belegger zich op het standpunt stelt dat hij ook zonder de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, alleen is toegelaten als het aankopen op de *secundaire* markt betreft.¹⁶ Voor aankopen op de *primaire* markt is deze feitelijke grondslag echter niet toegelaten. Voor de belegger die zijn aandelen op de primaire markt heeft gekocht, sluit de Hoge Raad dus kennelijk de mogelijkheid uit dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*. Evenals De Jong vind ik dit een opmerkelijke benadering die op verschillende punten vatbaar is voor kritiek.¹⁷

15. Dit verweer zou ook in de sleutel van de (al dan niet aanwezigheid van) schade kunnen staan. In dat geval zou het als volgt kunnen luiden: 'het koersverlies zou hoe dan ook zijn geleden er derhalve is er geen sprake van (rechtens relevante) schade'.

16. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2, eerste en tweede volzin.

17. Zie De Jong 2010, p. 142-145.

3. *Is voor het aannemen van causaal verband steeds vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan?*

In het kader van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW speelt dus de vraag of voor het aannemen van dit verband steeds is vereist dat de belegger daadwerkelijk (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd en zijn beleggingsbeslissing daardoor is beïnvloed, of dat reeds voldoende is dat hij bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de zuiverheid van de beurskoers heeft vertrouwd (en vervolgens in dit vertrouwen is beschaamd) (zie § 5.4.1). Deze vraag moet worden beantwoord aan de hand van het criterium van de redelijke toerekening. Dit criterium kan worden beschouwd als een overkoepelende norm die in ieder concreet geval moet worden ingekleurd. Het gaat hier bij uitstek om een normatief criterium waarbij objectieve wegingsfactoren de uitkomst van het uiteindelijke causaliteitsoordeel bepalen. Hierbij is van belang dat voor het uiteindelijke toerekeningsoordeel deze factoren niet afzonderlijk doorslaggevend zijn, maar dat zij in het concrete geval steeds in onderlinge samenhang worden beschouwd en afgewogen.

Op grond van een analyse van de relevante toerekeningsfactoren kom ik tot de conclusie dat de toerekeningsfactoren *strekking van de geschonden norm* (zie § 5.4.2 sub b), *voorzienbaarheid van de schade* (zie § 5.4.2 sub c) en *verwijderdheid van de schade* (zie § 5.4.2 sub d) zowel elk afzonderlijk, als in onderlinge samenhang bezien, wijzen in de richting van toerekening aan de vennootschap van de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd. Een benadering van het causaal verband waarbij tevens is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed (en die voor deze belegger als noodlottige consequentie heeft dat zijn vordering tot schadevergoeding onverkort afgewezen), lijkt hiermee op gespannen voet te staan.

4. *Hoe is de zojuist genoemde toerekeningsvraag in de rechtspraak beantwoord?*

De spaarzame rechtspraak geeft geen eenduidig antwoord op de vraag of voor het aannemen van causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie steeds is vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd. Uit het oude Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest¹⁸ van de Hoge Raad (en in het verlengde

18. HR 11 december 1931, NJ 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.).

daarvan het DAF-arrest¹⁹ van het Hof Den Haag en het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in de zaak VEB/Kuiken en Bus²⁰) lijkt te volgen dat voor het aannemen van causaal verband voldoende is dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd en hij vervolgens – doordat hij als gevolg van de misleiding het aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft moeten kopen – in dit vertrouwen is beschaamd (zie voor een bespreking van deze rechtspraak § 5.4.4.2, § 5.4.4.3 respectievelijk § 5.4.4.5). Voor *prospectusaansprakelijkheid* lijkt sinds het World Online-arrest deze benadering echter te zijn achterhaald. Uit het World Online-arrest volgt namelijk dat bij *prospectusaansprakelijkheid* voor het aannemen van causaal verband altijd is vereist dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel (direct of indirect) op het misleidende prospectus is afgegaan en daardoor (direct of indirect) is misleid (zie § 5.4.4.4).²¹ Dus niet alleen wanneer de belegger aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van het misleidende prospectus het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, maar ook wanneer hij hieraan ten grondslag legt dat hij ook zonder het misleidende prospectus het aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, moet zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door het misleidende prospectus zijn beïnvloed. Overigens hoeft deze beïnvloeding niet op directe wijze te hebben plaatsgevonden in de zin dat de belegger zelf (door eigen kennisneming) op het misleidende prospectus is afgegaan. Ook wanneer de belegger *indirect* op het misleidende prospectus is afgegaan, doordat hij bijvoorbeeld is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door het misleidende prospectus in het leven zijn geroepen, lijkt dat voldoende te zijn voor het aannemen van het rechtens vereiste causaal verband.²²

In de wijze waarop de Hoge Raad het causaal verband in het World Online-arrest benadert, ligt voor de eisende beleggers potentieel een zware bewijslast opgesloten (zie wederom § 5.4.4.4). De Hoge Raad ondervangt dit probleem door meteen na het stellen van de eis dat de beleggingsbeslissing door het misleidende prospectus is beïnvloed, het ‘uitgangspunt’ te formuleren dat in beginsel causaal verband (in de zin

19. Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, m.nt. Th.A.L. Kliebisch (Nederlandsche Trustmaatschappij B.V. en Ingenieursbureau Thunnissen B.V./Stichting OFASEC B.V. e.a.).

20. Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom (VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus).

21. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

22. Idem, r.o. 4.11.1, vierde volzin.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

van het csqn-verband) tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is.²³ Hoewel de Hoge Raad het woord ‘omkering’ in alle opzichten vermijdt en hij zelf spreekt in termen van ‘tot uitgangspunt dienen’ en ‘in beginsel aannemen’, behelst dit uitgangspunt in essentie mijns inziens niets anders dan (de toepassing van) een vermoeden (zie uitgebreid § 9.3.3.2 *sub b*). Het is aan de openbaarmaker van het misleidende prospectus om het vermoeden te weerleggen (zie uitgebreid § 9.3.3.2 *sub c* en § 9.3.3.4).

5. Geldt de invulling die de Hoge Raad in het World Online-arrest geeft aan het causaal verband ook in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid en is zijn benadering wenselijk?

Of de regel uit het World Online-arrest dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleidende informatie moet zijn beïnvloed ook geldt in andere misleidingsgevallen dan prospectusaansprakelijkheid, is voor mij nog geen uitgemaakte zaak. Wordt het arrest aldus uitgelegd dat deze causaliteitsregel slechts betrekking heeft op *prospectusaansprakelijkheid* en niet op (aansprakelijkheid voor) misleidende informatie in het algemeen, dan mag ervan worden uitgegaan dat het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest²⁴ nog steeds het geldende recht weergeeft voor de invulling van het causaal verband bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid. In § 5.4.5 heb ik vervolgens een aantal overwegingen besproken die van belang zijn bij het antwoord op de vraag of aan de door de Hoge Raad in het World Online-arrest geformuleerde causaliteitsregel een ruime dan wel enge uitleg moet worden gegeven. Een andere vraag is of het wenselijk is om bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving voor het aannemen van causaal verband steeds de eis te stellen – dus ongeacht de wijze waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt – dat de beleggingsbeslissing van de belegger (direct of indirect) door de misleiding is beïnvloed. In § 5.4.6 en – naar aanleiding van de rechtsvergelijking met het Amerikaanse recht – in § 6.2.4.2 *sub c* heb ik deze vraag ontkennend beantwoord.

6. Het ontstaansmoment van de schade voor de beleggers die kiezen voor de eerste feitelijke grondslag

Voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, komen voor het ontstaansmoment van de schade twee tijdstippen in

23. Idem, r.o. 4.11.2.

24. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.).

aanmerking (zie § 5.5.2.1). Het eerste tijdstip is het moment waarop de belegger zijn aandeel tegen een kunstmatige hoge koers koopt; het tweede is het moment waarop de misleiding in de markt bekend wordt en de inflatie uit de koers loopt. Beide tijdstippen zijn denk ik verdedigbaar, maar de tweede optie heeft mijn voorkeur. Hierbij wil ik niet verhullen dat mijn voorkeur mede wordt ingegeven door een beleidsoverweging. Met die beleidsoverweging bedoel ik dat het ontstaansmoment van de schade wordt gebruikt om een bepaald – vanuit beleidsmatig oogpunt – wenselijk resultaat te bereiken. Het resultaat dat ik in dit geval wil bereiken, is dat jegens de beleggers die hun aandeel hebben verkocht voordat de misleiding bekend is geworden (en de inflatie uit de koers is gelopen), geen aansprakelijkheid en geen verplichting tot het betalen van schadevergoeding wordt gevestigd. Dit resultaat wordt bereikt door het moment van de bekendwording van de misleiding als ontstaansmoment van de schade te kiezen. Bij de tussentijdse verkopers ontstaat dan namelijk geen schade.

Wordt inderdaad voor het moment van bekendwording van de misleiding als ontstaansmoment van de schade gekozen, dan kan men het volgens mij zo stellen dat op het moment van aankoop tegen een geïnflateerde koers er een *potentiële beschadiging* in de vermogenspositie van de belegger optreedt (zie wederom § 5.5.2.1). Pas als de misleiding naar buiten komt en de inflatie uit de koers loopt, verschiet de inflatie van kleur en krijgt zij het predicaat ‘schade’. Vanaf dat moment begint dus ook de wettelijke rente over de verschuldigde schadevergoeding te lopen. Een bijkomend voordeel van deze benadering is dat in beginsel voor alle beleggers het ontstaanstijdstip van de schade gelijk is en dat in beginsel voor alle beleggers op hetzelfde moment de wettelijke rente gaat lopen. Zou voor het tijdstip van aankoop als ontstaansmoment van de schade zijn gekozen, dan zou voor alle kopende beleggers een ander ontstaansmoment van de schade hebben te gelden en zou de wettelijke rente voor al deze beleggers op een ander moment ingaan. Dat zou de schadebegroting een stuk ingewikkelder maken.

7. De peildatum voor de schadevaststelling bij de beleggers die kiezen voor de eerste feitelijke grondslag

Vervolgens is de vraag welke peildatum tot uitgangspunt moet worden genomen voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. In het Nederlandse schadevergoedingsrecht vallen het ontstaansmoment van de schade en de peildatum voor de schadevaststelling in de regel samen. Er bestaat echter geen enkele noodzaak om aan deze regel strak vast te houden (zie § 5.5.2.2 *sub a*). In de literatuur is bepleit dat het dogmatisch vasthouden

aan deze regel gewrongen juridische constructies in de hand werkt en aanleiding kan geven tot het hanteren van overbodige juridische ficties.²⁵ Ook bij de schadevaststelling bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving pleit ik ervoor om de regel los te laten en om de peildatum dus niet te laten samenvallen met het ontstaansmoment van de schade (althans, voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*). De meest voor de hand liggende peildatum voor de schadevaststelling ten aanzien van de laatstgenoemde beleggers is namelijk het moment van aankoop en *niet* het moment van de bekendwording van de misleiding. Het verwijt dat deze beleggers de vennootschap maken komt er namelijk in de kern op neer dat zij – als gevolg van de misleiding – *op het moment van aankoop* te veel voor hun aandeel hebben betaald (zie wederom § 5.5.2.2 *sub a*).

8. De schadebegrotingsmaatstaf voor de beleggers die kiezen voor de eerste feitelijke grondslag

Staat de peildatum vast, dan is vervolgens de vraag welke schadebegrotingsmaatstaf moet worden gehanteerd voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Toepassing van de methode van vermogensvergelijking levert de volgende maatstaf op: de schade is gelijk aan het verschil tussen (i) de prijs die de belegger op de markt voor het litigieuze aandeel heeft betaald, en (ii) de marktwaarde die het aandeel zou hebben gehad als juiste en volledige informatie zou zijn verstrekt, oftewel de intrinsieke waarde (ook wel genoemd: *fair value*) van het aandeel op het moment van aankoop (zie § 5.5.2.2 *sub b*). Schadebegroting via deze maatstaf levert een ondergrens op van het totale schadebedrag, want goed denkbaar is dat de belegger bovenop het bedrag van de kunstmatige koersinflatie nog meer schade lijdt. Deze schade kan bijvoorbeeld bestaan uit gederfd rendement dat de belegger over het tijdvak van de misleiding zou hebben behaald, wanneer hij bij afwezigheid van de misleiding het bedrag van de koersinflatie in een ander beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd.

Voor de beleggers die hun aandeel hebben verkocht voordat de misleiding volledig bekend is geworden (en de inflatie volledig uit de koers is gelopen), moet in het kader van de schadevaststelling nog een correctie worden aangebracht (zie § 5.5.2.2 *sub c*). Deze beleggers hebben met hun tussentijdse verkoop (een deel van) de koersinflatie namelijk weer terug-

25. Zie onder meer Klaassen 1998, p. 14-17 en Akkermans 1998, p. 51-71.

verdiend en hebben aldus (gedeeltelijk) van de misleiding geprofiteerd. De toe te passen correctie is eenvoudig. Op het via de zojuist genoemde begrotingsmaatstaf vastgestelde schadebedrag moet voor de tussentijdse verkopers simpelweg de door hen terugverdiende koersinflatie in mindering worden gebracht.

9. Schadetoerekening voor de beleggers die kiezen voor de eerste feitelijke grondslag; toerekening van de koersinflatie als marktwaarde van de misleidende informatie afneemt

Het schadebedrag dat via de beschreven wijze van schadebegroting is vastgesteld, komt niet noodzakelijkerwijs volledig voor vergoeding in aanmerking. De beleggers hebben slechts recht op vergoeding van de schade die de vennootschap naar de maatstaven van art. 6:98 BW redelijkerwijs kan worden toegerekend. Een belangrijke toerekeningsvraag die speelt in het kader van (de vergoeding van) de schade bestaande uit de betaalde koersinflatie op het moment van aankoop, is in welke mate de schade kan worden toegerekend wanneer onder invloed van een fluctuerende marktwaarde van de misleidende informatie de omvang van de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert (zie § 5.5.2.3 *sub a*). Uitgaande van de beschreven schadebegrotingsmethodiek speelt deze vraag alleen wanneer de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding *afneemt*. De vraag die dan moet worden beantwoord is of het volledige bedrag van de koersinflatie op het moment van aankoop voor vergoeding in aanmerking komt, dan wel slechts het kleinere bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt. De vraag speelt in beginsel niet wanneer de marktwaarde van de misleidende informatie (en daarmee de koersinflatie) over het tijdvak van de misleiding *toeneemt*. Bij de beschreven wijze van schadevaststelling wordt namelijk het tijdstip van aankoop als peildatum gekozen. Dus ook al neemt de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding toe, nog steeds wordt het lagere bedrag aan koersinflatie op het moment van aankoop gemeten en in principe is dan dus niet meer de vraag aan de orde of het hogere bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding aan de vennootschap kan worden toegerekend.

De vraag of bij een afnemende koersinflatie veroorzaakt door een interferentie van de misleidende informatie met (aan de misleiding) externe factoren, de volledige koersinflatie op het moment van aankoop of slechts de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding aan de vennootschap kan worden toegerekend, kan gemakkelijk worden beantwoord aan de hand van een financieel-economisch getinte argumentatie. Die argumentatie heb ik in § 5.5.3.2 *sub a*

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

uiteengezet en de conclusie was dat slecht het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt. Maar dit standpunt kan (en moet) ook juridisch worden onderbouwd. De redenering is dat de primaire oorzaak van de over het tijdvak van de misleiding afnemende koersinflatie is gelegen in een externe factor die op de koersinflatie inwerkt en niet in de misleidende informatie. Voor zover de koersinflatie op het moment van aankoop de koersinflatie op het moment van de corrigerende mededeling overstijgt, vormt voor dat bedrag aan koersinflatie de misleiding geen voldoende nabije oorzaak en dat pleit ervoor dat bedrag niet voor vergoeding in aanmerking te laten komen. Ook de toerekeningsfactor *strekking van de geschonden norm* wijst in deze richting. De effectenrechtelijke informatieverplichtingen hebben als doelstelling de markttransparantie en -efficiëntie te bevorderen en strekken ertoe beleggers adequaat – dat wil zeggen: tijdig, volledig en correct – te informeren. Zij strekken er niet toe beleggers te beschermen tegen algemene beleggingsrisico's en evenmin om beleggers een soort gratis verzekeringspolis te verschaffen.

10. Schadetoerekening voor de beleggers die kiezen voor de eerste feitelijke grondslag; positie van de tussentijdse verkopers als de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding fluctueert

Als de marktwaarde van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding onder invloed van externe factoren afneemt, lijden ook de beleggers die het aandeel tussentijds verkopen (in economische zin) verlies. Als gevolg van de afname van de koersinflatie is de verkoopprijs namelijk lager dan de koopprijs. Slechts een deel van de betaalde koersinflatie wordt dus terugverdiend. Dit verlies van de tussentijdse verkopers is niet veroorzaakt (althans niet in juridische zin) door de misleiding, maar door de externe factoren die op de misleiding inwerkten. Als nu de regel wordt aanvaard dat beleggers slechts recht hebben op vergoeding van het bedrag van de (resterende) koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding en niet op het hogere bedrag aan betaalde koersinflatie op het moment van aankoop, heeft dat direct gevolgen voor de positie van tussentijdse verkopers (zie § 5.5.2.3 *sub b*). Ook voor tussentijdse verkopers moet men dan zeggen dat slechts de afname van de koersinflatie voor zover veroorzaakt door het bekend worden van de misleiding (en uiteraard voor zover niet terugverdiend met de tussentijdse verkoop) voor vergoeding in aanmerking komt. Een afname van de koersinflatie als gevolg van externe factoren die met de misleiding interfereerden, wordt niet vergoed. Is tot het moment waarop de tussentijdse verkoop plaatsvindt nog niets van de misleiding bekend geworden (en langs *die* weg nog geen inflatie uit de koers gelopen), dan hebben de tussentijdse verkopers dus geen recht op schadevergoeding.

11. Schadetoerekening voor de beleggers die kiezen voor de eerste feitelijke grondslag; toerekening van de gedeefde koerswinst over het bedrag van de koersinflatie

Een andere belangrijke toerekeningsvraag is of de schade bestaande uit de gedeefde koerswinst over het bedrag aan koersinflatie dat de belegger alternatief had kunnen beleggen, aan de vennootschap kan worden toegerekend. Op grond van een analyse van de toerekeningsfactoren *voorzienbaarheid van de schade, verwijderdheid van de schade en strekking van de geschonden norm*, mede gelet op de *aard van de schade*, ben ik tot de conclusie gekomen dat het antwoord op deze vraag ontkennend luidt (zie § 5.5.2.3 *sub f*).

12. De peildatum voor de schadevaststelling bij de beleggers die kiezen voor de tweede feitelijke grondslag

Voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, moet voor de schadevaststelling het verlies dat zij thans via hun belegging in het litigieuze aandeel hebben geleden, worden vergeleken met het beleggingsresultaat dat zij zouden hebben behaald in de hypothetische situatie zonder misleiding (zie § 5.5.3.1 *sub a*). Van belang is dus hoe deze beleggers hun geld bij afwezigheid van de misleiding zouden hebben geïnvesteerd. Een belangrijke parameter bij de schadevaststelling is wederom welke peildatum moet worden gehanteerd. Vele data zouden als peildatum kunnen worden gekozen (elke datum gelegen tussen de schadeveroorzakende gebeurtenis en de datum van uitspraak is in theorie mogelijk), maar twee data komen in het bijzonder in aanmerking. Dat is in de eerste plaats de datum waarop de misleiding (volledig) bekend is geworden; in de tweede plaats is dat de datum van de einduitspraak (of een datum die daar zo dicht mogelijk tegenaan ligt). In navolging van De Jong kies ik voor de eerstgenoemde datum.²⁶ Voor de onderbouwing van dit standpunt verwijs ik naar § 5.5.3.1 *sub a*. Een consequentie van deze peildatumkeuze is dat het niet uitmaakt of de belegger het litigieuze aandeel na bekendwording van de misleiding al dan niet verkoopt. Van latere beleggingsbeslissingen van de belegger (verkopen of aanhouden) wordt simpelweg geabstraheerd. Men zou ook kunnen zeggen dat het causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie (en de daardoor veroorzaakte beleggingsbeslissing) en anderzijds de beleggingsresultaten die worden behaald *na bekendwording* van de misleiding, is doorbroken.

26. Zie De Jong 2010, p. 137-139 en p. 177-179.

13. De schadebegroting en het ontstaansmoment van de schade voor de beleggers die kiezen voor de tweede feitelijke grondslag

Met de zojuist gemaakte peildatumkeuze zijn voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij juiste en volledige informatie het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, de uitgangspunten voor de schadebegroting gegeven en kan de eerdergenoemde vermogensvergelijking worden uitgevoerd (zie § 5.5.3.1 *sub b*). Het verlies dat op het litigieuze aandeel is geleden over de periode vanaf het moment van aankoop tot aan de peildatum, moet worden vergeleken met het hypothetische beleggingsresultaat dat over deze periode zou zijn behaald op de investering die zou zijn gedaan bij afwezigheid van de misleiding. Bij deze vermogensvergelijking wordt het bedrag dat de belegger op de markt voor zijn aandeel heeft betaald wederom tot uitgangspunt genomen. De belegger kan namelijk niet onderhandelen over de prijs, dus de prijs die hij betaalt is gelijk aan de marktprijs ervan uitgaande dat de verstrekte informatie juist en volledig was.

Met de keuze van de peildatum is eveneens het ontstaansmoment van de schade gegeven (zie wederom § 5.5.3.1 *sub b*). Evenals voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een lagere prijs*, is dat voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht het moment waarop de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt en de inflatie uit de koers verdwijnt. Anders dan bij de schadevaststelling voor de eerstgenoemde beleggers, valt in dit geval – conform de hoofdregel – de peildatum dus wel samen met het ontstaansmoment van de schade. Dat is dus ook het moment waarop de wettelijke rente over verbintenis tot schadevergoeding gaat lopen.

Voor de beleggers die hun aandeel hebben verkocht voordat de misleiding volledig bekend is geworden, moet in het kader van de schadevaststelling weer een correctie worden aangebracht (zie § 5.5.3.1 *sub c*). Zij hebben op het moment van de peildatum hun aandeel al verkocht, dus voor deze beleggers moet een andere peildatum worden gekozen. Zou bij deze beleggers niet van een andere peildatum worden uitgegaan, dan zou vanaf het moment waarop zij hun aandeel hebben verkocht het vermogen moeten worden ‘gevolgd’ en gekeken moeten worden hoe de verkoopopbrengst wordt aangewend (en hoe dat vervolgens rendeert). Dit is vanuit praktisch oogpunt nogal bezwaarlijk. Daarnaast heeft de aansprakelijke vennootschap met een eventuele nieuwe beleggingsbeslissing van deze beleggers niets van doen. De meest voor de hand liggende peildatumkeuze voor de tussentijdse verkopers is daarom mijns inziens

het moment van verkoop. Het feitelijke koersverlies op het litigieuze aandeel (koopprijs minus verkoopprijs) moet vervolgens worden vergeleken met het resultaat dat bij afwezigheid van de misleiding in dezelfde periode (het tijdvak gelegen tussen het moment van aankoop en het moment van verkoop) zou zijn behaald op een alternatieve belegging.

14. Schadetoerekening voor de beleggers die kiezen voor de tweede feitelijke grondslag

Als de schade via de beschreven schadebegrotingsmethodiek is vastgesteld, is vervolgens de vraag welke schade op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap kan worden toegerekend. Voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, speelt vooral de vraag of, en zo ja in welke mate, de schade bestaande uit het koersverlies veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (gedoeld wordt op macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) en de schade bestaande uit de gederfde koerswinst op (hypothetische) alternatieve beleggingen voor vergoeding in aanmerking komt. Deze toerekeningsvraag heb ik in § 5.5.3.2 voor twee scenario's geanalyseerd en beantwoord. Ten eerste het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt (zie § 5.5.3.2 *sub a*). Ten tweede het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een alternatief beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd (zie § 5.5.3.2 *sub b*).

a. De belegger zou zonder de misleiding zijn geld in een oude sok hebben gestopt

In het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt, rijst in het kader van de schadetoerekening ex art. 6:98 BW de vraag of het koersverlies dat voortvloeit uit de verwezenlijking van (met de misleiding geen verband houdende) algemene beleggingsrisico's aan de vennootschap kan worden toegerekend. Schade bestaande uit de gederfde koerswinst op een alternatieve belegging doet zich in dit scenario niet voor, aangezien met een oude sok geen koerswinst is te behalen. Op grond van een analyse van de toerekeningsfactoren *voorzienbaarheid van de schade, verwijderdheid van de schade* en *strekking van de geschonden norm*, mede gelet op de *aard van de schade*, ben ik tot de conclusie gekomen dat de zojuist gestelde toerekeningsvraag ontkennend moet worden beantwoord en dat slechts de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt (zie § 5.5.3.2 *sub a*).

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

b. De belegger zou zonder de misleiding zijn geld op een andere manier hebben belegd

Uitgaande van de aanname dat aan de misleiding externe factoren (macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) ervoor zorgen dat de koers over het tijdvak van de misleiding per saldo afneemt (of althans: niet toeneemt),²⁷ zijn er voor het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een alternatief beleggingsobject zou hebben geïnvesteerd twee gevallen te onderscheiden waarvoor geldt dat de belegger schade lijdt: (i) de belegger zou in de hypothetische situatie zonder misleiding op de alternatieve belegging koerswinst hebben behaald, of (ii) de belegger zou in de hypothetische situatie op de alternatieve belegging verlies hebben geleden, maar minder verlies dan hij thans op het litigieuze aandeel heeft geleden. Op grond van een redenering die is geïnspireerd op de redenering die geldt voor het scenario waarin de belegger bij afwezigheid van de misleiding zijn geld in een oude sok zou hebben gestopt, ben ik tot de conclusie gekomen dat in het scenario waarin de belegger zonder de misleiding zijn geld op een andere manier zou hebben belegd, de rechtens toerekenbare schade gelijk is aan het minimum van (i) de (resterende) koersinflatie op het moment van de bekendwording van de misleiding en ii) het via de methode van vermogensvergelijking vastgestelde schadebedrag (zie § 5.5.3.2 *sub b*).

15. Vermindering van de schadevergoeding op grond van eigen schuld

Als de aansprakelijkheid en (de omvang van) de rechtens toerekenbare koersschade eenmaal zijn vastgesteld, kan de aangesproken vennootschap alleen nog het eigenschuldverweer (art. 6:101 BW) in stelling brengen om haar schadevergoedingsverplichting te verminderen. In § 5.6 heb ik vijf eigenschuldverweren die men in dit verband nogal eens tegenkomt, besproken en geanalyseerd. Uit mijn analyse volgt dat de volgende drie verweren onder omstandigheden kansrijk kunnen zijn:

- 1) ‘Er was juiste (en volledige) informatie in de markt beschikbaar die de misleiding teniet deed’ (§ 5.6.2.2);
- 2) ‘De informatie was voor de professionele belegger niet misleidend’ (§ 5.6.2.3);
- 3) ‘De belegger is op verouderde informatie afgegaan’ (§ 5.6.2.5);

27. Zie voor deze aanname § 5.3.6 (slot). En zie voor de uitleg van de term ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo afnemen’ respectievelijk ‘over het tijdvak van de misleiding per saldo toenemen’ eveneens § 5.3.6.

Hoewel het hier theoretisch gezien om rechtens relevante verweren gaat, zullen zij in de praktijk alleen in bijzondere gevallen – men kan wellicht nog beter spreken van uitzonderingsgevallen – van toepassing zijn. Daar komt bij dat de stelplicht en – bij betwisting – bewijslast van de relevante feiten en omstandigheden op de aangesproken vennootschap rusten, waaraan zij in de praktijk – hoezeer zij in werkelijkheid het gelijk ook aan haar zijde heeft – niet snel zal kunnen voldoen. De conclusie die ik uit een en ander trek, is dat bij de aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving het leerstuk van de eigen schuld slechts een beperkte – doch niet verwaarloosbare – rol speelt (zie § 5.6.3). Als het processuele debat over het causaal verband en de schade(vaststelling) eenmaal in volle hevigheid is gevoerd en de uitkomst hiervan is dat de vennootschap aansprakelijk is voor de koersschade die rechtens in voldoende causaal verband staat met de misleiding, heeft zij dus nog maar beperkte mogelijkheden om met een beroep op eigen schuld haar verplichting tot (het betalen van) schadevergoeding te verminderen.

G. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 6. Rechtsvergelijkende beschouwingen over *reliance*, *loss causation* en *damages* bij aansprakelijkheid onder het Amerikaanse federale effectenrecht

1. Reliance; het causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing

De vraag of sprake is van causaal verband tussen enerzijds de misleidende informatie en anderzijds de beleggingsbeslissing van de belegger (zou de belegger zonder de misleidende informatie hebben beslist het effect niet – of althans niet tegen de huidige prijs – te kopen?) wordt in het Amerikaanse recht gesteld in het kader van de *reliance*-eis. Of voor aansprakelijkheid op grond van het Amerikaanse federale effectenrecht aan *reliance* moet zijn voldaan, hangt af van de grondslag van aansprakelijkheid. Bij aansprakelijkheid op grond van de Securities Act (heel kort gezegd gaat het dan om *prospectusaansprakelijkheid*) is in beginsel geen *reliance* vereist (zie § 3.4.3.3 respectievelijk § 3.4.4.1 en § 6.2.2). Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 (de aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen) is daarentegen wel *reliance* vereist. De bewijslast dat aan deze *reliance*-eis is voldaan, rust in beginsel op de eisende belegger. In de rechtspraak is echter een theorie ontwikkeld waarmee in geval van misleiding bij publiek verhandelde effecten deze *reliance* indirect kan worden aangetoond: de *fraud-on-the-market*-theorie. Deze theorie houdt in dat wanneer sprake is van een ‘material misrepresentation’ op een efficiënte markt, ten gunste van de belegger die op dat moment aandelen heeft gekocht in beginsel een weerlegbaar vermoeden van *reliance* wordt aangenomen (zie over de theorie uitgebreid § 6.2.3.2). Hoewel de *fraud-on-the-market*-theorie intuïtief goed te begrijpen is, gaat

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

er juridisch gezien een aantal complicaties achter schuil die door het intuïtieve begrip gemakkelijk worden verhuld. Deze complicaties heb ik in § 6.2.3.2 *sub a* uitgebreid besproken.

2. *Reliance; conclusies op basis van rechtsvergelijking*

In het Amerikaanse recht geldt zowel bij prospectusaansprakelijkheid als bij (aansprakelijkheid voor) misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid dat de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de zuiverheid van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de zuiverheid van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd, in beginsel recht heeft op schadevergoeding als dit vertrouwen wordt beschaamd (zie § 6.2.2-§ 6.2.4). In beide gevallen geldt dat het enkele feit dat de belegger niet op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing hier niet (direct) door is beïnvloed, niet aan (het vestigen van) aansprakelijkheid in de weg staat. In navolging van De Jong sta ik deze oplossing ook voor het Nederlands recht voor.²⁸ Dit betekent dat voor de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd en die (aantoont dat hij) als gevolg van de misleiding het aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht, het juridisch causaal verband ex art. 6:98 BW ‘gewoon’ kan worden aangenomen.²⁹ Het feit dat hij niet van de misleidende informatie heeft kennis genomen en zijn beleggingsbeslissing er dus niet door is beïnvloed, kan het (via het csqn-verband gevestigde) causaal verband niet doorbreken. Wat mij betreft kan deze oplossing worden toegepast zowel bij prospectusaansprakelijkheid als bij misleiding anders dan prospectusaansprakelijkheid. Ik zie geen steekhoudende argumenten om tussen de verschillende misleidingsvormen te differentiëren.³⁰ Voor een nadere onderbouwing van dit standpunt verwijs ik naar § 6.2.4.2 *sub c*.

3. *De verweren waarmee het fraud-on-the-market-vermoeden kan worden weerlegd en de beoordeling van deze verweren naar Nederlands recht*

In de uitspraak *Basic v. Levinson*,³¹ de ‘landmark case’ waarin de Supreme Court de *fraud-on-the-market*-vermoeden aanvaardde, worden

28. Zie De Jong 2010, p. 170-171 en p. 219.

29. Om voor schadevergoeding in aanmerking te komen, moet deze belegger uiteraard ook kunnen aantonen dat de door hem betaalde koersinflatie op een zeker moment weer uit de koers is gelopen (en hij toen zijn aandelen nog niet had verkocht).

30. Zie in dit verband ook mijn kritiek op het Amerikaanse recht aan het slot van § 6.2.3.4 over de niet-toepasselijkheid van het *fraud-on-the-market*-vermoeden bij misleiding op de primaire markt.

31. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

zes verweren (zogenoemde ‘rebuttals’) genoemd waarmee de gedaagde het *fraud-on-the-market*-vermoeden kan (proberen te) weerleggen (zie § 6.2.3.2 *sub b*). Drie worden naar voren gebracht in de *majority opinion* geconcipieerd door Justice Blackmun.³² De andere drie worden genoemd in de *dissenting opinion* geschreven door Justice White.³³ De drie verweren uit de *majority opinion* luiden als volgt:

- 1) ‘De misleidende informatie had geen invloed (meer) op de koers’;
- 2) ‘De belegger vermoedde de misleiding of was hiervan op de hoogte’;
- 3) ‘De belegger zou hoe dan ook bereid zijn geweest het litigieuze aandeel tegen een kunstmatig lage koers te verkopen’.

Uit mijn analyse in § 6.2.4.3 volgt dat dit ook naar Nederlands recht rechtens relevante verweren kunnen zijn.

De drie verweren uit de *dissenting opinion* luiden als volgt:

- 1) ‘De belegger had al besloten de litigieuze transactie aan te gaan’;
- 2) ‘De belegger handelt in aandelen om redenen die niets met de prijs van doen hebben’;
- 3) ‘De belegger had vlak voordat de misleiding begon een short positie ingenomen’.

In § 6.2.3.2 *sub b* heb ik uitgelegd waarom naar mijn interpretatie van de *fraud-on-the-market*-theorie zoals die door de (meerderheid van de) Supreme Court in *Basic v. Levinson* is aanvaard, deze verweren naar Amerikaans recht moeten worden verworpen. Naar Nederlands recht beoordeel ik de verweren echter anders. Zo kunnen het eerste en tweede verweer naar Nederlands recht mijns inziens wel rechtens relevant zijn. Ik verwijs wederom naar mijn analyse in § 6.2.4.3.

4. Loss causation; het causaal verband tussen de misleidende informatie en de door de belegger gestelde beleggingsschade

Naast het vereiste *reliance/transaction causation* moet voor aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5 ook zijn voldaan aan het vereiste van *loss causation*. Op grond van mijn analyse van de – in overvloed beschikbare – rechtspraak, kom ik tot de conclusie dat de *loss causation*-eis in beginsel twee betekenissen heeft of anders gezegd: twee functies vervult (die overigens in elkaars verlengde liggen) (zie § 6.3.2-§ 6.3.3). In de eerste plaats vervult *loss causation* een functie die vergelijkbaar is met die van het toerekeningsverband in het Nederlandse recht. Slechts de schade die *rechtens* in voldoende causaal verband staat met de misleiding, komt voor vergoeding in aanmerking. Zo komt voor de belegger die

32. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 248-249 (1988).

33. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 251 (1988).

zonder de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, het beleggingsverlies dat weliswaar in csqn-verband staat met de misleiding, maar dat *niet* direct op de misleidende informatie is terug te voeren en dat moet worden toegeschreven aan (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico's, niet voor vergoeding in aanmerking. Alleen het beleggingsverlies dat *direct* op de misleidende informatie is terug te voeren, is rechtens vergoedbare schade. In de tweede plaats wordt aan de hand van *loss causation* bepaald wanneer beleggingsschade (bestaande uit betaalde koersinflatie of ander beleggingsverlies) kan worden aangemerkt als *rechtens relevante* schade. Pas als (achteraf kan worden vastgesteld dat) de factoren waarop de misleiding betrekking had er daadwerkelijk voor hebben gezorgd dat de effecten in waarde zijn gedaald, is voldaan aan de rechtens vereiste *loss causation* en kan men (in zoverre) spreken van *rechtens relevante* schade.

De 'landmark case' van de Supreme Court over *loss causation* is de zaak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*³⁴ (zie over deze zaak uitgebreid § 6.3.3). De uitleg die de Supreme Court in deze zaak aan de *loss causation*-eis heeft gegeven, heeft echter maar in beperkte mate duidelijkheid geschapen. Kort gezegd kwam zijn oordeel erop neer dat (door misleiding veroorzaakte) koersinflatie op zichzelf geen rechtens relevante schade vormt en op zichzelf niet voor vergoeding in aanmerking komt. Koersinflatie komt pas voor vergoeding in aanmerking, als en voor zover de misleiding naar buiten is gekomen en de koers *dientengevolge* is gedaald, aldus vrij vertaald de Supreme Court.³⁵ Hij heeft zich echter niet uitgelaten over bijvoorbeeld de vraag aan de hand van welke maatstaven kan worden beoordeeld of een bepaald beleggingsverlies rechtens in voldoende causaal verband staat met de misleiding. Omdat de Supreme in *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* maar in beperkte mate duidelijkheid heeft gegeven, zijn verschillende vragen thans nog onbeantwoord (althans, in hoogste instantie) (zie § 6.3.4).

5. *Loss causation; conclusies op basis van rechtsvergelijking*

Naar Amerikaans recht geldt in de eerste plaats dat koersverlies dat weliswaar in csqn-verband staat met de misleiding, maar dat *niet* direct op de misleidende informatie is terug te voeren en dat – in plaats daarvan – moet worden toegeschreven aan (het zich ten kwade realiseren van) algemene beleggingsrisico's, niet voor vergoeding in aanmerking komt (zie § 6.3.6). Dit geldt zowel voor de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht, als voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het aandeel

34. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

35. *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 342-343 (2005).

zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Ook naar Nederlands recht geldt mijns inziens dat slechts het koersverlies dat direct is terug te voeren op de misleidende informatie aan de aansprakelijke kan worden toegerekend en dat slechts dat deel van het koersverlies derhalve voor vergoeding in aanmerking komt. Ik verwijs naar mijn analyse in § 5.5.2.2 en § 5.5.3.2.

Verder geldt naar Amerikaans recht (op basis van de uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*) dat pas sprake is van rechtens relevante schade, als en voor zover de misleiding naar buiten is gekomen en de koers dientengevolge is gedaald. Zoals uiteengezet in § 6.3.3, kunnen uit deze rechtsregel twee subregels worden afgeleid. Ten eerste volgt uit deze rechtsregel dat de beleggers die het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht en dit vervolgens, voordat de misleiding bekend werd (en de koersinflatie uit de koers liep) weer hebben verkocht, geen recht hebben op schadevergoeding. In het verlengde hiervan volgt uit deze rechtsregel dat in het scenario waarin de koersinflatie vanwege een interferentie met externe factoren over het tijdvak van de misleiding is afgenomen, voor de beleggers die hun aandeel tot na bekendwording van de misleiding hebben aangehouden (en het dus *niet* tussentijds hebben verkocht), slechts het (kleinere) bedrag aan koersinflatie op het moment van bekendwording van de misleiding voor vergoeding in aanmerking komt. In navolging van De Jong acht ik deze rechtsregels ook wenselijk voor het Nederlands recht.³⁶ Ik verwijs naar mijn analyse in § 5.5.2.3.

6. *Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het aanbieden van effecten onder een misleidend registration statement; conclusies op basis van rechtsvergelijking*

Bij de aansprakelijkheid wegens het aanbieden van effecten onder een misleidend *registration statement* (Section 11 Securities Act) is de specifieke schadevergoedingsregeling van Section 11(e) Securities Act van toepassing.³⁷ Op grond van een rechtsvergelijkende analyse ben ik tot de conclusie gekomen dat deze regeling geen navolging verdient in het Nederlandse recht (zie § 6.4.4.2). In de eerste plaats vind ik het ongebruanceerd dat de regeling geen onderscheid maakt al naar gelang de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. Daarnaast staat de regeling mijns inziens op gespannen voet met het onder het Nederlandse recht geldende uitgangspunt dat (niet meer en niet minder dan) de *werkelijk geleden* schade moet worden vergoed. Voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel

36. Zie De Jong 2010, p. 183-186 en p. 204-206.

37. Zie over de schadevergoedingsregeling van Section 11(e) § 3.4.3.5.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, is dit zo, omdat een koersstijging in de *after market* voor deze belegger ten koste gaat van de rechtens vergoedbare schade. Voor de belegger die bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht is dit zo, omdat Section 11(e) de impliciete veronderstelling hanteert dat in de hypothetische situatie zonder misleiding de vermogenspositie van de belegger gelijk zou zijn gebleven. Het zojuist genoemde uitgangspunt vereist echter dat het rendement dat de belegger thans (in de feitelijke situatie met misleiding) op het litigieuze aandeel heeft behaald wordt vergeleken met het rendement dat de belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding *op een alternatieve belegging* zou hebben behaald.

7. Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act; conclusies op basis van rechtsvergelijking

Bij de aansprakelijkheid wegens het overtreden van de prospectusvoorschriften van de Securities Act (Section 12(a)(1) Securities Act) heeft de belegger recht op *ontbinding* ('rescission') van de litigieuze transactie wanneer hij op de datum uitspraak zijn effecten nog niet heeft verkocht.³⁸ Heeft de belegger zijn effecten inmiddels wel verkocht, dan heeft hij recht op *schadevergoeding* ten bedrage van de koopprijs verminderd met de verkoopprijs (en eventueel ontvangen uitkeringen). De schadevergoedingsregeling van Section 12(a)(1) vind ik vanuit Nederlandsrechtelijk perspectief nogal ruimhartig (zie § 6.4.4.3). Vanwege het ontbreken van een *loss causation*-verweer krijgt de eisende belegger namelijk zijn volledige beleggingsverlies gecompenseerd, ook voor zover dat primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren. De regeling pakt daarmee nogal streng uit voor de aansprakelijke persoon of rechtspersoon en verdient daarom wat mij betreft geen navolging in het Nederlandse recht.

8. Schadevaststelling en -vergoeding bij aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus; conclusies op basis van rechtsvergelijking

Bij de aansprakelijkheid wegens het aanbieden en/of verkopen van effecten met behulp van een misleidend prospectus (Section 12(a)(2) Securities Act) geldt in beginsel dezelfde remedie als bij de zojuist genoemde aansprakelijkheid van Section 12(a)(1) Securities Act, met dien verstande dat de gedaagde op grond van de wet³⁹ de mogelijkheid

38. Zie over Section 12(a)(1) Securities Act § 3.4.2.

39. Zie Section 12(b) Securities Act.

heeft een *loss causation*-verweer te voeren.⁴⁰ Dit verweer brengt met zich dat koersverliezen die primair zijn terug te voeren op (de verwezenlijking van) algemene beleggingsrisico's in beginsel niet voor vergoeding in aanmerking komen en daarmee is de schadevergoedingsregeling van Section 12(a)(2) minder ruimhartig dan die van Section 12(a)(1). Het aan de schadevergoedingsregeling van Section 12(a)(1) verbonden bezwaar dat zij voor de aansprakelijke persoon of rechtspersoon te streng kan uitpakken, doet zich bij de regeling van Section 12(a)(1) dus niet voor. Toch verdient ook de regeling van Section 12(a)(2) mijns inziens geen navolging in het Nederlandse recht, omdat ik moeite heb met de peildatum die in het kader van (schadevaststelling op grond van) Section 12(a) wordt gehanteerd. Ik verwijs naar mijn analyse in § 6.4.4.4.

9. Schadevaststelling en –vergoeding bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie in het algemeen op grond van SEC-regel 10b-5

Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 wordt in *fraud-on-the-market*-zaken standaard de *out-of-pocket*-maatstaf als schadebegrotingsmaatstaf toegepast (zie § 3.5.6). Deze maatstaf wordt toegepast ongeacht de wijze waarop de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. In *fraud-on-the-market*-zaken wordt dus min of meer als vanzelfsprekend verondersteld dat de belegger de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie als schadevergoeding vordert (zie § 6.4.4.5). Dit is een relevant verschil met het Nederlandse recht, want daarvoor geldt dat bij het causaal verband en de schadevaststelling steeds goed moet worden onderscheiden naar de feitelijke grondslag waarmee de eisende belegger zijn vordering tot schadevergoeding onderbouwt (zie § 5.3.2). Naar Nederlands recht is de *out-of-pocket*-maatstaf mijns inziens alleen de geëigende maatstaf voor de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs* (zie § 5.5.2.2 *sub b*).

Schadevaststelling via de *out-of-pocket*-maatstaf betekent in het Amerikaanse recht overigens niet per definitie dat de aldus vastgestelde schade ook daadwerkelijk (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt. Zo krijgt in het scenario waarin aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) ervoor zorgen dat de

40. Zie over de remedie van Section 12(a)(2) Securities Act § 3.4.4.5.

koers over het tijdvak van de misleiding per saldo zodanig stijgt⁴¹ dat de belegger in absolute zin geen koersverlies lijdt⁴² (of de koers zodanig stijgt dat het door de belegger geleden koersverlies kleiner is dan het bedrag van de oorspronkelijke koersinflatie), de belegger geen (volledige) compensatie voor de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie. De PSLRA's *damages cap* zorgt er in dat geval namelijk voor dat zijn schadevergoeding door de koersstijging geheel of gedeeltelijk wordt 'opgegeten'. Ik verwijs naar mijn analyse in § 6.4.3.

Aan het principe om een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging die plaatsvindt in het tijdvak van de misleiding ten koste te laten gaan van de rechtens vergoedbare schade, kleven mijns inziens verschillende bezwaren (zie wederom § 6.4.4.5). Gegeven deze bezwaren, verdient dit principe geen navolging in het Nederlandse recht als de benadeelde belegger aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Dit ligt anders voor de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Uitgaande van de methode van vermogensvergelijking zoals die naar Nederlands recht wordt toegepast, kan voor deze belegger een niet aan de misleiding gerelateerde koersstijging die plaatsvindt in het tijdvak van de misleiding namelijk eventueel wel geheel of gedeeltelijk ten koste gaan van zijn schadevergoeding.

10. Vergoeding van gederfd rendement; conclusies op basis van rechtsvergelijking

Naar Amerikaanse recht wordt in *fraud-on-the-market*-zaken gederfd rendement dat de eisende belegger in de hypothetische situatie zonder misleiding op *alternatieve* beleggingen eventueel zou hebben behaald, niet gecompenseerd (zie § 6.4.4.6). Deze benadering verdient mijns inziens navolging in het Nederlandse recht, zowel voor de belegger die ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, als voor de belegger die bij afwezig-

41. Met 'over het tijdvak van de misleiding per saldo stijgen' bedoel ik dat de koers op het moment waarop de misleiding (bijna) bekend wordt (maar nog net niet bekend is geworden), hoger is dan de koers op het moment van aankoop. Ik sluit dus niet uit dat de koers tussentijds ook nog daalt, maar zij daalt tussen deze twee tijdstippen in dat geval alleen minder dan dat zij stijgt.

42. Met het 'in absolute zin geen koersverlies lijden' bedoel ik dat de koers ook na het bekend worden van de misleiding nog steeds hoger is dan de koers op het moment van aankoop.

heid van de misleiding het aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht (zie § 5.5.2.3 *sub f* respectievelijk § 5.5.3.2 *sub b*).

H. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 7. Beantwoording van nog openstaande rechtsvragen vanwege eerder aangenomen vereenvoudigde feitencomplex

In hoofdstuk 5 ben ik bij de analyse van de materieelrechtelijke aspecten van het causaal verband en de schade uitgegaan van een sterk vereenvoudigd feitencomplex van misleiding.⁴³ Deze analyse werd hierdoor enigszins vereenvoudigd. In hoofdstuk 7 heb ik vervolgens laten zien hoe deze analyse eruitziet wanneer niet langer aan (de aannames van) dit vereenvoudigde feitencomplex wordt vastgehouden. Mijn aanpak daarbij was om de aannames uit hoofdstuk 5 één voor één los te laten en vervolgens de daaruit voortvloeiende causaliteits- en schade(toerekenings)vragen één voor één te analyseren en te beantwoorden. Daarbij heb ik mede gebruik gemaakt van inzichten uit de Amerikaanse literatuur.

Naar aanleiding van het loslaten van de aannames uit hoofdstuk 5, heb ik in hoofdstuk 7 de volgende (rechts)vragen beantwoord:

- In welke mate kan de door de misleiding veroorzaakte koersschade aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer de inhoud van de misleidende informatie over het tijdvak van de misleiding *niet* constant is (zie § 7.2)? Hierbij heb ik een onderscheid gemaakt tussen twee scenario's. Enerzijds het scenario waarin de inhoud van de misleidende informatie zich zodanig ontwikkelt, dat de informatie gaandeweg *meer* misleidend wordt en de koersinflatie (daardoor) *toeneemt* (zie § 7.2.2), en anderzijds het scenario waarin de inhoud van de misleidende informatie zich zodanig ontwikkelt, dat de informatie gaandeweg *minder* misleidend wordt en de koersinflatie (daardoor) *afneemt* (zie § 7.2.3).
- Op welke wijze moet de door de misleiding veroorzaakte koersschade worden vastgesteld en in welke mate kan deze aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer de (omvang van de) misleiding – in plaats van door één enkele corrigerende mededeling – door verschillende opeenvolgende corrigerende mededelingen *stapsgewijs* naar buiten komt (zie § 7.3)? Hierbij heb ik wederom een onderscheid gemaakt tussen twee scenario's. Enerzijds het scenario waarin uit latere (corrigerende) mededelingen blijkt dat de omvang van de misleiding *groter* is dan aanvankelijk (naar aanleiding van eerste corrigerende mededeling) werd verwacht (zie § 7.3.2), en anderzijds het scenario waarin uit latere mededelingen

43. Zie § 5.2.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

blijkt dat de misleiding *kleiner* is dan aanvankelijk werd gedacht (zie § 7.3.3).

- Op welke wijze moet de door de misleiding veroorzaakte koersschade worden vastgesteld en in welke mate kan deze aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer de corrigerende mededeling een zogenoemde ‘paniekreactie’ tot gevolg heeft doordat beleggers in reactie op het bekend worden van de misleiding hun aandelen massaal ‘in paniek’ verkopen (zie § 7.4)? Hierbij heb ik wederom een onderscheid gemaakt tussen twee scenario’s. Enerzijds het scenario waarin (i) de misleiding bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling, (ii) (de inhoud van) deze mededeling voor de markt als een *positieve* verrassing komt, *en* (iii) de litigieuze informatie nog op geen enkele wijze door de markt wordt verwacht (zie § 7.4.3), en anderzijds het scenario waarin de misleiding bestaat uit het *niet* publiceren van voorwetenschap of waarin deze bestaat uit het actief publiceren van een misleidende mededeling teneinde een *negatief* verrassingseffect daarmee te voorkomen (zie § 7.4.4).
- Wanneer de corrigerende mededeling leidt tot een extra koersdaling vanwege het door de markt alvast inprijzen van in de toekomst door de vennootschap te maken kosten in verband met te voeren juridische procedures (zoals proceskosten, kosten voor juridische bijstand of een eventueel te betalen schadevergoeding), komt de daaruit voortvloeiende koersschade dan voor vergoeding in aanmerking (zie § 7.5)? Hierbij heb ik in § 7.5.3 eerst de vraag beantwoord of deze koersschade voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer de *vennootschap* hiervoor aansprakelijk wordt gehouden. Vervolgens heb ik in § 7.5.4 de vraag beantwoord of deze koersschade voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer – in plaats van de *vennootschap* – een bij de misleiding betrokken *derde* (zoals een adviseur of een bestuurder) hiervoor aansprakelijk wordt gehouden.
- Wanneer de corrigerende mededeling leidt tot een extra koersdaling doordat het beleggende publiek als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding minder vertrouwen heeft in de kwaliteit en/of integriteit van het bestuur van de vennootschap, komt het daardoor veroorzaakte koersverlies dan voor vergoeding in aanmerking (zie § 7.6)? Dit vraagstuk heb ik in § 7.6.2 op twee manieren benaderd. In § 7.6.2 *sub a* ben ik eerst ervan uitgegaan dat dit koersverlies het bedrag van de (eigenlijke) koersinflatie te boven gaat en het hier derhalve gaat om *gevolgschade*. Daarna was in § 7.6.2 *sub b* het uitgangspunt dat dit koersverlies wel wordt geacht te zijn inbegrepen in het bedrag van de koersinflatie. Bij deze tweede benadering bestaat de totale koersinflatie (en het

daaruit voortvloeiende koersverlies als de inflatie weer uit de koers loopt) dus uit twee componenten. Ten eerste uit een component die het koerseffect weerspiegelt van de misleidende informatie zelf. Ten tweede uit een component die het koerseffect weerspiegelt van het verminderde vertrouwen in de integriteit en kwaliteit van het bestuur.

- Wanneer de corrigerende mededeling leidt tot een extra koersdaling doordat de markt als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding rekening houdt met een toename van het beleggingsrisico dat wordt gelopen op het litigieuze aandeel, kan de daardoor veroorzaakte koersschade dan op de voet van art. 6:98 BW aan de vennootschap worden toegerekend (zie § 7.7)? Hierbij ben ik ervan uitgegaan dat dit toegenomen beleggingsrisico door twee factoren kan worden verklaard. In de eerste plaats doordat de markt naar aanleiding van het bekend worden van de misleiding ermee rekening houdt dat belangrijke bestuurders zullen moeten aftreden. Als het zittende bestuur – afgezien van de (naar buiten gekomen) misleiding – tot dusver goed heeft gepresteerd, zal dit tot onzekerheid leiden over de vraag of voor de aftredende bestuurders wel competente vervangers kunnen worden gevonden. Voor deze situatie heb ik de zojuist gestelde toerekeningsvraag behandeld in § 7.7.2. Het toegenomen beleggingsrisico kan in de tweede plaats worden verklaard door het feit dat de markt naar aanleiding van de (eerste) corrigerende mededeling rekening ermee houdt dat nog meer corrigerende mededelingen zullen volgen. Dit vanwege het algemene ervaringsgegeven dat de exacte omvang van de misleiding meestal nog niet meteen na één corrigerende mededeling volledig in kaart is gebracht. Zelfs als de omvang van de misleiding in de eerste corrigerende mededeling exact wordt gespecificeerd, zullen door de markt waarschijnlijk alvast additionele corrigerende mededelingen in de beurskoers worden verdisconteerd. Ook een dergelijke perceptie zal leiden tot onzekerheid. Voor deze situatie heb ik de zojuist gestelde toerekeningsvraag behandeld in § 7.7.3.
- In welke mate kan de door de misleiding veroorzaakte koersschade aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer het tijdvak van de misleiding geheel of gedeeltelijk samenvalt met een periode waarin zich (als gevolg van irrationeel beleggersgedrag meestal in combinatie met arbitragebeperkingen) in de koers van het litigieuze aandeel een zeepbel heeft gevormd en waarin deze zeepbel tot gevolg heeft dat het koerseffect van de misleiding veel groter is dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigt (zie § 7.8)? Deze vraag heb ik in § 7.8.2-§ 7.8.4 voor verschillende scenario's beantwoord, waarbij de verschillende scenario's

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

werden verkregen door eerst te differentiëren naar het tijdstip waarop de zeepbel ontstaat en vervolgens naar het tijdstip waarop de zeepbel uit elkaar spat. Verder heb ik bij het beantwoorden van de zojuist gestelde toerekeningsvraag rekening gehouden met de omstandigheid dat de misleiding als (neven)effect kan hebben dat een ‘wake up call’ ten aanzien van een (op het moment waarop de misleiding begint) reeds ontstane zeepbel vooralsnog uitblijft. De gedachte is dat zonder de misleiding de markt zich de (aanwezigheid van een) zeepbel wellicht eerder zou hebben gerealiseerd, zodat deze dan eerder uit elkaar zou zijn gespat. Voor het scenario waarin de zeepbel reeds vóór (het begin van het tijdvak van) de misleiding is ontstaan, leverde dat nog twee extra scenario’s op.

- In welke mate kan de door de misleiding veroorzaakte koersschade aan de vennootschap worden toegerekend, wanneer het tijdvak van de misleiding geheel of gedeeltelijk samenvalt met een periode waarin *tevens* een overwaardering in de koers is ontstaan als gevolg van een te rooskleurige analistenvoorspelling of een te optimistisch getoonzet analistenrapport (in de Amerikaanse literatuur spreekt men in dit verband van het zogenoemde ‘analyst added premium’-effect) en waarin de misleiding met deze overwaardering gaat interfereren (zie § 7.9)? Met ‘interfereren’ bedoel ik dat (het onderwerp van) de misleidende informatie zodanig met (het onderwerp van) de voorspelling samenhangt, dat zij het ontstaan, de omvang en/of de duur van het *analyst added premium*-effect kan beïnvloeden. Voor deze interferentie kunnen weer twee scenario’s worden onderscheiden (zie § 7.9.2). In de eerste plaats het scenario waarin op het moment dat de misleiding begint, de *premium* zich reeds heeft gevormd, maar waarin (kan worden vastgesteld dat) deze zonder de misleiding (eerder) zou zijn weggeëbd. In dit scenario zorgt de misleiding er dus voor dat een ‘wake up call’ ten aanzien van (de aanwezigheid van) het *analyst-added premium*-effect vooralsnog uitblijft. Zonder de misleiding zouden de analisten hun verkeerde voorspelling (tijdig) hebben bijgesteld of zou de markt (op eigen kracht) erachter zijn gekomen dat de eerdere voorspelling te rooskleurig is. In de tweede plaats het scenario waarin de *premium* zich tijdens het tijdvak van de misleiding ontwikkelt, maar waarin (kan worden vastgesteld dat) dit zonder de misleiding niet zou zijn gebeurd. In dit scenario creëert de misleiding dus als het ware het klimaat waarin het *premium*-effect kan ontstaan. Zonder de misleiding zouden de beleggers de te rooskleurige analistenvoorspelling met een korreltje zout hebben genomen. Of zonder de misleiding zouden de analisten *in het geheel geen* voorspelling hebben gepubliceerd dan wel zouden zij in ieder

geval een *minder rooskleurige* voorspelling hebben gepubliceerd. In § 7.9.3 heb ik voor beide scenario's de zojuist gestelde toerekeningsvraag beantwoord.

I. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 8. Het bewijs van *reliance*, *loss causation* en *damages* naar Amerikaans recht en de financieel-economische en econometrische technieken die daarbij behulpzaam kunnen zijn

1. Bewijs van reliance/transaction causation

Bij aansprakelijkheid op grond van SEC-regel 10b-5 rust de bewijslast dat aan de *reliance*-eis is voldaan, in beginsel op de eisende belegger. Algemeen wordt echter onderkend dat het hier om een nogal zware bewijslast gaat en daarom wordt de belegger in deze bewijslast tegemoet gekomen. Twee situaties moeten in dit verband worden onderscheiden. Ten eerste is dat de situatie waarin in strijd met een bestaande 'duty to disclose' relevante informatie ('material information') voor de belegger wordt verzwegen (zie § 8.2.2). Voor dit geval oordeelde de Supreme Court in de zaak *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*⁴⁴ dat dan een weerlegbaar vermoeden van *reliance* geldt. Ten tweede is dat de situatie waarin (door bijvoorbeeld een beursvennootschap) op de publieke effectenmarkt een misleidende voorstelling van zaken wordt gegeven (zie § 8.2.3). Voor dit geval is in de rechtspraak de *fraud-on-the-market*-theorie ontwikkeld, op grond waarvan onder omstandigheden eveneens een weerlegbaar vermoeden van *reliance* geldt (zie over de theorie uitgebreid § 6.2.3.2). Hoewel op grond van de *fraud-on-the-market*-theorie de bewijslast van de belegger aanzienlijk wordt verlicht, is het – teneinde van het *fraud-on-the-market*-vermoeden te kunnen profiteren – wel aan de eisende belegger om aan te tonen dat aan de *toepassingsvoorwaarden* van de theorie is voldaan. De belegger moet dus onder meer bewijzen dat *publiekelijk* een verkeerde voorstelling van zaken is gegeven ('public misrepresentation'), deze verkeerde voorstelling van zaken *material* was en de litigieuze effecten op een efficiënte markt werden verhandeld (zie wederom § 8.2.3).

2. Bewijs van loss causation

Naast het vereiste van *reliance/transaction causation* moet voor aansprakelijkheid uit hoofde van SEC-regel 10b-5 ook zijn voldaan aan het vereiste van *loss causation* (zie § 8.4.1). Deze eis houdt in dat vast moet komen te staan dat de belegger als gevolg van de misleiding *rechtens*

44. *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 153 (1972).

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

relevante schade heeft geleden. In *fraud-on-the-market*-zaken betekent dit dat de eisende belegger moet aantonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat hij daardoor zijn aandeel tegen een geïnfleterde koers heeft gekocht en dat hij toen de misleiding bekend werd en de koersinflatie weer uit de koers liep, zijn aandeel nog niet had verkocht. In de praktijk zal deze bewijsopdracht er meestal op neerkomen dat de belegger moet aantonen hoe en wanneer de misleiding naar buiten is gekomen en de koersinflatie uit de koers is gelopen (waarmee dan meteen is gegeven dát er sprake was van koersinflatie). Bij het bewijs van (het uit de koers lopen van) koersinflatie wordt in het Amerikaanse recht meestal gebruik gemaakt van een *event study*. Een *event study* is een statistische techniek waarmee kan worden bepaald wat het effect is van een bepaalde gebeurtenis, in dit geval het beschikbaar komen van nieuwe informatie, op een bepaalde afhankelijke variabele, in dit geval de beurskoers. Een *event study* is daarmee dus ook een geschikt instrument om te bepalen wat het effect is van *misleidende* informatie op de beurskoers (zie § 8.4.2.1).

3. De methodologie van een event study in het kort

De basisgedachte die aan een *event study* ten grondslag ligt, komt in het kort op het volgende neer (zie over de *event study*-methodologie uitgebreid § 8.4.2.3). Om te kunnen bepalen of bepaalde informatie van invloed was op de beurskoers, moet eerst worden vastgesteld – of beter gezegd: geschat – wat het aandelenrendement zou zijn geweest bij afwezigheid van deze informatie. Dit verwachte rendement wordt verkregen met behulp van statistische regressieanalyse: eerst wordt over een bepaalde controleperiode (de ‘estimation period’) een (historische) relatie geschat tussen enerzijds het rendement op het litigieuze aandeel en anderzijds het rendement op een bepaalde benchmark, vervolgens wordt aan de hand van deze geschatte relatie in combinatie met het in werkelijkheid op de benchmark gemeten rendement voorspeld wat het rendement op het litigieuze aandeel zou zijn geweest zonder de litigieuze informatie. Dit verwachte rendement wordt daarna vergeleken met het in werkelijkheid geobserveerde rendement en gekeken wordt hoe groot het verschil is. Dit verschil noemt men het ‘abnormale’ of ‘excessieve’ rendement. Aangenomen dat het tijdstip waarop de onderzochte informatie de markt bereikte correct is geïdentificeerd en aangenomen dat rondom dit tijdstip geen andere relevante bedrijfsspecifieke informatie werd gepubliceerd, wordt er voorshands van uitgegaan dat het abnormale rendement het koerseffect weerspiegelt van de onderzochte informatie. Vervolgens moet (statistisch) worden getoetst of het geobserveerde abnormale rendement inderdaad op deze informatie is terug te voeren en of het niet louter op toeval berust. Dit doet men door te toetsen op statistische significantie. Kan het geobserveerde abnormale rendement

als statistisch significant worden aangemerkt, dan wordt de nulhypothese dat dit rendement louter aan toeval is te wijten verworpen en wordt aangenomen dat de geobserveerde koersreactie inderdaad door de litigieuze informatie is veroorzaakt.

4. Complicaties bij het meten van de koersinvloed van de litigieuze informatie door middel van een event study

Hoewel de *event study* een in de praktijk veel gebruikt instrument is om de koersinvloed van de litigieuze informatie te bepalen, kunnen zich bij de uitvoering en interpretatie van de *event study* verschillende complicaties voordoen. Voor het geval waarin voor de *event study* wordt aangeknoopt bij het tijdstip van de corrigerende mededeling, heb ik in § 8.4.2.4 zes complicaties besproken. Het is noodzakelijk dat men zich van deze complicaties bewust is en dat er in de analyse rekening mee wordt gehouden. Gebeurt dat namelijk niet, dan bestaat het reële gevaar dat uit de (uitkomst van de) *event study* de verkeerde (juridische) conclusies worden getrokken.

Verder is het van belang goed voor ogen te houden dat wanneer de uitkomst van de *event study* is dat de officiële corrigerende mededeling niet resulteerde in een *statistisch significante* (residuele) koersdaling,⁴⁵ dit niet noodzakelijkerwijs hoeft te betekenen dat de koers *niet* door de litigieuze informatie was beïnvloed en/of dat de litigieuze informatie niet *material* was. Zo zijn verschillende scenario's denkbaar waarvoor geldt dat de litigieuze informatie wél *material* was en deze informatie tevens de koers heeft beïnvloed, maar waarbij – niettegenstaande deze koersinvloed – op het moment van de corrigerende mededeling tóch geen (significante) koersdaling wordt geobserveerd. In § 8.4.2.5 heb ik zeven van dergelijke scenario's besproken. Wanneer in deze scenario's op basis van het uitblijven van een koersdaling naar aanleiding van de officiële corrigerende mededeling zou worden geconcludeerd dat de litigieuze informatie de beurskoers niet heeft beïnvloed en/of dat de litigieuze informatie niet *material* was, bestaat de reële kans dat valide claims ten onrechte worden afgewezen. Om het trekken van zo'n verkeerde conclusie te voorkomen, is het noodzakelijk om bij het beoordelen van het koerseffect van de misleiding niet te volstaan met het slechts uitvoeren van een *event study* rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling en om alvorens een definitief oordeel te vellen, de analyse nog wat te verfijnen. Zie voor deze nadere verfijning § 8.4.2.5.

45. Met 'residuele koersdaling' wordt hier bedoeld de koersdaling gecorrigeerd voor (het koerseffect veroorzaakt door) markt- en/of sectorspecifieke factoren.

5. *Bewijs van omvang van de schade; back casting en forward casting*

Wanneer met behulp van een *event study* eenmaal is vastgesteld dat (het bekend worden van) de misleiding resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersreactie, is daarmee in beginsel gegeven dat de eisende beleggers een kunstmatig hoge prijs voor hun aandeel hebben betaald en zij aldus als gevolg van de misleiding koersschade hebben geleden. Vervolgens is de vraag hoeveel schade iedere benadeelde belegger heeft geleden (zie uitgebreid § 8.4.3-§ 8.4.4). Om deze vraag te kunnen beantwoorden moet het zogenoemde ‘hypothetische koersverloop’ (ook wel genoemd ‘value line’) in kaart worden gebracht, dat wil zeggen het koersverloop zoals zich dat zou hebben ontwikkeld in de hypothetische situatie zonder misleiding. Door dit hypothetische koersverloop vervolgens te vergelijken met het koersverloop zoals zich dat in werkelijkheid heeft gerealiseerd (ook wel genoemd ‘price line’), kan voor ieder tijdstip binnen het tijdvak van de misleiding de koersinflatie worden vastgesteld. Al naar gelang het tijdstip van aankoop kan daarna voor iedere benadeelde belegger worden bepaald welk bedrag aan koersinflatie hij (te veel) heeft betaald en hoeveel schade hij aldus (feitelijk) heeft geleden.

Voor het modelleren van de hypothetische koerslijn (en daarmee van de koersinflatie) kunnen grofweg twee methoden worden onderscheiden: enerzijds de methode van *back casting* en anderzijds de methode van *forward casting*. *Back casting* houdt in dat eerst met behulp van een *event study* het koerseffect van de misleiding wordt bepaald op het moment waarop de misleiding bekend werd en dat vervolgens de hypothetische koerslijn wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *terug te werken* in de tijd, uitgaande van de op het moment van de bekendwording van de misleiding geobserveerde residuele koersdaling (zie § 8.4.3.2). Bij het vanuit deze residuele koersdaling *terugwerken* in de tijd kan gebruik worden gemaakt van verschillende technieken. Drie technieken die men in de Amerikaanse praktijk vaak tegenkomt zijn: (i) de *constant dollar method*, (ii) de *constant percentage method*, en (iii) de *index method*. In § 8.4.3.2 heb ik de drie technieken besproken (zie § 8.4.3.2 *sub a*) en heb ik tevens uitgelegd dat (het antwoord op de vraag) welke van deze technieken in een concreet het geval het meest geschikt is om (het verloop van) de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding te modelleren, afhankelijk is van de aard van de misleidende informatie en haar effect op de door de vennootschap in de toekomst – naar verwachting – te genereren netto-kasstroom (en daarmee van haar effect op de waarde van de onderneming) (zie § 8.4.3.2 *sub b*). Hoewel *back casting* een in de praktijk veel gebruikte techniek is om het hypothetische koersverloop (en daarmee het verloop van de koersinflatie) mee te construeren, kleven er ook verschillende bezwaren aan, waarvan ik de twee voornaamste in § 8.4.3.3 heb besproken.

De methode van *forward casting* houdt in dat eerst de koersinflatie wordt geschat op het moment waarop de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan (c.q. het moment waarop de litigieuze informatie voor de eerste keer werd achtergehouden) en dat vervolgens het hypothetische koersverloop wordt geconstrueerd door vanaf het laatstgenoemde tijdstip *vooruit te werken* in de tijd, uitgaande van het bedrag van de geschatte koersinflatie toen de misleiding begon (zie § 8.4.4.2). Bij het vanuit dit bedrag aan koersinflatie *vooruit werken* in de tijd kan weer gebruik worden gemaakt van dezelfde technieken als (plegen te) worden gebruikt bij *back casting*. In tegenstelling tot de *back casting*-methode wordt bij *forward casting* als anker voor de (re)constructie van de hypothetische koerslijn dus niet gekozen voor het geschatte bedrag van de koersinflatie toen de misleiding bekend werd, maar wordt – in plaats daarvan – gekozen voor het bedrag van de geschatte koersinflatie toen de misleidende mededeling (voor de eerste keer) werd gedaan. Het construeren van de hypothetische koerslijn door middel van *forward casting* heeft verschillende voordelen ten opzichte van het construeren van deze lijn door middel van *back casting*. In § 8.4.4.4 heb ik een aantal van die voordelen besproken. Aan *forward casting* kleven echter ook nadelen. Zo is een belangrijk nadeel van deze methode dat lang niet altijd voldoende data beschikbaar zijn om een betrouwbare bedrijfsspecifieke *response coefficient* te kunnen schatten (zie nader § 8.4.4.4).

6. *Bewijsrechtelijke complicaties bij een fundamenteel en/of informatieel inefficiënte markt*

Bij het antwoord op de vraag of de litigieuze informatie misleidend was en of deze informatie van invloed was op de koers, kan bewijsrechtelijk van belang zijn of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld (tijdens het tijdvak van de misleiding) al dan niet efficiënt is. Komt in het processuele debat namelijk vast te staan dat de desbetreffende markt *niet* voldoende efficiënt is, dan kan dat tot verschillende bewijsrechtelijke problemen leiden.

Wanneer de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld *informatieel inefficiënt* is, wordt men zowel bij de *uitvoering* als de *interpretatie* van de *event study* met complicaties geconfronteerd (zie § 8.5.2). Een eerste complicatie is dat voor het meten van de koersreactie van de litigieuze informatie meestal een langer *event window* moet worden gekozen. Op een informatieel inefficiënte markt duurt het (gemiddeld genomen) namelijk langer voordat nieuwe informatie volledig in de koers is verwerkt. Aan zo'n langer *event window* zijn weer verschillende nadelen verbonden, die ik in § 8.5.2 heb besproken. Een tweede complicatie is dat een informatieel inefficiënte markt doorgaans wordt gekenmerkt door een grotere mate van volatiliteit. Hierdoor is (relatief gezien) een groter

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

abnormaal rendement vereist om een statistisch significant causaal verband te kunnen aannemen tussen de (publicatie van de) litigieuze informatie en de geobserveerde (residuele) koersreactie.

Ook wanneer de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld *fundamenteel inefficiënt* is, kan dat tot complicaties leiden bij (de interpretatie van) de *event study* (zie § 8.5.3.1). Deze complicaties zijn echter van andere aard dan de complicaties die zich kunnen voordoen bij een *informatieel inefficiënte* markt. Vertoont de markt namelijk kenmerken van fundamentele *inefficiëntie*, maar is zij daarnaast wel informatieel efficiënt, dan hoeft dat bij het *uitvoeren* van de *event study* op zichzelf niet tot problemen te leiden. De reden hiervan is dat de informatieel efficiënte markt erdoor wordt gekenmerkt dat de koers meteen op de publicatie van nieuwe informatie reageert en de nieuwe informatie meteen in de koers wordt verwerkt, zodat men met de zojuist genoemde complicaties van de informatieel *inefficiënte* markt in beginsel niet te maken heeft. Ook is het bij een fundamenteel *inefficiënte* markt (die daarnaast wel informatieel efficiënt is) nog steeds mogelijk dat de *event study* mechanisch gezien de juiste uitkomst oplevert. Met ‘mechanisch gezien de juiste uitkomst’ bedoel ik dat wanneer een bepaalde mededeling geen (significant) koerseffect tot gevolg heeft, dit door de *event study* wordt gedetecteerd en wanneer de desbetreffende mededeling wel een koerseffect tot gevolg heeft, dit eveneens wordt gedetecteerd. De problemen ontstaan pas wanneer aan deze mechanische uitkomst juridische consequenties worden verbonden. Op een fundamenteel inefficiënte markt hoeft de naar aanleiding van een gepubliceerde mededeling geobserveerde (residuele) koersreactie namelijk geenszins representatief te zijn voor de fundamentele waarde van de in die mededeling vervatte informatie. Enerzijds kan een (vanuit de fundamentele van de onderneming bezien) *onbelangrijke* mededeling een significante koersreactie veroorzaken, anderzijds kan bij een *belangrijke* mededeling een (significante) koersreactie uitblijven. Hierdoor bestaat het reële gevaar dat uit de (uitkomst van de) *event study* de verkeerde conclusies worden getrokken (althans de verkeerde conclusies wanneer als referentiekader de fundamenteel efficiënte markt wordt genomen). Teneinde het trekken van zulke verkeerde conclusies te voorkomen, is het zaak dat – alvorens aan de (uitkomst van de) *event study* juridische consequenties te verbinden – altijd eerst wordt gekeken of de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld wel voldoende fundamenteel efficiënt is. Op welke wijze dit laatste kan worden getoetst, heb ik besproken in § 8.5.3.2.

J. Bevindingen en conclusies hoofdstuk 9. Het bewijs van causaal verband en koersschade naar Nederlands recht

1. Het bewijsrechtelijk kader in grote lijnen geschetst

Volgens de hoofdregel van art. 150 Rv dient de belegger die in rechte schadevergoeding vordert, in beginsel het causaal verband (in de zin van het csqn-verband) te stellen en – bij betwisting – te bewijzen tussen de misleidende informatie en de door hem gestelde koersschade. Ook is het volgens de hoofdregel van art. 150 Rv in beginsel aan de belegger om het bestaan en de omvang van de door hem geleden koersschade te stellen en – bij betwisting – te bewijzen. Wel is de rechter op grond van art. 6:97 BW bevoegd de schade te begroten op de wijze die met de aard van deze schade in overeenstemming is of de schade te schatten indien deze niet nauwkeurig kan worden vastgesteld.

Ook bij de analyse van het *bewijsrechtelijk* kader van het causaal verband en de (koers)schade is het van belang een onderscheid te maken tussen enerzijds de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, en anderzijds de beleggers die aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Voor de eerstgenoemde beleggers ziet het bewijsrechtelijk kader er in grote lijnen als volgt uit (zie § 9.2.2).

In de eerste plaats is het aan hen om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat zij daardoor het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht en dat zij nog aandeelhouder waren toen de misleiding geheel of gedeeltelijk bekend werd en de koersinflatie geheel of gedeeltelijk uit de koers liep. In de praktijk zal deze bewijslast er meestal op neerkomen dat de beleggers moeten aantonen hoe en wanneer de misleiding naar buiten is gekomen en de koersinflatie uit de koers is gelopen (waarmee dan meteen is gegeven dát er sprake was van koersinflatie). Uit het World Online-arrest volgt echter dat bij prospectusaansprakelijkheid (óók) de beleggers die stellen dat zij zonder de misleiding het litigieuze aandeel *tegen een gunstigere prijs* zouden hebben gekocht, tevens moeten aantonen dat hun beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed.⁴⁶

46. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.10.4 en r.o. 4.11.1-4.11.2. Zie over dit aspect van het World Online-arrest § 5.4.4.4.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

Kan worden vastgesteld dat de eisende beleggers het litigieuze aandeel inderdaad tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht en zij nog aandeelhouder waren toen de koersinflatie geheel of gedeeltelijk uit de koers liep, dan staat daarmee vast dat zij als gevolg van de misleiding schade hebben geleden. Vervolgens is de vraag wat de *omvang* van deze schade is. Voor het beantwoorden van deze vraag zal moeten worden vastgesteld hoe het koersverloop van het litigieuze aandeel er in de hypothetische situatie zonder misleiding uit zou hebben gezien en het is aan de eisende beleggers om dit hypothetische koersverloop aannemelijk te maken. Lukt hun dat, dan kan de (omvang van de) schade vervolgens gemakkelijk worden vastgesteld. Voor de beleggers die hun aandeel tot na het (volledig) bekend worden van de misleiding hebben aangehouden, bedraagt de schade het bedrag van de door hen betaalde koersinflatie op het moment van aankoop.⁴⁷ Voor de beleggers die hun aandeel tussentijds hebben verkocht, is de schade gelijk aan het verschil tussen de koersinflatie op het moment van aankoop en de koersinflatie op het moment van verkoop (de laatstgenoemde koersinflatie hebben deze beleggers met hun tussentijdse verkoop weer terugverdiend).⁴⁸ Is de (omvang van de) schade eenmaal vastgesteld, dan wil dat nog niet zeggen dat het volledige schadebedrag voor vergoeding in aanmerking komt. Het is vervolgens aan de gedaagde om te beargumenteren (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te bewijzen) dat niet het volledige schadebedrag hem op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend.

Voor de beleggers die aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, ziet het bewijsrechtelijk kader er in grote lijnen als volgt uit (zie § 9.2.3).

In de eerste plaats is het aan hen om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat zij bij afwezigheid van de misleidende informatie een andere beleggingsbeslissing zouden hebben genomen (althans, wanneer aan de hoofdregel van art. 150 Rv wordt vastgehouden). Zij moeten met andere woorden aantonen dat zij (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan, dat hun beleggingsbeslissing aldus (direct of indirect) door de misleidende informatie is beïnvloed en dat zij als gevolg daarvan in het litigieuze aandeel hebben geïnvesteerd. Bij juiste en volledige informatie zouden zij dat niet hebben gedaan.

47. Zie § 5.5.2.2 *sub b*.

48. Zie § 5.5.2.2 *sub c*.

Daarnaast moeten de eisende beleggers aantonen dat het door hen gestelde koersverlies in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleiding (of anders gezegd: dat zij als gevolg van de misleiding schade hebben geleden). Dit betekent dat zij inzicht moeten geven in hun beleggingsgedrag in de hypothetische situatie zonder misleiding en aannemelijk moeten maken dat zij in deze hypothetische situatie op een alternatief beleggingsobject een beter rendement zouden hebben behaald dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben behaald (althans, wanneer de door hen gestelde koersschade door de gedaagde gemotiveerd wordt betwist). Hierbij hangt de relevante (peil)periode waarover dit rendement wordt gemeten af van het tijdstip waarop de eisende belegger zijn aandeel heeft gekocht respectievelijk eventueel heeft verkocht.⁴⁹ Voor de belegger die het litigieuze aandeel tot na het bekend worden van de misleiding heeft aangehouden, betreft de relevante periode het tijdvak gelegen tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van de bekendwording van de misleiding. Voor de belegger die het aandeel tussentijds heeft verkocht, betreft de relevante periode het tijdvak gelegen tussen het tijdstip van aankoop en het tijdstip van verkoop.

Kan worden vastgesteld dat de eisende beleggers in de hypothetische situatie zonder misleiding inderdaad een beter rendement zouden hebben behaald dan zij thans op het litigieuze aandeel hebben behaald, dan staat daarmee vast dat zij als gevolg van de misleiding schade hebben geleden. De omvang van deze schade kan vervolgens gemakkelijk worden vastgesteld door het verschil te nemen tussen enerzijds het koersverlies dat zij thans hebben geleden (of de koerswinst die zij thans hebben behaald) in de *feitelijke situatie met misleiding* en anderzijds het koersverlies dat zij zouden hebben geleden (of de koerswinst die zij zouden hebben behaald) in de *hypothetische situatie zonder misleiding*. Het is vervolgens aan de gedaagde om te beargumenteren (en de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te stellen en – bij betwisting – te bewijzen) dat niet het volledige bedrag van de aldus vastgestelde schade hem op de voet van art. 6:98 BW kan worden toegerekend. Het meest voor de hand liggende verweer dat hij in dit verband kan voeren is dat het door de beleggers gestelde koersverlies primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren), zodat het niet (volledig) voor vergoeding in aanmerking dient te komen. De gedaagde zal hiermee zijn vergoedingsplicht ten minste willen beperken tot het bedrag van de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie.

49. Zie over deze kwestie uitgebreid § 5.5.3.1 *sub a*.

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

In de situatie waarin de eisende beleggers aanvoeren dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht, wordt het processuele debat over de vraag of de misleidende informatie tot koersinflatie heeft geleid dus in beginsel volledig gevoerd in het kader van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. In dat geval is de gehele analyse zoals die volgt uit § 9.4.2 voor de situatie waarin het debat over de koersinvloed van de misleidende informatie in de sleutel staat van het csqn-verband – met wat geringe aanpassingen – van overeenkomstige toepassing, met dien verstande dat de gehele processuele constellatie spiegelbeeldig moet worden bekeken.

2. *Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing*

Bij toepassing van de hoofdregel van art. 150 Rv is het aan de belegger om te stellen en – bij betwisting – te bewijzen dat hij direct (door eigen lezing) of indirect (door af te gaan op een adviseur, berichten in de media en/of opinies in de markt) op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed (zie § 9.3.2.1). De belegger zal met andere woorden inzicht moeten geven in zijn handelen ten tijde van (en voorafgaand aan) de aankoop van het litigieuze aandeel en in de overwegingen die hij destijds had om het aandeel te kopen en in het verlengde daarvan zal hij inzicht moeten geven in de geestestoestand die hij *zou hebben gehad* als de misleiding achterwege zou zijn gebleven. In de praktijk wordt deze bewijslast (ook door professionele beleggers) als zwaar ervaren. Ook de Hoge Raad heeft in het World Online-arrest erkend dat deze bewijslast in de praktijk tot problemen kan leiden.⁵⁰ Deze bewijslast moet dus worden verlicht, omdat anders de met de effectenrechtelijke informatieverplichtingen beoogde bescherming van beleggers illusoir dreigt te worden.

Overigens is deze bewijslastverlichting wat mij betreft alleen maar nodig voor de beleggers die stellen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Ik acht haar niet nodig voor de beleggers die stellen dat zij ook zonder de misleiding het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Voor de laatstgenoemde beleggers is voor het aannemen van causaal verband mijns inziens namelijk niet vereist dat hun beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed.⁵¹ Voor deze beleggers acht ik in beginsel al

50. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1, derde en vierde volzin.

51. Zie § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.

voldoende dat komt vast te staan dat zij als gevolg van de misleiding hun aandeel tegen een geïnflateerde koers hebben gekocht.⁵²

3. *Het verlichten van de bewijslast door middel van toepassing van een feitelijk vermoeden*

Voor het verlichten van de bewijslast van de belegger bij het bewijs van het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing dienen zich verschillende oplossingen aan (zie § 9.3.2.2).⁵³ De meest voor de hand liggende oplossing is mijns inziens het feitelijk of rechterlijk vermoeden (dat ik hierna zal aanduiden met de eerstgenoemde term).⁵⁴ Het feitelijk vermoeden betreft een manier van redeneren waarbij de rechter, tegen de achtergrond van de hem toekomende vrijheid in het kader van de bewijswaardering, op grond van *indirect* bewijs een bepaald feit op voorhand bewezen acht. In de context van het causaal verband betekent het toepassen van een vermoeden dat de rechter uit een of meer hulpfeiten de aanwezigheid van (het door de benadeelde te bewijzen) causaal verband afleidt. In § 9.3.3 heb ik vervolgens drie manieren besproken (en geanalyseerd) waarop het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing kan worden geconstrueerd.

De meest wenselijke manier om het vermoeden te construeren is mijns inziens om op basis van de vaststelling dat de vennootschap *misleidende* informatie heeft verspreid (dan wel een *misleidend* beeld heeft gecreëerd door relevante informatie achter te houden) gevolgd door een verliesgevende transactie van de eisende belegger, behoudens tegenbewijs aan te nemen dat sprake is van causaal verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing van deze belegger (zie § 9.3.3.2). Uit de vaststelling dat de litigieuze informatie voor de *maatman*-belegger *misleidend* was (en daarmee de vaststelling dat jegens de *maatman*-belegger (en daarmee jegens het beleggende publiek *in abstracto*) onrechtmatig is gehandeld), wordt met andere woorden afgeleid dat ook de *individuele* belegger in het concrete geval door de misleidende informatie op het verkeerde been is gezet en zijn beleggingsbeslissing hierdoor is beïnvloed. Dit is in essentie de constructie die de Hoge Raad toepaste in het World Online-arrest⁵⁵ (zie daarover uitgebreid § 9.3.3.2, *sub b*).

52. Om voor schadevergoeding in aanmerking te komen, moeten deze beleggers uiteraard nog wel aantonen dat de door hen betaalde koersinflatie op een zeker moment weer uit de koers is gelopen (en zij toen het aandeel nog niet hadden verkocht).

53. Zie in dit verband ook de verschillende oplossingen die ik heb besproken in § 1.4.

54. Zie over het instrument van het feitelijk vermoeden uitgebreid § 1.4.2.3 *sub b*.

55. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

Twee andere manieren waarop het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing kan worden geconstrueerd, zijn naar voren gebracht in de dissertatie van De Jong.⁵⁶ In § 9.3.3.3 *sub c* heb ik toegelicht waarom deze twee alternatieve constructies in principe niet mijn voorkeur genieten. Kort gezegd komt mijn redenering erop neer dat aan deze constructies nadelen kleven die ze – in vergelijking met mijn voorkeursconstructie – minder geschikt maken als instrument om de bewijslast van de belegger te verlichten. Wel moet echter meteen worden onderkend dat mijn voorkeursconstructie een sterk normatief karakter heeft (zie § 9.3.3.2 *sub b* en § 9.3.3.3 *sub e*).⁵⁷ Louter op basis van algemene ervaringsregels en/of de feiten zoals die zich in werkelijkheid voordoen, is het vermoeden namelijk niet goed te verklaren: het is een feit van algemene bekendheid dat de gemiddelde belegger van een prospectus, gereguleerde informatie of gepubliceerde voorwetenschap geen kennis neemt;⁵⁸ zijn beleggingsbeslissing wordt er dus ook niet door beïnvloed. De grondslag van dit normatieve karakter van het vermoeden moet naar het oordeel van de Hoge Raad worden gevonden in het EU-recht. Dat is althans af te leiden uit het feit dat de Hoge Raad in het World Online-arrest⁵⁹ ter rechtvaardiging van de in dat arrest gehanteerde bewijsconstructie aansluiting zoekt bij het beginsel van effectieve rechtsbescherming zoals dit (volgens hem) voortvloeit uit art. 6 lid 2 van de oude Prospectusrichtlijn⁶⁰ (thans art. 11 lid 2 Prospectusverordening).⁶¹ Anders dan de Hoge Raad suggereert, is voor het aannemen van een vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing wat mij betreft echter geen Europeesrechtelijke grondslag vereist.⁶² Mijns inziens zou het vermoeden ‘gewoon’ kunnen worden aangenomen op grond van normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard, waarbij natuurlijk in de eerste plaats kan worden gedacht aan effectieve rechtsbescherming van beleggers en de zorg voor de effectiviteit van de norm zoals die bestaat naar nationaal recht.

Ik wijs er nog op dat ik in § 9.3.3.4 verschillende verweren heb besproken waarmee de gedaagde het vermoeden van causaal verband tussen de misleiding en beleggingsbeslissing kan (proberen te) weerleggen.

56. Zie De Jong 2010, p. 272-273.

57. Zie over het normatieve karakter van deze constructie ook § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.

58. Aldus HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.3.

59. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1-4.11.2.

60. Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2003, L 345/64).

61. Verordening (EU) 2017/1129 (*PbEU* 2017, L 168/12).

62. Zie in dit verband ook mijn betoog in § 5.4.6 en § 6.2.4.2 *sub c*.

4. Afhankelijk van wat de beleggers kunnen bewijzen, zullen zij (geneigd zijn te) kiezen voor een bepaalde feitelijke grondslag van hun vordering

Naar aanleiding van de discussie over het verlichten van de bewijslast bij het causaal verband tussen de misleiding en beleggingsbeslissing heb ik erop gewezen dat deze bewijsproblematiek in de praktijk een bepaalde procesuele dynamiek zal meebrengen (zie § 9.3.3.3 *sub d*). Daarmee bedoel ik dat afhankelijk van de stellingen die de beleggers denken te kunnen bewijzen en afhankelijk van het bewijsmateriaal waarover zij te dien aanzien kunnen beschikken, zij eerder voor de ene feitelijke grondslag van hun vordering zullen kiezen dan voor de andere feitelijke grondslag. Zo zullen in de situatie waarin niet evident is dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed en de beleggers hun proceskansen ten aanzien van het kunnen aantonen van koersinflatie (om die reden) niet al te rooskleurig inschatten, de beleggers eerder geneigd zijn aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag te leggen dat zij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zouden hebben gekocht. Komt (met behulp van het eerdergenoemde vermoeden) in het processuele debat namelijk vast te staan dat hun beleggingsbeslissing door de misleiding is beïnvloed en zij bij afwezigheid van de misleiding inderdaad van aankoop van het litigieuze aandeel zouden hebben afgezien, dan is bij deze feitelijke grondslag de gedaagde in beginsel als eerste aan zet om aannemelijk te maken dat de door de beleggers gestelde koersschade primair is veroorzaakt door aan de misleiding externe factoren (zoals macro-economische, sectorgerelateerde en/of (met de misleiding geen verband houdende) bedrijfsspecifieke factoren) en niet door de misleidende informatie. Zoals uitgelegd in § 9.2.3, staat dit verweer in principe in de sleutel van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. Is daarentegen wel evident dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed en schatten de beleggers hun proceskansen ten aanzien van het bewijs van koersinflatie dus wel rooskleurig in, dan zullen zij eerder geneigd zijn aan hun vordering tot schadevergoeding ten grondslag te leggen dat zij ook bij afwezigheid het litigieuze aandeel zouden hebben gekocht, maar dan tegen een gunstigere koers. Het voordeel van deze feitelijke grondslag van hun vordering ten opzichte van de eerdergenoemde feitelijke grondslag is dan namelijk dat de beleggers niet te maken krijgen met een processueel debat over de vraag hoe zij hun geld in de hypothetische situatie zonder misleiding zouden hebben belegd en hoe hun vermogenspositie zich in die situatie zou hebben ontwikkeld.

5. Het bewijs van causaal verband tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade c.q. het bewijs van het bestaan van (rechtens relevante) koersschade

Het bewijs van causaal verband (in de zin van het csqn-verband) tussen de misleiding en de door de belegger gestelde koersschade, c.q. het bewijs van het bestaan van (rechtens relevante) koersschade houdt voor de

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*, in dat hij moet aantonen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed, dat hij daardoor het litigieuze aandeel tegen een geïnflateerde koers heeft gekocht en dat hij nog aandeelhouder was toen de misleiding geheel of gedeeltelijk bekend werd en de koersinflatie geheel of gedeeltelijk uit de koers liep (zie § 9.4.2.1). Op het (collectieve) niveau van alle (beweerdelijk) benadeelde beleggers tezamen komt deze bewijsopdracht er in beginsel op neer dat de beleggers moeten aantonen (i) dát de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed en als dat inderdaad het geval was, (ii) *gedurende welke periode* de koers was beïnvloed. Voor zover de beleggers aannemelijk kunnen maken dat de misleiding tot koersinflatie heeft geleid, moeten zij met andere woorden kunnen aantonen wanneer deze koersinflatie is ontstaan en hoe en wanneer deze weer uit de koers is gelopen.

De meest voor de hand liggende manier om aan te tonen dat de koers door de misleidende informatie was beïnvloed (en de eisende beleggers hierdoor een kunstmatig hoge prijs voor het litigieuze aandeel hebben betaald), is door een *event study* uit te voeren rondom het tijdstip waarop de misleiding naar buiten kwam (zie § 9.4.2.2).⁶³ Laat de *event study* zien dat de corrigerende mededeling resulteerde in een *statistisch significante* residuele koersdaling, dan is – statistisch gezien – aannemelijk dat de misleidende informatie de koers inderdaad heeft beïnvloed. Voor de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht en die deze aandelen geheel of gedeeltelijk tot ten minste na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, kan dan worden aangenomen dat zij koersschade hebben geleden die in causaal verband staat met de misleiding. De aansprakelijkheid van de vennootschap jegens – in ieder geval – een deel van de eisende beleggers is daarmee in beginsel gegeven.

Vanuit het perspectief bezien van alle door de misleiding (beweerdelijk) benadeelde beleggers gezamenlijk is het uitvoeren van een *event study* rondom het tijdstip van de corrigerende mededeling echter slechts een eerste stap in het causaliteitsbewijs (zie wederom § 9.4.2.2). Als de uitkomst van de *event study* namelijk is dat de corrigerende mededeling inderdaad een statistisch significante (residuele) koersdaling tot gevolg had, levert dit op geen enkele wijze bewijs op voor de beleggers die hun aandelen reeds voor dat tijdstip hebben verkocht. De koersinflatie die op het moment van de corrigerende mededeling uit de koers liep (en

63. Zie over de *event study* uitgebreid § 8.4.2.

waarvoor de *event study* dus het bewijs heeft geleverd), hebben deze beleggers met hun tussentijdse verkoop namelijk weer terugverdiend. Dat neemt echter niet weg dat ook deze tussentijdse verkopers koersverlies kunnen hebben geleden dat in causaal verband staat met de misleiding. Dat is het geval als – om wat voor reden dan ook – de koersinflatie over het tijdvak van de misleiding is afgenomen. Voor dit laatste rust de bewijslast op de tussentijdse verkopers en voor dit bewijs kunnen zij niet (de uitkomst van) de eerdergenoemde *event study* gebruiken. In § 9.4.2.5 ben ik uitgebreid ingegaan op deze procespositie van de tussentijdse verkopers.

Maar ook als de uitkomst van de *event study* is dat de corrigerende mededeling *niet* resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersdaling, hoeft dat nog niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat de misleidende informatie geen koerseffect heeft gehad. Zo zijn er verschillende scenario's denkbaar waarvoor geldt dat de misleidende informatie de koers wél heeft beïnvloed, maar waarbij – niettegenstaande deze koersinvloed – op het moment van de corrigerende mededeling tóch geen (statistisch significante) koersdaling wordt geobserveerd. Ik verwijs in dit verband naar de scenario's zoals besproken in § 8.4.2.5. Wanneer een koersdaling naar aanleiding van de corrigerende mededeling uitbleef, hoeft dat derhalve *niet* te betekenen dat de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht geen koersverlies hebben geleden dat in causaal verband staat met de misleiding. Het is in deze situatie nog steeds mogelijk dat de eisende beleggers het causaliteitsbewijs rond krijgen, alleen kunnen zij voor dit bewijs dan niet (de uitkomst van) de eerdergenoemde *event study* gebruiken. Dit laatste geldt dan zowel voor de beleggers die hun aandelen tot na de corrigerende mededeling hebben aangehouden, als voor de beleggers die hun aandelen tussentijds hebben verkocht. De procespositie van de eerstgenoemde beleggers in de situatie waarin de corrigerende mededeling niet resulteerde in een statistisch significante (residuele) koersdaling, heb ik uitgebreid besproken en geanalyseerd in § 9.4.2.4. De procespositie die de tussentijdse verkopers in dat geval hebben, is besproken in § 9.4.2.5.

6. De bewijswaardering van de door de beleggers ingebrachte *event study*

Om een *event study* te kunnen uitvoeren, moeten in het kader van de methodologie bepaalde keuzes worden gemaakt en bepaalde aannames en/of veronderstellingen worden gedaan. Daarnaast kan men zowel bij de uitvoering als de interpretatie van de *event study* met bepaalde complicaties (en daaruit voortvloeiende onzekerheden) te maken krijgen. Deze keuzes, aannames/veronderstellingen en complicaties kunnen in het processuele debat een belangrijke rol spelen bij de wijze waarop de rechter de *event study* (als bewijsmiddel) zal waarderen en de bewijswaarde die hij daaraan

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

zal toekennen. In § 9.4.2.3 heb ik een aantal relevante aspecten besproken die in het kader van deze bewijswaardering ter discussie kunnen staan. Achtereenvolgens ben ik ingegaan op de al dan niet efficiëntie van de markt waarop de litigieuze effecten worden verhandeld (§ 9.4.2.3, *sub b*), de keuzes die worden gemaakt in het kader van de methodologie van de *event study* (§ 9.4.2.3, *sub c*) en de complicaties die zich kunnen voordoen bij de uitvoering en interpretatie van de *event study* (§ 9.4.2.3, *sub d*). Ook ben ik (in § 9.4.2.3, *sub e*) kort ingegaan op het (in de praktijk vaak voorkomende) verschijnsel van elkaar tegensprekende deskundigenberichten (de zogenoemde ‘battle of experts’).

7. *Het bewijs van de omvang van de koersschade; (het debat over) de hypothetische koerslijn*

Wanneer eenmaal is vastgesteld dat de door de belegger gestelde koersschade in causaal verband (in de zin van het csqn-verband) staat met de misleiding (of anders gezegd: dat de belegger als gevolg van de misleiding koersschade heeft geleden), moet vervolgens de omvang van deze koersschade worden vastgesteld. Voor de belegger die aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt dat hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *tegen een gunstigere koers* zou hebben gekocht, betekent dit dat moet worden bepaald *welk bedrag* hij als gevolg van de misleiding te veel voor zijn aandelen heeft betaald (zie § 9.4.4.1). Voor deze exercitie kan dankbaar gebruik worden gemaakt van het in de Amerikaanse praktijk ontwikkelde raamwerk van de zogenoemde ‘price line’ en ‘value line’.⁶⁴ In concreto houdt dit in dat eerst het zogenoemde ‘hypothetische koersverloop’ in kaart wordt gebracht, dat wil zeggen het koersverloop zoals zich dat in de hypothetische situatie zonder misleiding zou hebben ontwikkeld en dat vervolgens dit hypothetische koersverloop wordt vergeleken met het koersverloop zoals zich dat in werkelijkheid heeft gerealiseerd. Aldus kan voor ieder tijdstip binnen het tijdvak van de misleiding de koersinflatie worden vastgesteld en al naar gelang het tijdstip van aankoop kan daarna voor iedere benadeelde belegger worden bepaald welk bedrag aan koersinflatie hij (te veel) heeft betaald. Op grond van de hoofdregel van art. 150 Rv mag worden aangenomen dat het in beginsel aan de eisende beleggers is om het hypothetische koersverloop aannemelijk te maken. Dit is ook in lijn met het World-Online-arrest, waarin de Hoge Raad oordeelde dat bij het bewijs van het bestaan en de omvang van de schade in beginsel de gewone regels van stelplicht en bewijslast van toepassing zijn.⁶⁵

64. Zie hierover uitgebreid § 8.4.3-§ 8.4.4.

65. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.3.

In § 9.4.4.2 ben ik uitgebreid ingegaan op het bewijs van – en het processuele debat over – de hypothetische koerslijn. Hierbij heb ik eerst stil gestaan bij de inzet van de verschillende procespartijen bij het processuele debat over het hypothetische koersverloop (§ 9.4.4.2 *sub a*), daarna heb ik aandacht besteed aan de bewijswaardering van het door de eisende beleggers bepleite hypothetische koersverloop en de procespositie van de gedaagde ten aanzien van dit verloop (§ 9.4.4.2 *sub b*) en tot slot ben ik ingegaan op het (in de praktijk vaak voorkomende) verschijnsel van elkaar tegensprekende deskundigenberichten (de zogenoemde ‘battle of experts’) en op het – mede als gevolg hiervan – door de rechter vaststellen van de koersinflatie aan de hand van de voorlichting door een onafhankelijke deskundige (§ 9.4.4.2 *sub c*).

8. Het bewijs van de omvang van de koersschade; de individuele transactieoverzichten

Behoudens het modelleren van de hypothetische koerslijn, is voor het begroten van de schade tevens vereist dat de eisende beleggers inzicht geven in de verschillende aan- en verkooptransacties die zij over het tijdvak van de misleiding in het litigieuze aandeel hebben verricht (zie § 9.4.4.3). In concreto houdt dit in dat iedere belegger individueel moet aantonen hoeveel effecten hij op welk moment in het tijdvak van de misleiding heeft gekocht en ook moet iedere belegger individueel aantonen dat hij deze effecten tot ten minste na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden. Voor zover de eisende belegger in het tijdvak van de misleiding tevens effecten heeft verkocht, moet hij daarnaast laten zien wanneer deze verkooptransacties precies hebben plaatsgevonden. En als de eisende belegger wel kan aantonen op welk moment hij in het tijdvak van de misleiding effecten heeft gekocht, maar hij niet kan (of wil) aantonen dat hij deze effecten tot na de bekendwording van de misleiding heeft aangehouden, mag in het processuele debat mijns inziens in beginsel tot uitgangspunt worden genomen dat deze effecten vrijwel meteen na aankoop weer van de hand zijn gedaan. Voor de laatstgenoemde effecten heeft dan dus in beginsel te gelden dat daarop geen schade is geleden. Wanneer de individuele transactiegegevens eenmaal bekend zijn, is het begroten van de schade per individuele belegger vervolgens eigenlijk een kwestie van ‘simpel boekhouden’.

9. Het betwisten van de toerekenbaarheid van de koersschade en het betwisten van de (omvang van de) schadevergoeding

Als de (omvang van de) door de belegger geleden koersschade eenmaal is vastgesteld, wil dat uiteraard niet zeggen dat het aldus vastgestelde schadebedrag ook meteen (volledig) voor vergoeding in aanmerking komt (zie § 9.4.5.1). De gedaagde heeft namelijk nog verschillende verweren uit hoofde van afdeling 6.1.10 BW tot zijn beschikking om zijn schadevergoedingsverplichting te (laten) verminderen. Zo kan de gedaagde zich onder meer

SLOT: BEVINDINGEN & CONCLUSIES

beroepen op het leerstuk van de redelijke toerekening ex art. 6:98 BW, en aanvoeren dat niet het volledige schadebedrag aan hem kan worden toegerekend. Ook kan de gedaagde zich onder omstandigheden beroepen op het leerstuk van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW en/of het leerstuk van de eigen schuld ex art. 6:101 BW en langs die weg proberen de door hem te betalen schadevergoeding te beperken. In § 9.4.5.2 heb ik eerst de zeven belangrijkste verweren besproken die de gedaagde – onder omstandigheden – kan voeren uit hoofde van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW. In § 9.4.5.3 heb ik daarna de drie belangrijkste situaties besproken waarin de gedaagde zich met succes kan beroepen op het leerstuk van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW. Voor een bespreking van de belangrijkste eigenschuldverweren die de gedaagde in dit verband kan voeren, verwijs ik naar § 5.6.2.

Registers

Aangehaalde literatuur

Abdulmanova e.a. 2020

Abdulmanova e.a., 'The Effect of Investor Attention on Fraud Discovery and Value Loss in Securities Class Action Litigation', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3028224, 2020.

Abreu & Brunnermeier 2003

D. Abreu & M.K. Brunnermeier, 'Bubbles and Crashes', *Econometrica* 2003, p. 173-204.

Adams & Runkle 1997

E.S. Adams & D.E. Runkle, 'Solving a Profound Flaw in Fraud-on-the-Market Theory: Utilizing a Derivative of Arbitrage Pricing Theory to Measure Rule 10b-5 Damages', *University of Pennsylvania Law Review* 1997, p. 1097-1145.

Adler & Lunsingh Scheurleer 2008

D.J.T. Adler & D.F. Lunsingh Scheurleer, 'Stoneridge en WOL', *Onderneming & Financiering* 2008, afl. 2, p. 41-52.

Agrawal & Cooper 2017

Agrawal & T. Cooper, 'Corporate Governance Consequences of Accounting Scandals: Evidence from Top Management, CFO and Auditor Turnover', *Quarterly Journal of Finance* 2017, volume 7, afl. 1.

Akerlof 1970

G.A. Akerlof, 'The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism', *The Quarterly Journal of Economics* 1970, p. 488-500.

Akerlof & Shiller 2009

G.A. Akerlof & R.J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press 2009.

Van den Akker 2001

E. J. A. M. van den Akker, *Beroepsaansprakelijkheid ten opzichte van derden* (diss. Tilburg), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2001.

Akkermans 1997

A.J. Akkermans, *Proportionele aansprakelijkheid bij onzeker causaal verband* (diss. Tilburg), Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1997.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Akkermans 1998

A.J. Akkermans, 'De twee gezichten van inkomensschade bij letsel. Over ontstaansmoment, wettelijke rente en verjaring', in: C.J.M. Klaassen & A.J. Akkermans, *Het moment van ontstaan van schade*, Lelystad: Koninklijke Vermande 1998, p. 45-76.

Akkermans 2000

A.J. Akkermans, 'Theorie en praktijk van proportionele aansprakelijkheid', in: A.J. Akkermans, M. Faure & T. Hartlief (red.), *Proportionele aansprakelijkheid*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2000, p. 85-134.

Akkermans 2002

A.J. Akkermans, *De 'omkeringsregel' bij het bewijs van causaal verband* (oratie Amsterdam VU), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002.

Akkermans 2003

A.J. Akkermans, 'Causaliteit bij letselschade en medische expertise', *Tijdschrift voor Vergoeding Personenschade* 2003, afl. 4, p. 93-104.

Akkermans 2009

A.J. Akkermans, 'Wedden op een uit de race genomen paard: naar een bijzondere bewijsregel voor het bewijs van schade en causaliteit?', in: T. Hartlief & S.D. Lindenbergh (red.), *Tien penne streken over personenschade*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2009, p. 87-105.

Akkermans & Van Dijk 2012

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, afl. 5, p. 157-177.

Akkermans, Faure & Hartlief 2000

A.J. Akkermans, M. Faure & T. Hartlief (red.), *Proportionele aansprakelijkheid*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2000.

Alexander 1994

J.C. Alexander, 'The Value of Securities Class Actions', *UCLA Law Review* 1994, p. 1421-1469.

Allen & Gorton 1993

F. Allen & G. Gorton, 'Churning Bubbles', *The review of Economic Studies* 1993, p. 813-836.

Allen 2007

L. Allen, 'Meeting *Daubert* Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation', *Business Lawyer* 2007, p. 955-969.

Van Andel & Rutten 2008

W.J.M. van Andel & K. Rutten, 'Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 97)*, Deventer: Kluwer 2008, p. 173-188.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Arena & Ferris 2017

M. Arena & S. Ferris, 'A survey of litigation in corporate finance', *Managerial Finance* 2017, p. 4-18.

Armour, Mayer & Polo 2017

J. Armour, C. Mayer & A. Polo, 'Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets', *Journal of Financial and Quantitative analysis* 2017, p. 1429-1448.

Arons, Hijink & Pijls 2009

T.M.C. Arons, J.B.S. Hijink & A.C.W. Pijls, 'Oneerlijke handelspraktijken bij aanbiedingen van obligaties: een never ending story?', *WPNR* 2009, afl. 6821, p. 953-957.

Asquith, Pathak & Ritter 2005

P. Asquith, P.A. Pathak & J.R. Ritter, 'Short interest, institutional ownership and stock returns', *Journal of Financial Economics* 2005, p. 243-276.

Asser 2004

W.D.H. Asser, *Bewijslastverdeling*, Deventer: Kluwer 2004.

Asser 2010

W.D.H. Asser, 'Bewijsrecht', *Tijdschrift voor Civiele Rechtspleging* 2010, afl. 3, p. 85-88.

Asser/Hartkamp 2019 (3-I)

A.S. Hartkamp, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 3. Vermogensrecht algemeen. Deel I. Europees recht en Nederlands vermogensrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Asser/Hijma 2019 (7-I)

J. Hijma, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 7. Bijzondere overeenkomsten. Deel I. Koop en ruil*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Asser/Maeijer & Kroeze 2-I 2021

M.J. Kroeze (m.m.v. H. Beckman, M.A. Verbrugh), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel I. De rechtspersoon*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme (m.m.v. mr. drs. R.G.J. Nowak, mr. T. Saleminck), *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Asser/De Serière 2018 (2-IV)

V.P.G. de Serière, *Asser 2-IV Effectenrecht. Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Asser/Sieburgh 2021 (6-II)

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel II. De verbintenis in het algemeen, tweede gedeelte*, Deventer: Wolters Kluwer 2021.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Asser/Sieburgh 6-IV 2019

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel IV. De verbintenis uit de wet.*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Asser Procesrecht/Asser 3 2017

W.D.H. Asser, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Procesrecht. 3. Bewijs*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Asser Procesrecht/Van Schaick 2 2022

A.C. van Schaick, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. Procesrecht. 2. Eerste aanleg*, Deventer: Wolters Kluwer 2022.

Assink 2012

B.F. Assink, 'Vraagtekens rond afgeleide schade', in: P.J. van der Kost, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder (Onderneming en recht nr. 69)*, Deventer: Kluwer 2012, p. 305-350.

Assink/Slagter 2013 (Deel 1)

B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht (Deel 1)*, Deventer: Kluwer 2013.

Autore, Boulton & Braga-Alves 2015

D.M. Autore, T.J. Boulton & M.V. Braga-Alves, 'Failures to Deliver, Short Sale Constraints, and Stock Overvaluation', *The Financial Review* 2015, p. 143-172.

D'Avolio 2002

G. D'Avolio, 'The market for borrowing stock', *Journal of Financial Economics* 2002, p. 271-306.

Van Baalen 2010

S.B. van Baalen, 'Aansprakelijkheid als gevolg van schending Wft-regels', D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht (Onderneming en recht nr. 57)*, Deventer: Kluwer 2010, p. 1013-1038.

Bajaj e.a. 2014

M. Bajaj e.a., 'Economic Consequences: The Real Costs of U.S. Securities Class Action Litigation', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2404001, 2014.

Bajaj, Mazumdar & McLaughlin 2014

M. Bajaj, S.C. Mazumdar & D.A. McLaughlin, 'Assessing market efficiency for reliance on the fraud-on-the-market doctrine after *Wal-mart* and *Amgen*', *Research in Law & Economics*, p. 161-207.

Baker 2016

Baker, 'Single-Firm Event Studies, Securities Fraud, and Financial Crisis: Problems of Inference', *Stanford Law Review* 2016, p. 1207-1261.

Ball 2009

R. Ball, 'The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?', *Journal of Applied Corporate Finance* 2009, p. 8-16.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Balp & Strampelli 2018

G. Balp & G. Strampelli, 'Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era', *Journal of Law, Technology & Policy* 2018, p. 349-405.

Banerjee 1992

A.V. Banerjee, 'A Simple Model of Herd Behavior', *The Quarterly Journal of Economics* 1992, p. 797-817.

Barbas & Nieuwland 2011

R.P.E. Barbas & E. Nieuwland, 'Inschrijving, boekbuilding en toewijzing', in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek Beursgang (Onderneming en recht nr. 68)*, Deventer: Kluwer 2011, p. 425-448.

Barber, Griffin & Lev 1994

B.M. Barber, P.A. Griffin & B. Lev, 'The Fraud-on-the-Market Theory and the Indicators of Common Stocks' Efficiency', *Journal of Corporation Law* 1994, p. 286-312.

Barber & Odean 2001

B.M. Barber & T. Odean, 'Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment', *The Quarterly Journal of Economics* 2001, p. 261-292.

Barber & Odean 2013

B.M. Barber & T. Odean, 'The Behavior of Individual Investors', in: G.M. Constantinides, M. Harris & R.M. Stultz (red.), *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: Elsevier 2013, chapter 22, p. 1533-1570.

Barber, Odean & Zhu 2009a

B.M. Barber, T. Odean & N. Zhu, 'Do Retail Trades Move Markets?', *The Review of Financial Studies* 2009, p. 151-186.

Barber, Odean & Zhu 2009b

B.M. Barber, T. Odean & N. Zhu, 'Systematic Noise', *Journal of Financial Markets* 2009, p. 548-569.

Barberis e.a. 2018

N. Barberis e.a., 'Extrapolation and Bubbles', *Journal of Financial Economics* 2018, 203-227.

Barberis & Thaler 2003

N. Barberis & R. Thaler, 'A Survey of Behavioral Finance', in: G.M. Constantinides, M. Harris & R.M. Stultz (red.), *The Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: Elsevier 2003, chapter 18, p. 1053-1128.

Bardos, Golec & Harding 2013

K.S. Bardos, J. Golec & J.P. Harding, 'Litigation Risk and Market Reaction to Restatements', *The Journal of Financial Research* 2013, p. 19-42.

Baron, Brogaard & Kirilenko 2012

M. Baron, J. Brogaard & A. Kirilenko, 'The Trading Profits of High Frequency Traders', https://conference.nber.org/confer/2012/MMf12/Baron_Brogaard_Kirilenko.pdf, 2012.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Baron e.a. 2019

M. Baron e.a., Risk and Return in High-Frequency Trading, *Journal of Financial and Quantitative analysis* 2019, p. 993-1024.

Bartlett 2010

R.P. Bartlett, 'Inefficiencies in the Information Thicket: A Case Study of Derivative Disclosures During the Financial Crisis', *Journal of Corporate Law* 2010, p. 1-57.

Bartov, Radhakrishnan & Krinsky 2000

E. Bartov, S. Radhakrishnan & I. Krinsky, 'Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements', *The Accounting Review* 2000, p. 43-63.

Battalio & Schultz 2006

R. Battalio & P. Schultz, 'Options and the Bubble', *The Journal of Finance* 2006, p. 2071-2102.

Beaver 1981

W.H. Beaver, 'Market Efficiency', *The Accounting Review* 1981, p. 23-37.

Bebchuk & Ferrell 2014

L.A. Bebchuk & A. Ferrell, 'Rethinking *Basic*', *The Business Lawyer* 2014, p. 671-697.

Beckman 2012

H. Beckman, 'Quasirisicoaansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen voor financiële verslaggeving', *Ondernemingsrecht* 2012/37, afl. 5, p. 191-197.

Van Bekkum 2020

J. van Bekkum, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen vanwege de jaarrekening', in: J.B.S. Hijink e.a. (red.), *Handboek Jaarrekeningenrecht (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 164)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 1105-1124.

Beneish, Lee & Nichols 2015

M.D. Beneish, C.M.C. Lee & D.C. Nichols, 'In Short Supply: Short-Sellers and Stock Returns', *Journal of Accounting & Economics* 2015, p. 33-57.

Beneish, Marshall & Yang 2017

M.D. Beneish, C.D. Marshall & J. Yang, 'Explaining CEO Retention in Misreporting Firms', *Journal of Financial Economics* 2017, p. 512-535.

Benveniste & Spindt 1989

L.M. Benveniste & P.A. Spindt, 'How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues', *Journal of Financial Economics* 1989, p. 343-361.

Bernal, Herinckx & Szafarz 2014

O. Bernal, A. Herinckx & A. Szafarz, 'Which short-selling regulation is the least damaging to market efficiency? Evidence from Europe', *International Review of Law and Economics* 2014, p. 244-256.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Bernard, Botosan & Philips 1994

V.L. Bernard, C. Botosan & G.D. Philips, 'Challenges to the Efficient Market Hypothesis: Limits to the Applicability of Fraud-on-the-Market Theory', *Nebraska Law Review* 1994, p. 781-806.

Bernard & Seyhun 1997

V.L. Bernard & H.N. Seyhun, 'Does Post-Earnings-Announcement Drift in Stock Prices Reflect A Market Inefficiency? A Stochastic Dominance Approach', *Review of Quantitative Finance and Accounting* 1997, p. 17-34.

Bernard & Thomas 1989

V.L. Bernard & J.K. Thomas, 'Post-earnings-announcement drift: delayed price response or risk premium', *Journal of Accounting Research* 1989, p. 1-36.

Bernard & Thomas 1990

V.L. Bernard & J.K. Thomas, 'Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings', *Journal of Accounting and Economics* 1990, p. 305-340.

Bhagat & Romano 2002a

S. Bhagat & R. Romano, 'Event Studies and the Law: Part I: Technique and Corporate Litigation', *American Law and Economics Review* 2002, p. 141-168.

Bhagat & Romano 2002b

S. Bhagat & R. Romano, 'Event Studies and the Law: Part II: Empirical Studies of Corporate Law', *American Law and Economics Review* 2002, p. 380-423.

Bhattacharya & O'Brien 2015

R.R. Bhattacharya & S.J. O'Brien, 'Arbitrage and Market Efficiency – Applications to Securities Class Actions', *Santa Clara Law Review* 2015, p. 1-22.

Bhushan 1994

R. Bhushan, 'An informational efficiency perspective on the post-earnings announcement drift', *Journal of Accounting and Economics* 1994, p. 45-65.

De Bie Leuveling Tjeenk

J. de Bie Leuveling Tjeenk, 'Het csqn-verband in het financiële aansprakelijkheidsrecht', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2014, afl. 12, p. 317-324.

Bikhchandani, Hirshleifer & Welch 1992

S. Bikhchandani, D. Hirshleifer & I. Welch, 'A Theory of Fads, Custom and Cultural Change as Informational Cascades', *The Journal of Political Economy* 1992, p. 992-1026.

Binder 1998

J.J. Binder, 'The Event Study Methodology Since 1969', *Review of Quantitative Finance and Accounting* 1998, p. 111-137.

Black 2009

B. Black, 'Eliminating Securities Fraud Class Actions Under the Radar', *Columbia Business Law Review* 2009, p. 802-852.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Black 2013

B. Black, 'Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets', *Loyola University Chicago Law Journal* 2013, p.1493-1508.

Blanchard & Watson 1982

O.J. Blanchard & M.W. Watson, 'Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets', NBER Working Paper Series, Working Paper No. 945, July 1982, <https://www.nber.org/papers/w0945>.

Bliss, Partnoy & Furchtgott 2018

B.A. Bliss, F. Partnoy & M. Furchtgott, 'Information Bundling and Securities Litigation', *Journal of Accounting and Economics* 2018, p. 61-84.

Bloembergen 1965

A.R. Bloembergen, *Schadevergoeding bij onrechtmatige daad* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 1965.

Blom 1996

M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de leadmanager* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 1996.

Blomsma, Van Kessel & Scheltema 2010

I.C. Blomsma, L.C.W.M. van Kessel & M.W. Scheltema, 'Bewijs en Causaliteit', in: R.M.A. van der Poel, D.A. Scheenjes & T.B.D. van der Wal (red.), *Causaliteit. Top-down en bottom-up in Nederlands en transnationaal perspectief*, Apeldoorn/Antwerpen: Maklu 2010, p. 13-34.

De Bock 2011

R.H. de Bock, *Tussen waarheid en onzekerheid: over het vaststellen van feiten in de civiele procedure* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2011.

Boertien 1962

C. Boertien, *De civielrechtelijke aansprakelijkheid van de openbare accountant naar Engels en Nederlands recht* (diss. Amsterdam VU), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1962.

Boettrich 2013

S. Boettrich, 'Short Sale Constraints and Market Efficiency in Securities Litigation', *NERA Economic Consulting* 2013.

Boni 2006

L. Boni, 'Strategic delivery failures in U.S. equity markets', *Journal of Financial Markets* 2006, p. 1-26.

Den Boogert 2002

M.W. den Boogert, 'Informatieplichten, prospectus en aansprakelijkheid', in S.E. Eisma (red.), *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002, p. 165-190.

Van Boom 2008

W.H. van Boom, 'Inpassing en handhaving van de Wet oneerlijke handelspraktijken', *Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken* 2008, afl. 1, p. 4-24.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Booth 2004

R.A. Booth, 'Windfall Awards Under PSLRA', *The Business Lawyer* 2004, p. 1043-1055.

Booth 2005

R.A. Booth, 'Who Should Recover What in a Securities Fraud Class Action?', <http://ssrn.com/abstract=683197>, 2005.

Booth 2012

R.A. Booth, 'Class Conflict in Securities Fraud Litigation', *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 2012, p. 701-774.

Booth 2013

R.A. Booth, 'The Two Faces of Materiality', *Delaware Journal of Corporate Law* 2013, p. 517-570.

Booth 2015

R.A. Booth, 'What Counts as Price Impact for Securities Fraud Purposes?', *Virginia Law & Business Review* 2015, p. 37-61.

Bowman 1983

R.G. Bowman, 'Understanding and Conducting Event Studies', *Journal of Business Finance & Accounting* 1983, p. 561-584.

Bras 2006

A.D.M. Bras, 'Verleden, heden en toekomst van artikel 2:150 BW', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 73-86.

Bratton & Wachter 2011

W.W. Bratton & M.L. Wachter, 'The Political Economy of Fraud on the Market', *University of Pennsylvania Law Review* 2011, p. 2-78.

Brav & Heaton 2003

A. Brav & J.B. Heaton, 'Market Indeterminacy', *Journal of Corporation Law* 2003, p. 517-539.

Brav & Heaton 2015

A. Brav & J.B. Heaton, 'Event Studies in Securities Litigation: Low Power, Confounding Effects, and Bias', *Washington University Law Review* 2015, p. 583-614.

Brav & Lehavy 2003

A. Brav & R. Lehavy, 'An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics', *The Journal of Finance* 2003, p. 1933-1965.

Brealey, Myers & Allen 2020

R.A. Brealey, S.C. Myers & F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill Education 2020, thirteenth edition.

Broeders e.a. 2016

D. Broeders e.a., 'Kudgedrag onder Nederlandse pensioenfondsen', *Economisch Statistische Berichten* 2016, p. 436-439.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Broekhuizen 2016

K.W.H. Broekhuizen, *Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht* (diss. Amsterdam UvA), Den Haag: Boom juridisch 2016.

Broekhuizen 2018

K.W.H. Broekhuizen, *Markten, mensen en zorgvuldigheid* (oratie Rotterdam), Den Haag: Boom juridisch 2018.

Brogaard, Hendershott & Riordan 2014

J. Brogaard, T. Hendershott & R. Riordan, 'High Frequency Trading and Price Discovery', *The Review of Financial Studies* 2014, p. 2267-2305.

Brogaard e.a. 2018

J. Brogaard e.a., 'High Frequency Trading and Extreme Price Movements', *Journal of Financial Economics* 2018, p. 253-265.

Brogaard & Garriot 2019

J. Brogaard & C. Garriot, High-Frequency Trading Competition, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2019, p. 1469-1497.

Brooks 2014

C. Brooks, *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press 2014, third edition.

Brooks & Hu 2013

J.B. Brooks & G. Hu, 'Emerging Issues in Evaluating Market Efficiency: Part 2 – Analyst Coverage in the 21st Century', *Law 360, Securities and Class Action Expert Analysis sections*, July 2013.

Brown 2011

S.J. Brown, 'The Efficient Markets Hypothesis: The Demise of the Demon of Chance?', *Accounting & Finance* 2011, p. 79-95.

Brown & Warner 1985

S.J. Brown & J.B. Warner, 'Using Daily Stock Returns', *Journal of Financial Economics* 1985, p. 3-31.

Brown, Wei & Wermers 2014

N. Brown, K.D. Wei & R. Wermers, 'Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices', *Management Science* 2014, p. 1-20.

Bruegger & Dunbar 2009

E. Bruegger & F.C. Dunbar, 'Estimating financial fraud damages with response coefficients', *The Journal of Corporation Law* 2009, p. 11-69.

Brunner 1981a

C.J.H. Brunner, 'Causaliteit en toerekening van schade (I)', *Verkeersrecht* 1981, afl. 10, p. 210-217.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Brunner 1981b

C.J.H. Brunner, 'Causaliteit en toerekening van schade (II)', *Verkeersrecht* 1981, afl. 11, p. 233-236.

Busch 2012

D. Busch, 'Waarom moeilijk doen als het makkelijk kan?', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2012, afl. 3, p. 59.

Busch 2014 (Mon. BW B8)

D. Busch, *Vermogensbeheer (Monografieën BW, nr. B8)*, Deventer: Kluwer 2014.

Busch 2015

D. Busch, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten (Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2015) (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 130)*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Busch 2016

D. Busch, 'MiFID II: Regulating High Frequency Trading, Other Forms of Algorithmic Trading and Direct Electronic Market Access', *Law and Financial Markets Review* 2016, p. 72-82.

Busch 2018

D. Busch, 'Civielrechtelijke gevolgen van een schending van de verordening marktmisbruik', in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmisbruik (Onderneming en recht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018 (derde druk), p. 475-508.

Busch 2019

D. Busch, 'De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2019, afl. 11, p. 565-584.

Busse & Green 2002

J.A. Busse & T.C. Green, 'Market efficiency in real time', *Journal of Financial Economics* 2002, p. 415-437.

Campbell, Lo & MacKinlay 1997

J.Y. Campbell, A.W. Lo, & A.C. MacKinlay, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press 1997.

Carney 1989

W.J. Carney, 'The limits of Fraud on the Market Doctrine', *The Business Lawyer* 1989, p. 1259-1292.

Caskey 2014

J. Caskey, 'The Pricing Effects of Securities Class Action Lawsuits and Litigation Insurance', *Journal of Law, Economics, and Organization* 2014, p. 493-529.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Casper 2011

M. Casper, 'The Significance of the Law of Tort with the Example of the Civil Liability for Erroneous ad hoc Disclosure', in: R. Schulze (red.), *Compensation of Private Losses. The Evolution of Torts in European Business Law*, München: Sellier European Law Publishers 2011, p. 91-114.

Castermans & Den Hollander 2013

A.G. Castermans & P.W. den Hollander, 'Omgaan met onzekerheid', *NTBR* 2013/21, afl. 5, p. 185-195.

CFA Institute 2020

CFA Institute, *Corporate Finance and Equity* (CFA Program Curriculum 2020, Level I, Volume 4).

CFA Institute 2020

CFA Institute, *Equity* (CFA Program Curriculum 2020, Level II, Volume 4).

Chan, Jegadeesh & Lakonishok 1996

L.K.C. Chan, N. Jegadeesh & J. Lakonishok, 'Momentum Strategies', *The Journal of Finance* 1996, p. 1681-1713.

Chang e.a. 2017

T.Y. Chang e.a., 'Being surprised by the Unsurprising: Earnings Seasonality and Stock Returns', *The Review of Financial Studies*, p. 281-323.

Chava e.a. 2010

S. Chava e.a. 'implications of securities class actions for cost of equity capital', *International Journal of Law and Management* 2010, p. 144-161.

Chen e.a. 2014

H. Chen e.a., 'Wisdom of Crowds: The Value of Stock Opinions Transmitted Through Social Media', *The Review of Financial Studies* 2014, p. 1367-1403.

Chen, Hong & Stein 2002

J. Chen, H. Hong & J.C. Stein, 'Breadth of ownership and stock returns', *Journal of Financial Economics* 2002, p. 171-205.

Chevalier & Ellison 1999

J. Chevalier & G. Ellison, 'Career Concerns of Mutual Fund Managers', *The Quarterly Journal of Economics* 1999, p. 389-432.

Choi & Pritchard 2003

S.J. Choi & A.C. Pritchard, 'Behavioural Economics and the SEC', *Stanford Law Review* 2003, p. 1-73.

Choi & Pritchard 2005

S.J. Choi & A.C. Pritchard, *Securities Regulation. Cases and Analysis*, New York: Thomson/Foundation Press 2005, first edition.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Choi & Pritchard 2016

S.J. Choi & A.C. Pritchard, 'SEC Investigations and Securities Class Actions: An Empirical Comparison', *Journal of Empirical Legal Studies* 2016, p. 27-49.

Choi & Pritchard 2019

S.J. Choi & A.C. Pritchard, *Securities Regulation. Cases and Analysis*, New York: West Academic 2019, fifth edition.

Chordia, Roll & Subrahmanyam 2005

T. Chordia, R. Roll & A. Subrahmanyam, 'Evidence on the speed of convergence to market efficiency', *Journal of Financial Economics* 2005, p. 271-292.

Chu, Hirshleifer & Ma 2020

Y. Chu, D. Hirshleifer & L. Ma, 'The Causal Effect of Limits to Arbitrage on Asset Pricing Nomalities', *The Journal of Finance* 2020, p. 2631-2672.

Coffee 2005

J.C. Coffee, 'Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo', *The Business Lawyer* 2005, p. 533-548.

Coffee 2006

J.C. Coffee, 'Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation', *Columbia Law Review* 2006, p. 1534-1586.

Coffee, Sale & Whitehead 2021

J.C. Coffee, H.A. Sale & C.K. Whitehead, *Securities Regulation. Cases and Analysis*, New York: West Academic 2021, fourteenth edition.

Cohen 1989

B.D. Cohen, 'Dredging the Shores Doctrine: Trends in the Fraud-on-the-Market theory in the New Issues Context', *Georgia Law Review* 1989, p.731-762.

Cohen, Malloy & Pomorski 2012

L. Cohen, C. Malloy & L. Pomorski, 'Decoding Inside Information', *The Journal of Finance* 2012, p. 1009-1043.

Cootner 1967

P.H. Cootner (red.), *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge, Massachusetts: M.I.T. Press 1967.

Cornell 2011

B. Cornell, 'Market Efficiency and Securities Litigation: Implications of the Appellate Decisions in Thane', *Virginia Law & Business Review* 2011, p. 237-255.

Cornell 2014

B. Cornell, 'How Efficient is Sufficient: Securities Litigation post Halliburton', <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2014/08/How-Efficient-is-Sufficient.pdf>, 2014.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Cornell & Morgan 1990

B. Cornell & R.G. Morgan, 'Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases', *UCLA Law Review* 1990, p. 883-924.

Cornell & Roll 1981

B. Cornell & R. Roll, 'Strategies for Pairwise Competitions in Markets and Organizations', *The Bell Journal of Economics* 1981, p. 201-213.

Cornell & Rutten 2006

B. Cornell & J.C. Rutten, 'Market Efficiency, Crashes, and Securities Litigation', *Tulane Law Review* 2006, p. 443-471.

Cornell & Rutten 2009

B. Cornell & J. C. Rutten, 'Collateral Damage and Securities Litigation', *Utah Law Review* 2009, p. 717-747.

Corrado 2011

C.J. Corrado, 'Event studies: A methodology review', *Accounting & Finance* 2011, p. 207-234.

Coughlin, Isaacson & Daley 2005

P.J. Coughlin, E.A. Isaacson & J.D. Daley, 'What's Brewing in *Dura v. Broudo*? The Plaintiff's Attorneys Review the Supreme Court's Opinion and its Import for Securities-Fraud Litigation' *Loyola University Chicago Law Journal* 2005, p. 1-42.

Couture 2016

W.G. Couture, 'Price Impact Possibilities', *Securities Regulation Law Journal* 2016, p. 255-281.

Cox 2013a

J.D. Cox, 'Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on *Amgen*', *Vanderbilt Law Review* 2013, p. 1719-1753.

Cox 2013b

J.D. Cox, 'Fraud on the Market After *Amgen*', *Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy* 2013, p. 101-130.

Cox 2016

R.L.M. Cox, 'Proportionele aansprakelijkheid versus kansverlies – Tussen dogmatiek en praktijk', *NTBR* 2016/40, afl. 9, p. 271-279.

Cristian, Shapiro & Whalen 2006

J.W. Christian, R. Shapiro & J.P. Whalen, 'Naked Short Selling: How Exposed are Investors?', *Houston Law Review* 2006, p. 1033-1090.

Croiset Van Uchelen 2007

A.R.J. Croiset van Uchelen, 'World Online, haar banken en de *four corners of the prospectus*. Een analyse van het arrest van het Hof Amsterdam inzake VEB/WOL', *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2007, afl. 5, p. 204-212.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Cumming & Johan 2013

D. Cumming & S. Johan, 'Listing Standards and Fraud', *Managerial and Decision Economics* 2013, p. 451-470.

Davies 2010

P. Davies, 'Liability for misstatements to the market', *Capital Markets Law Journal* 2010, afl. 4, p. 443-451.

Demanovich 2014

L.A. Demanovich, 'Holding out for a Change: Why North Carolina Should Permit Holder Claims', *North Carolina Law Review* 2014, p. 988-1011.

Demper & Schoonewille 2010

S.N. Demper & M.T.G. Schoonewille, 'Naar de beurs anno 2010', *Onderneming & Financiering* 2010, afl. 3, p. 32-50.

Deng, Willis & Xu 2013

S. Deng, R. Willis & L. Xu, 'Shareholder Litigation, Reputational Loss, and Bank Loan Contracting', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2013, p. 1101-1132.

Dennin 2001

P.J. Dennin, 'Which Came First, the Fraud or the Market: Is the Fraud-Created-the-Market Theory Valid under Rule 10B-5?', *Fordham Law Review* 2001, p. 2611-2654.

Desai, Hogan & Wilkins 2006

H. Desai, C.E. Hogan & M.S. Wilkins, 'The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatements and Management Turnover', *The Accounting Review* 2006, p. 83-112.

Deskundigenrapport Fortis-schikking 2016

Analysis Group, Inc., Marc van Audenrode, *Economic Expertise regarding the Proposed Settlement between Claimants' Organizations and Ageas SA/NV*, 20 mei 2016.

Dickey & Mayer 1996

J.C. Dickey & M.K. Mayer, 'Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment', *The Business Lawyer* 1996, p. 1203-1219.

Van Dijk 2000

Chr. H. Van Dijk, 'Onzeker causaal verband in de rechtspraak', in: A.J. Akkermans, M. Faure & T. Hartlief (red.), *Proportionele aansprakelijkheid*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2000, p. 27-42.

Van Dijk 2006

Chr. H. van Dijk, 'HR, 31-03-2006, nr. C04/303HR: Nefalit/Karamus', *NTBR* 2006/44, afl. 7, p. 294-306.

Van Dijk 2013

Chr. H. van Dijk, 'Causale perikelen: het is moeilijk en zal moeilijk blijven', *Tijdschrift voor Vergoeding Personenschade* 2013, afl. 5, p. 61-84.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Van Dijk 2015

Chr. H. van Dijk, 'Voordeelstoerekening', in: U. Magnus & Chr. H. van Dijk, *Voordeels-toerekening naar Duits en Nederlands recht*, Preadvies Vereniging voor Aansprakelijkheids- en Schadevergoedingsrecht (VASR), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 23-74.

Dijkshoorn 2011

W. Dijkshoorn, 'De leer van de redelijke toerekening: back to the eighties', *AV&S* 2011/30, afl. 6, p. 257-268.

Dijkshoorn & Lindenbergh 2010

W. Dijkshoorn & S.D. Lindenbergh, 'Schadebegroting, bewijs en waardering', *Ars Aequi* 2010, afl. 7/8, p. 538-542.

Dolgoff 2014

Dolgoff, 'Halliburton v. Erica P. John Fund: Potential impacts on expert analysis', *CRA Insights: Financial Markets*, Charles River Associates 2014.

Dolgoff & Duarte-Silva 2013

Dolgoff & T. Duarte-Silva, 'Event studies using forward-looking information', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2215096, 2013.

Dolgoff & Duarte-Silva 2014

Dolgoff & T. Duarte-Silva, 'Price impact of disclosures before, during, or after a trading day: Implications for event studies', *CRA Insights: Financial Markets*, Charles River Associates 2014.

Dontoh, Ronen & Sarath 2003

Dontoh, J. Ronen & B. Sarath, 'On the Rationality of the Post-Announcement Drift', *Review of Accounting Studies* 2003, p. 69-104.

Dove, Heath & Heaton 2019

T. Dove, D. Heath & J.B. Heaton, 'Bias-Corrected Estimation of Price Impact in Securities Litigation', *American Law and Economics Review* 2019, p. 184-208.

Vandendriessche 2011

E. Vandendriessche, "'Fraud-on-the-market": Een causaliteitstheorie inzake beleggersverliezen', *Tijdschrift voor Privaatrecht* 2011, afl. 2, p. 277-347.

Duarte-Silva & Tripolski Kimel 2014

T. Duarte-Silva & M. Tripolski Kimel, 'Testing excess returns on event days: Log returns vs. dollar returns', *Finance Research Letters* 2014, p. 173-182.

Dunbar & Heller 2006

F.C. Dunbar & D. Heller, 'Fraud on the Market Meets Behavioral Finance', *Delaware Journal of Corporate Law* 2006, p. 455-532.

Dunbar & Mayer 2006

F.C. Dunbar & M.K. Mayer, 'Dura and the New Vocabulary of Litigation under Rule 10b-5', *NERA Economic Consulting* 2006.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Dunbar & Sen 2009

F.C. Dunbar & A. Sen, 'Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class Action Lawsuits', *Wisconsin Law Review* 2009, p. 199-242.

Duyvensz 2010

J.H. Duyvensz, 'Vergoedbaarheid van transactieschade op grond van onrechtmatige daad', *WPNR* 2010, afl. 6855, p. 659-664.

Van Dyck 2009

T. van Dyck, *De geharmoniseerde prospectusplicht: kritische analyse van de geharmoniseerde prospectusplicht in de Prospectusrichtlijn 2003/71/EG en haar omzettingen in België, Nederland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland* (diss. KU Leuven 2009), Brugge: Die Keure 2010.

Dyck, Morse & Zingales 2013

Dyck, A. Morse & L. Zingales, 'How Pervasive is Corporate Fraud?', <https://ssrn.com/abstract=2222608>, 2013.

Dyl 1999

E.A. Dyl, 'Estimating Economic Damages in Class Action Securities Fraud Litigation', *Journal of Forensic Economics* 1999, p. 1-11.

Eisenhofer, Jarvis & Banko 2004

J.W. Eisenhofer, G.C. Jarvis & J.R. Banko, 'Securities Fraud, Stock Price Evaluation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation', *The Business Lawyer* 2004, p. 1419-1445.

Eisma 2007

S.E. Eisma, 'Het doel van de Wft: een juridische benadering', in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht (Onderneming en recht nr. 40)*, Deventer: Kluwer 2007, p. 23-34.

Engelberg, Reed & Ringgenberg 2012

J.E. Engelberg, A.V. Reed & M.C. Ringgenberg, 'How are shorts informed? Short sellers, news, and information processing', *Journal of Financial Economics* 2012, p. 260-278.

Erenburg e.a. 2011

G. Erenburg e.a., 'The Paradox of "Fraud-on-the-Market Theory": Who Relies on the Efficiency of Market Prices?', *Journal of Empirical Legal Studies* 2011, p. 260-303.

Evans e.a. 2009

R.B. Evans e.a., 'Failure Is an Option: Impediments to Short Selling and Option Prices', *The Review of Financial Studies* 2009, p. 1955-1980.

Fabozzi, Focardi & Jonas 2011

F.J. Fabozzi, S.M. Focardi & C. Jonas, 'High-Frequency Trading: Methodologies and Market Impact', *Review of Futures Markets* 2011, p. 7-38.

Fama 1965

E.F. Fama, 'The Behavior of Stock-Market Prices', *The Journal of Business* 1965, p. 34-105.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Fama e.a. 1969

E.F. Fama e.a., 'The Adjustment of Stock Prices to New Information', *International Economic Review* 1969, p. 1-21.

Fama 1970

E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', *The Journal of Finance* 1970, p. 383-417.

Fama 1991

E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: II', *The Journal of Finance* 1991, p. 1575-1617.

Fang, Jacobsen & Qin 2014

J. Fang, B. Jacobsen & Y. Qin, 'Predictability of the Simple Technical Trading Rules: An Out-of-Sample Test', *Review of Financial Economics* 2014, p. 30-45.

Faure 2000

M. Faure, 'Het verlies van een kans in België', in: A.J. Akkermans, M. Faure & T. Hartlief (red.), *Proportionele aansprakelijkheid*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2000, p. 161-196.

Feitzinger & Rozen 2014

K. Feitzinger & A. Rozen, 'Halliburton II and the Importance of Economic Analysis Prior to Class Certification', *Cornerstone Research* 2014.

Ferrell & Roper 2015

Ferrell & A. Roper, 'Price Impact, Materiality, and Halliburton II', *Washington Law Review* 2015, p. 553-582.

Ferrell & Saha 2007

Ferrell & A. Saha, 'The loss causation requirement for Rule 10b-5 causes-of action, the implication of Dura Pharmaceuticals v. Broudo', *The Business Lawyer* 2007, p. 163-186.

Ferrell & Saha 2009

Ferrell & A. Saha, 'Securities Litigation and the Housing Market Downturn', *The Journal of Corporation Law* 2009, p. 97-122.

Ferrell & Saha 2012

Ferrell, 'Forward-Casting 10b-5 Damages: A Comparison to Other Methods', *The Journal of Corporation Law* 2012, p. 365-386.

Ferrillo, Dunbar & Tabak 2004

P.A. Ferrillo, F.C. Dunbar & D. Tabak, 'The "Less Than" Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from the Plaintiffs in Fraud-on-the-Market Cases', *St. John's Law Review* 2004, p. 81-129.

Finnerty & Pushner 2003

J. Finnerty & G. Pushner, 'An Improved Two-Trader Model for Measuring Damages in Securities Fraud Class Actions', *Stanford Journal of Law & Business*, 2003, p. 213-264.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Fisch 2013

J.E. Fisch, 'The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton' *Washington University Law Review* 2013, p. 895-932.

Fisch, Gelbach & Klick 2018

J.E. Fisch, J.B. Gelbach & J. Klick, 'The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation', *Texas Law Review* 2018, p. 553-618.

Fischel 1989

D.R. Fischel, 'Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory', *Cornell Law Review* 1989, p. 907-922.

Fisher 1980

F.M. Fisher, 'Multiple Regression in Legal Proceedings', *Columbia Law Review* 1980, p. 702-736.

Fisher 1997

W.O. Fisher, 'The Analyst-Added Premium as a Defense in Open Market Securities Fraud Cases', *The Business Lawyer* 1997, p. 35-64.

Fisher 2005

W.O. Fisher, 'Does the Efficient Market Theory Help Us Do Justice in a Time of Madness?', *Emory Law Journal* 2005, p. 843-978.

Fox 1997

M.B. Fox, 'Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era', *Washington University Law Quarterly* 1997, p. 903-918.

Fox 1999

M.B. Fox, 'Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment', *Virginia Law Review* 1999, p. 1335-1419.

Fox 2005a

M.B. Fox, 'Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions', *The Business Lawyer* 2005, p. 507-532.

Fox 2005b

M.B. Fox, 'Understand Dura', *The Business Lawyer* 2005, p. 1547-1576.

Fox 2009a

M.B. Fox, 'Civil Liability and Mandatory Disclosure', *Columbia Law Review* 2009, p. 237-308.

Fox 2009b

M.B. Fox, 'Why Civil Liability for Disclosure Violation When Issuers Do Not Trade?', *Wisconsin Law Review* 2009, p. 297-332.

Fox 2015

M.B. Fox, 'Halliburton II: It all Depends on what Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price', *The Business Lawyer* 2015, p. 437-464.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Fox, Fox & Gilson 2013

E.G. Fox, M.B. Fox & R.J. Gilson, 'Idiosyncratic Risk during Economic Downturns: Implications for the Use of Event Studies in Securities Litigation', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2314058, 2013.

Fox, Fox & Gilson 2016

E.G. Fox, M.B. Fox & R.J. Gilson, 'Economic Crisis and the Integration of Law and Finance: The Impact of Volatility Spikes', *Columbia Law Review* 2016, p. 325-408.

Fox, Glosten & Rauterberg 2015

M.B. Fox, L.R. Glosten & G.V. Rauterberg, 'The New Stock Market: Sense and Nonsense', *Duke Law Journal* 2015, p. 191-277.

Francis 2009

S. Francis, 'Meet Two-Face: the Dualistic Rule 10b-5 and the Quandary of Offsetting Losses by Gains', *Fordham Law Review* 2009, p. 3045-3094.

Franx 2004

J.P. Franx, 'Prospectusaansprakelijkheid en de nieuwe Europese Prospectusrichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2004/91, afl. 7, p. 259-266.

Franx 2005

J.P. Franx, 'Het aanvullend prospectus na implementatie van de Prospectusrichtlijn: een civielrechtelijke stoorzender bij boekbuilding?', *Ondernemingsrecht* 2005/152, afl. 13, p. 343-440.

Franx 2015

J.P. Franx, 'Effectieve rechtsbescherming van beleggers', in: B.F. Assink e.a. (red.), *De toekomst van het ondernemingsrecht. Het ondernemingsrecht van de toekomst (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 99)*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 97-114.

Franx 2017

J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (Serie Recht en Praktijk nr. FR15), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Fry 2008

M.L. Fry, 'Pleading and Proving Loss Causation in Fraud-on-the-Market-Based Securities Suits Post-Dura Pharmaceuticals', *Securities Regulation Law Journal* 2008, p. 31-89.

Fumerton 2006

R.A. Fumerton, 'Market Overreaction and Loss Causation', *The Business Lawyer* 2006, p. 89-101.

Furchtgott & Partnoy 2015

M. Furchtgott & F. Partnoy, 'Disclosure Strategies and Shareholder Litigation Risk. Evidence From Restatements', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2585267, 2015.

Galley e.a. 2014

C.J. Galley e.a., 'Limiting Rule 10b-5 Damages Claims', *Cornerstone Research* 2014.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Gande & Lewis 2009

Gande & C.M. Lewis, 'Shareholder-Initiated Class Action Lawsuits: Shareholder Wealth Effects and Industry Spillovers', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2009, p. 832-850.

Gelbach, Helland & Klick 2009

J.B. Gelbach, E. Helland & J. Klick, 'Does Dura Matter? Loss Causation and the Implications of *Dura Pharmaceuticals v. Broudo*', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1442026, 2009.

Gelbach, Helland & Klick 2013

J.B. Gelbach, E. Helland & J. Klick, 'Valid Inference in Single-Firm, Single-Event Studies', *American Law and Economics Review* 2013, p. 495-541.

Gerding 2006

E.F. Gerding, 'The Next Epidemic: Bubbles and the Growth and Decay of Securities Regulation', *Connecticut Law Review* 2006, p. 393-453.

Giesen 1999

Giesen, *Bewijslastverdeling bij beroepsaansprakelijkheid*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999.

Giesen 2001

Giesen, *Bewijs en aansprakelijkheid. Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de bewijslast, de bewijsvoeringslast, het bewijsrisico en de bewijsrisico-omkering in het aansprakelijkheidsrecht* (diss. Tilburg), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2001.

Giesen 2008

Giesen, 'De proportionele benadering in het aansprakelijkheidsrecht', in: T.F.E. Tjong Tjin Tai & I. Giesen, *Proportionele tendensen in het verbintenissenrecht. Een rechtsgeleerde dialoog*, Preadvis voor de Vereniging voor Burgerlijk recht 2008, Deventer: Kluwer 2008, p. 53-110.

Giesen 2009

Giesen, 'De aantrekkingskracht van Loreley', in: T. Hartlief en S.D. Lindenbergh (red.), *Tien penne streken over personenschade*, Den Haag: Sdu Uitgevers, 2009, p. 69-86.

Giesen 2010

Giesen, 'Effectieve rechtsbescherming en causaliteit', *AV&S* 2010/17, afl. 4, p. 127-128.

Giesen 2011

Giesen, '(Dis)Proportionele aansprakelijkheid', *NTBR* 2011/19, afl. 4, p. 149-150.

Giesen & Maes 2014

Giesen & K. Maes, 'Omgaan met bewijsnood bij de vaststelling van het causaal verband in geval van verzuimde informatieplichten', *NTBR* 2014/27, afl. 6, p. 219-232.

Gilson & Black 1993

R.J. Gilson & Bernard S. Black, *(Some of) the Essentials of Finance and Investment*, Westbury, New York: The Foundation Press, Inc. 1993.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Gilson & Kraakman 1984

R.J. Gilson & R.H. Kraakman, 'The Mechanisms of Market Efficiency', *Virginia Law Review* 1984, p. 549-643.

Gilson & Kraakman 2003

R.J. Gilson & R.H. Kraakman, 'The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias', *The Journal of Corporation Law* 2003, p. 715-742.

Gilson & Kraakman 2014

R.J. Gilson & R.H. Kraakman, 'Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs', *Virginia Law Review* 2014, p. 314-375.

Giltjes & Pijls 2020

M.J. Giltjes & A.C.W. Pijls, 'The Subtle Relationship between Paragraphs 1, 4, 7 and 8 of Article 17 of the Market Abuse Regulation', *Capital Markets Law Journal* 2020, afl. 4, p. 474-488.

Van Ginneken 2003

M.J. van Ginneken, 'De "Sarbanes-Oxley Act of 2002": het Amerikaanse antwoord op Enron (I)', *Ondernemingsrecht* 2003, afl. 3, p. 63-70.

Van Ginneken 2004

M.J. van Ginneken, 'De "Sarbanes-Oxley Act of 2002": het Amerikaanse antwoord op Enron (II)', *Ondernemingsrecht* 2004, afl. 5, p. 150-157.

Van Ginneken 2006

M.J. van Ginneken, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 151-165.

Goetzmann, Kim & Shiller 2016

W.N. Goetzmann, D. Kim & R.J. Shiller, 'Crash Beliefs From Investor Surveys', <https://ssrn.com/abstract=2750638>, 2016.

Gold, Korman & Nabi 2017

K.L. Gold, E. Korman & A. Nabi, 'Federal Securities Acts and Areas of Expert Analysis', in: R.L. Weil, D.G. Lentz & E.A. Evans (red.), *Litigation Services Handbook: The Role of the Financial Expert*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2017, Chapter 27.

Gordon & Kornhauser 1985

J.N. Gordon & L.A. Kornhauser, 'Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research', *New York University Law Review* 1985, p. 761-849.

Goshen & Parchomovsky 2005

Z. Goshen & G. Parchomovsky, 'The Essential Role of Securities Regulation', *Duke Law Journal* 2005, p. 711-782.

Greenberg & Wolfe 2014

R.B. Greenberg & Z. Wolfe, 'Halliburton II: Supreme Court Clarifies Longstanding Securities Fraud Class Certification Issue', *Texas Journal of Business Law* 2014, p. 17-35.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Greenwood, Shleifer & You 2019

R. Greenwood, A. Shleifer & Y. You, 'Bubbles for Fama', *Journal of Financial Economics* 2019, p. 20-43.

Grier 1999

P. Grier, 'A Methodology for the Calculation of Section 11 Damages', *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 1999, p. 99-120.

Griffin & Tversky 1992

D. Griffin & A. Tversky, 'The weighing of evidence and the determinants of confidence', *Cognitive Psychology* 1992, p. 411-435.

Groene Serie Schadevergoeding (Lindenbergh), art. 6:95 BW

S.D. Lindenbergh, 'Schade en schadevergoeding', in: A.T. Bolt (red.), *Groene Serie Schadevergoeding*, Deventer: Wolters Kluwer.

Groene Serie Schadevergoeding (Lindenbergh), art. 6:96 BW

S.D. Lindenbergh, 'Vermogensschade', in: A.T. Bolt (red.), *Groene Serie Schadevergoeding*, Deventer: Wolters Kluwer.

Groene Serie Schadevergoeding (Lindenbergh), art. 6:97 BW

S.D. Lindenbergh, 'Begroting van schade', in: A.T. Bolt (red.), *Groene Serie Schadevergoeding*, Deventer: Wolters Kluwer.

Groene Serie Schadevergoeding (Boonekamp), art. 6:98 BW

R.J.B. Boonekamp, 'Causaal verband', in: A.T. Bolt (red.), *Groene Serie Schadevergoeding*, Deventer: Wolters Kluwer.

De Groot 2012

G. de Groot, *Civiel deskundigenbewijs (Monografieën Burgerlijk Procesrecht)*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2012.

De Groot & Akkermans 2007

G. de Groot & A.J. Akkermans, 'Schadevaststelling, bewijslastverdeling en deskundigenbericht', *NTBR* 2007/72, afl. 10, p. 501-509.

Gross 2015

M.I. Gross, 'The Road Map For Class Certification Post-Halliburton II', *Loyola University Chicago Law Journal*, p. 485-501.

Grossmann & Stiglitz 1980

S.J. Grossmann & J.E. Stiglitz, 'On the Impossibility of Informationally Efficient Markets', *The American Economic Review* 1980, p. 393-408.

Grundfest 2014

J.A. Grundfest, 'Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act', *The Business Lawyer* 2014, p. 307-383.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Grundfest 2015

J.A. Grundfest, 'Morrison, the Restricted Scope of Securities Act Section 11 Liability, and Prospects for Regulatory Reform', *The Journal of Corporation Law* 2015, p. 1-69.

Grundmann-Van de Krol 2009

C.M. Grundmann-van de Krol, 'Het informatie paradigma voorbij', in: P.H.J. Essers e.a. (red.), *Met Recht* (Raaijmakers-bundel), Deventer: Kluwer 2009, p. 165-179.

Grundmann-van de Krol 2011

C.M. Grundemann-van de Krol, 'Voorstel MiFID II en MiFIR: grotere reikwijdte, meer regels, veel werk voor ESMA en minder lidstaatopties', *Ondernemingsrecht* 2011/117, afl. 16, p. 581-589.

Gwyn & Matton 1997

W.B. Gwyn & W.C. Matton, 'The Duty to Update the Forecasts, Predictions, and Projections of Public Companies', *Securities Regulation Journal* 1997, p. 366-391.

Haazen 2017

O.A. Haazen, '20 Jaar Private Securities Litigation Reform Act – private rechtshandhaving in het Amerikaans financieel recht', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2017, afl. 3, p. 79-88.

Haentjens 2017

M. Haentjens, 'Incoherentie verenigd. Privaatrechtelijke concepten onder druk van Europees financieel recht', *Tijdschrift voor Privaatrecht* 2017, afl. 4, p. 1339-1393.

Hakala 2006

S.D. Hakala, 'Current Economic and Expert Issues in Securities Litigation', Working paper for the PLUS D&O Symposium February 1 and 2, 2006, in New York.

Hakala 2017

S.D. Hakala, 'Lessons from Single-Company Event Studies: The Importance of Controlling for Company-Specific Events', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3083495, 2017.

Handboek Marktmisbruik 2018

D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmisbruik (Onderneming en recht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018 (derde druk).

Harris 2003

L. Harris, *Trading and Exchanges. Market Microstructure for Practitioners*, New York: Oxford University Press 2003.

Harrison & Kreps 1978

M.J. Harrison & D.M. Kreps, 'Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogenous Expectations', *The Quarterly Journal of Economics* 1978, p. 323-336.

't Hart 2005

F.M.A. 't Hart, 'De maat van eigen schuld', *Ondernemingsrecht* 2005/41, afl. 4, p. 125-132.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Hartlief 2014

T. Hartlief, 'Een vak apart', *NJB* 2014/2108, afl. 41, p. 2917.

Hartzmark, Schipani & Seyhun 2011

M. Hartzmark, C.A. Schipani & H.N. Seyhun, 'Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market', *Columbia Business Law Review* 2011, p. 654-716.

Hazen, 1 Law Securities Regulation

T.L. Hazen, *Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulations*, Volume 1, Thomson West (wordt continu geüpdatet).

Hazen, 2 Law Securities Regulation

T.L. Hazen, *Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulations*, Volume 2, Thomson West (wordt continu geüpdatet).

Hazen, 3 Law Securities Regulation

T.L. Hazen, *Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulations*, Volume 3, Thomson West (wordt continu geüpdatet).

Hazen, 4 Law Securities Regulation

T.L. Hazen, *Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulations*, Volume 4, Thomson West (wordt continu geüpdatet).

Hebly 2019

M.R. Hebly, *Schadevaststelling en tijd* (diss. EUR), Den Haag: Boom juridisch 2019.

Hebly & Lindenbergh 2016

M.R. Hebly & S.D. Lindenbergh, 'Schadebegroting en tijdsverloop. Over schade als veranderlijk verschijnsel, en wat dit betekent voor het schadevergoedingsrecht', *Vereniging voor de vergelijkende studie van het recht van België en Nederland. Preadviezen 2016*, Den Haag: Boom juridisch 2016, p. 301-366.

Heij e.a. 2004

C. Heij e.a., *Econometric Methods with Applications in Business and Economics*, New York: Oxford University Press 2004.

Van der Heijden/Dortmond 2013

P.J. Dortmond, *Van der Heijden Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013.

Hendershott, Jones & Menkveld 2011

T. Hendershott, C.M. Jones & A.J. Menkveld, 'Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?', *The Journal of Finance* 2011, p. 1-33.

Herderson 1990

G.V. Henderson, 'Problems and Solutions in Conducting Event Studies', *The Journal of Risk and Insurance* 1990, p. 282-306.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Herzog 1995

J.A. Herzog, 'Fraud Created the Market: Un Unwise and Unwarranted Extension of Section 10(b) and Rule 10b-5', *The George Washington Law Review* 1995, p. 359-403.

Heys 2011

B.A. Heys, 'In Re Coventry Inc.: Subjective Determinations of Materiality and the Requirement for Expert Economic Evidence', *NERA Economic Consulting* 2011.

Hijink 2009

J.B.S. Hijink, 'Tijdelijke AFM-Regeling inzake Melding van Short Posities', *Ondernemingsrecht* 2009/98, afl. 9, p. 412-415.

Hijink 2010

J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2010.

Hijink 2011

J.B.S. Hijink, 'Jaarrekening aansprakelijkheid en prospectusaansprakelijkheid – enige bespiegelingen over causaliteit en het (territoriale) aanknopingspunt', in: P.M. van der Zanden (red.), *Vereniging Jaarrekeningenrecht Bundel 2010/211*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2011, p. 97-107.

Hill 2011

C.A. Hill, 'Why Didn't Subprime Investors Demand a (Much Larger) Lemons Premium?', *Law and Contemporary Problems* 2011, p. 47-62.

Hillier, Grinblatt & Titman 2012

D. Hillier, M. Grinblatt & S. Titman, *Financial Markets and Corporate Strategy*, London: McGraw-Hill Higher Education 2012, second European edition.

Hirshleifer 2001

D. Hirshleifer, 'Investor Psychology and Asset Pricing', *The Journal of Finance* 2001, p. 1533-1597.

Hirshleifer & Hong 2003

D. Hirshleifer & S. Hong, 'Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis', *European Financial Management* 2003, p. 25-66.

Den Hoed 2009

J. den Hoed, 'Flexibiliteit in objectieve factoren; enkele notities over de schadetoerekening', in: M.J.A. Duker e.a. (red.), *Welberaden. Beschouwingen over de rechtsontwikkeling in de rechtspraak van de Hoge Raad der Nederlanden*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2009, p. 217-246.

Hoff 1997

G.T.J. Hoff, 'De lessen van het Co op-arrest', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht, (Onderneming en recht nr 7)*, Deventer: Kluwer 1997, p. 347-373.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Hoff 2011

G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011.

Hoff 2013

G. T. J. Hoff, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid van uitgevende instellingen bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie', in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 711-772

Hoff 2016

G. T. J. Hoff, 'Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, afl. 12, p. 507-524

Holthuijsen-van der Kop 2015

C.C.H.A. Holthuijsen-van der Kop, 'De redelijke toerekening en de deelregels anno 2015: een update', *WPNR* 2015, afl. 7065, p. 520-527

Hong & Stein 1999

H. Hong & J.C. Stein, 'A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets', *The Journal of Finance* 1999, p. 2143-2184.

Hong & Stein 2007

H. Hong & J.C. Stein, 'Disagreement and the Stock Market', *Journal of Economic Perspectives* 2007, p. 109-128.

Hopkins 2014

B. Hopkins, 'Fraud Created the Market: a Presumption Without Basis', *University of Louisville Law Review* 2014, p. 529-557.

Horwich 2016

Horwich, 'The Legality of Opportunistically Timing of Public Company Disclosures in the Context of SEC Rule 10b5-1', *The Business Lawyer* 2016, p. 1113-1150.

Hribar & Jenkins 2004

P. Hribar & N.T. Jenkins, 'The Effect of Accounting Restatements on Earnings Revisions and the Estimated Cost of Capital', *Review of Accounting Studies* 2004, p. 337-356.

Hu & Marcus 2012

G. Hu & M. Marcus, 'Emerging Issues in Evaluating Market Efficiency: Par I – Serial Correlation', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2289998, 2012.

Hull 2015

J.C. Hull, *Options, futures and other derivatives*, Upper Saddle River (NJ): Pearson Education 2015, ninth edition.

Huls & Van Doorn 2007

N.J.H. Huls en C.J.M. van Doorn, 'De constructie van een massaclaim. Een rechts-sociologische analyse van de eerste fase van de Dexia-affaire', *RM Themis* 2007, afl. 2, p. 51-60

AANGEHAALDE LITERATUUR

Humphery-Jenner 2012

M. Humphery-Jenner, 'Internal and External Discipline Following Securities Class Actions', *Journal of Financial Intermediation* 2012, p. 151-179.

Hynes 2008

J.M. Hynes, 'The Unjustified Presumption of Reliance for Newly Issued Securities: Why the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 Rang the Death Knell for the Fraud-Created-the-Market Theory', *Southwestern Law Review* 2008, p. 333-356.

Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen 1995

D. Ikenberry, J. Lakonishok & T. Vermaelen, 'Market Underreaction to Open Market Share Repurchases', *Journal of Financial Economics* 1995, p. 181-208.

ILG 2010

M. ILG, 'Accounting for Bad News: Securities Fraud Litigation and the Equal Application of Market Efficiency', *Creighton Law Review* 2010, p. 471-504.

Isaacson 2015

E.A. Isaacson, 'the Roberts Court and Securities Class Action: Reaffirming Basic Principles', *Akron Law Review* 2015, p. 923-977.

Jacobs 1977

A.S. Jacobs, 'The Measure of Damages In Rule 10b-5 Cases', *The Georgetown Law Journal* 1977, p. 1093-1977.

Jacobsen 2000

B. Jacobsen, *Voorspelbaarheid van beurskoersen*, Deventer: Kluwer 2000.

Jain, Jain & McNish 2016

P. Jain, P. Jain & T.H. McNish, 'Does High-Frequency Trading Increase Systemic Risk?', *Journal of Financial Markets* 2016, p. 1-24.

Jansen, Schreuder & Verhagen 2003

C.J.H. Jansen, E.R. Schreuder & H.L.E. Verhagen, *Prospectusaansprakelijkheid*, Amsterdam: NIBE-SVV 2003.

Jarrow 1980

R. Jarrow, 'Heterogenous Expectations, Restrictions on Short Sales, and Equilibrium Asset Prices', *The Journal of Finance* 1980, p. 1105-1113.

Johnson 2017

K. N. Johnson, 'Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools', *The Journal of Corporation Law* 2017, p. 833-886.

Jones, Reed & Waller 2016

C.M. Jones, A.V. Reed & W. Waller, 'Revealing Shorts an Examination of Large Short Position Disclosures', *The Review of Financial Studies* 2016, p. 3278-3320.

AANGEHAALDE LITERATUUR

De Jong 2009

B.J. de Jong, 'Schikkingen ten behoeve van gedupeerde aandeelhouders Vedior en Numico', *Ondernemingsrecht* 2009/58, afl. 5, p. 259-263.

De Jong 2010

B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010

De Jong 2011a

B.J. de Jong, 'Liability for Misrepresentation – European Lessons on Causation from the Netherlands', *European Company and Financial Law Review* 2011, afl. 3, p. 352-375.

De Jong 2011b

B.J. de Jong, 'Aansprakelijkheid', in: B. Bierens e.a. (red.), *Handboek Beursgang (Onderneming en recht nr. 68)*, Deventer: Kluwer 2011, p. 523-592.

De Jong 2012

B.J. de Jong, 'Schade door misleiding van de aandeelhouder', in: P.J. van der Kost, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder (Onderneming en recht nr. 69)*, Deventer: Kluwer 2012, p. 617-642.

De Jong 2015

B.J. de Jong, 'De spannende driehoeksverhouding tussen financiële markten, recht en economische wetenschap', *Ondernemingsrecht* 2015/63, afl. 9, p. 315-324.

De Jong 2016a

B.J. de Jong, 'Schade door misleiding op de effectenmarkt revisited', *Ondernemingsrecht* 2016/25, afl. 3, p.122-129.

De Jong 2016b

B.J. de Jong, 'Can Fluctuations in Prices or Volumes of a Security Trigger a Duty for Listed Companies to Disclose Inside Information?' *European Business Organization Law Review* 2016, p. 523-539.

De Jong & Arons 2013

B.J. de Jong & T.M.C. Arons, 'Proportionele aansprakelijkheid en kansschade: relevante juridische technieken voor beleggersbescherming?', in: D. Busch & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Christels koers. Liber amicorum Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol (Onderneming en recht nr. 79)*, Deventer: Kluwer 2013, p. 371-384.

De Jong & Pijls 2013

B.J. de Jong & A.C.W. Pijls, 'Schadevergoeding voor zittende aandeelhouders bij misleidende berichtgeving?', *Ondernemingsrecht* 2013/2, afl. 1, p. 5-12.

De Jongh & Schild 2013

M. de Jongh & A. Schild, 'De leer van de redelijke uitkomst', *NJB* 2013/2124, afl. 36, p. 197-205.

AANGEHAALDE LITERATUUR

De Jongh 2014

M. de Jongh, *Tussen societas en universitas: De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2014.

Jovanovic & Fox jr. 2010

B. Javanovic & E. Fox, 'Testing for Materiality in Volatile Markets', *NERA Economic Consulting* 2010.

Kahneman 2003

D. Kahneman, 'Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics', *The American Economic Review* 2003, p. 1449-1532.

Kahneman & Tversky 1974

D. Kahneman & A. Tversky, 'Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases', *Science* 1974, p. 1124-1131.

Kahneman & Tversky 2000

D. Kahneman & A. Tversky (red.), *Choices, Values and Frames*, Cambridge University Press 2000.

Karpoff, Lee & Martin 2008a

J.M. Karpoff, D.S. Lee & G.S. Martin, 'The Consequences to Managers for Financial Misrepresentation', *Journal of Financial Economics* 2008, p. 193-215.

Karpoff, Lee & Martin 2008b

J.M. Karpoff, D.S. Lee & G.S. Martin, 'The Cost to Firms of Cooking the Books', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2008, p. 581-611.

Kaufman & Wunderlich 2012

M.J. Kaufman & J.M. Wunderlich, 'Fraud Created the Market', *Alabama Law Review* 2012, p. 275-320.

Kirilenko e.a. 2017

Kirilenko e.a., 'The Flash Crash: High-Frequency Trading in an Electronic Market', *The Journal of Finance* 2017, p. 967-998.

Kirilenko & Lo 2013

A.A. Kirilenko & A.W. Lo, 'Moore's Law vs. Murphy's Law: Algorithmic Trading and Its Discontents', *Journal of Economic Perspectives* 2013, p. 51-72.

Klaassen 1998

C.J.M. Klaassen, 'Het ontstaansmoment van schade in relatie tot de verschuldigheid van wettelijke rente en faillissement', in: C.J.M. Klaassen & A.J. Akkermans, *Het moment van ontstaan van schade*, Lelystad: Koninklijke Vermande 1998, p. 1-43.

Klaassen 2007

C.J.M. Klaassen, 'Proportionele aansprakelijkheid: een goede of een kwade kans?', *NJB* 2007/1164, afl. 22, p. 1346-1362.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Klaassen 2012a

C.J.M. Klaassen, 'De dader heeft het gedaan, maar wie is de dader? Enkele opmerkingen over (het bewijs bij) causaliteitonzekerheid', in: C.J.M. Klaassen & J.S. Kortmann, *Causaliteitsperikelen*, Preadvies Vereniging voor Aansprakelijkheids- en Schadevergoedingsrecht (VASR), Deventer: Kluwer 2012, p. 1-30.

Klaassen 2012b

C.J.M. Klaassen, 'Kroniek causaliteit in het aansprakelijkheidsrecht', *AV&S* 2012/19, afl. 5, p. 182-193.

Klaassen 2013

C.J.M. Klaassen, 'Bewijs van causaal verband tussen beweerdelijk geleden beleggingschade en schending van een informatie- of waarschuwingsplicht', in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 127-174.

Klaassen 2017 (Mon. BW B35)

C.J.M. Klaassen, *Schadevergoeding: algemeen, deel 2 (Monografieën BW, nr. B35)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Kloppenborg & Van Praag 2011

M.B.C. Kloppenburg & E.J. van Praag, 'Een vergissing van de bank in uw voordeel', *Maandblad voor het Vermogensrecht* 2011, afl. 4.

Van der Kooij 2013

D. van der Kooij, 'Proportionele aansprakelijkheid, kansschade en abstracte schadebegroting', in: P.J.M. von Schmidt auf Altenstadt e.a. (red.), *Middelen voor Meijer*, Boom Juridische uitgevers: Den Haag 2013, p. 161 e.v.

Korsmo 2014

C.R. Korsmo, 'High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy', *University of Richmond Law Review* 2013, p. 523-609.

Kortmann 2006

J.S. Kortmann, 'Karamus/Nefalit: proportionele aansprakelijkheid?', *NJB* 2006, afl. 26, p. 1404-1412.

Kortmann 2012

J.S. Kortmann, 'Meervoudige causaliteit: over alternativiteit bij daders én benadeelden', in: C.J.M. Klaassen & J.S. Kortmann, *Causaliteitsperikelen*, Preadvies Vereniging voor Aansprakelijkheids- en Schadevergoedingsrecht (VASR), Deventer: Kluwer 2012, p. 31-61.

Koslow 1991

J. Koslow, 'Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement', *Fordham Law Review* 1991, p. 811-842.

Kothari & Warner 2007

S.P. Kothari & J.B. Warner, 'Econometrics of Event Studies', in: B. Espen Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume 1, Amsterdam: Elsevier 2007, p. 3-36.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Kristen 2004

F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004.

Kristen 2018

F.G.H. Kristen, 'Europese aanpak van marktmisbruik' in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmisbruik (Onderneming en recht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018 (derde druk), p. 7-92.

Kravin e.a. 2003

D. Kravin e.a., 'Determination of the Appropriate Event Window Length in Individual Stock Event Studies', *NERA Economic Consulting* 2003.

Kroeze 2004

M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2004.

Kroeze 2007

M.J. Kroeze, 'Collectieve schadevergoedingsacties van aandeelhouders', in: H. Beckman, L. Timmerman, J. Wezeman e.a. (red.), *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 57)*, Deventer: Kluwer 2007, p75-88.

Kroeze 2012

M.J. Kroeze, 'Rechtspersoonlijkheid en afgeleide schade', in: G. van Solinge e.a., *Relative- ring van rechtspersoonlijkheid. Voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres van het Van der Heijden Instituut op 11 en 12 november 2011 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 114)*, Deventer: Kluwer 2012, hoofdstuk 3.

Kuilman & Poelgeest 2009

M. Kuilman en J.M. Poelgeest, 'De (tijdelijke) maatregelen tegen *short selling* in Nederland, Engeland en de Verenigde Staten', *Onderneming & Financiering* 2009, afl. 1, p. 40-58.

Kumar & Voetmann 2015

P. Kumar & T. Voetmann, 'Correct Application of Event Studies in Securities Litigation', *The Brattle Group* 2015, p. 1-8.

Langevoort 1992

D.C. Langevoort, 'Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisted', *University of Pennsylvania Law Review* 1992, p. 851-920.

Langevoort 2002

D.C. Langevoort, 'Taming the Animal Spirit of the Stock Market: a Behavioral Approach to Securities Regulation', *Northwestern University Law Review* 2002, p.135-188.

Langevoort 2009

D.C. Langevoort, 'Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market', *Wisconsin Law Review* 2009, p. 151-198.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Langevoort 2012

D.C. Langevoort, 'Behavioral Approaches to Corporate Law', <https://ssrn.com/abstract=2042009>, 2012.

Langevoort 2015

D.C. Langevoort, 'Judgement Day for Fraud-on-the-Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton', *Arizona Law Review* 2015, p. 37-59.

Leas 1974

P.J. Leas, 'The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities', *Stanford Law Review* 1974, p. 371-398.

Leisawitz 2011

B.A. Leisawitz, '*Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*: Rejection of the Statistically Significant Standard Reopened the Door to Securities Fraud Strike Suits', *Delaware Journal of Corporate Law* 2011, p. 675-706.

Lemmers 2017

N. Lemmers, 'Collectieve actie is de sleutel tot het succesvol bestrijden van marktmissbruik', in: F.G.H. Kristen, N. Lemmers & H.J. de Kluiver, *Market Abuse Regulation: van Europese kaders naar uitleg en toepassing in Nederland (Preadviezen voor de Vereniging voor Financieel Recht 2017) (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 138)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Lemstra & Neering 2009

J.H. Lemstra & V.M. Neering, 'Civielrechtelijke handhaving', in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek beleggingsondernemingen (Onderneming en recht nr. 51)*, Deventer: Kluwer 2009 (eerste druk), p. 1045-1084.

Levens 2015

T.E. Levens, 'Too Fast, Too Frequent? High-Frequency Trading and Securities Class Actions', *The University of Chicago Law Review* 2015, p. 1511-1557.

Lev & De Villiers 1994

B. Lev & M. de Villiers, 'Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic and Policy Analysis', *Stanford Law Review* 1994, p. 7-38.

Lieverse 2010

C.W.M. Lieverse, 'Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector: taken en bevoegdheden van de AFM', in: C.W.M. Lieverse & J.G.J. Rinkes, *Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 106)*, Deventer: Kluwer 2010, p. 1-132.

Lieverse & Sinninghe Damsté 2013

C.W.M. Lieverse en M.H.C. Sinninghe Damsté, 'Aansprakelijkheid van bestuurders voor schending van de financiële toezichtswetgeving', in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector (Serie Onderneming en recht nr. 78)*, Deventer: Kluwer 2013, p. 663-710.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Lin 2013

T.C.W. Lin, 'The New Investor', *UCLA Law Review* 2013, p. 678-735.

Lin 2014

T.C.W. Lin, 'The New Financial Industry', *Alabama Law Review* 2014, p. 567-623.

Lindenbergh 1998

S.D. Lindenbergh, *Smartengeld* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 1998.

Lindenbergh 2006

S.D. Lindenbergh, 'Longkanker door asbest en-of roken: proportionele aansprakelijkheid bij onzeker causaal verband', *Ars Aequi* 2006, afl. 10, p. 736-741.

Lindenbergh 2007

S.D. Lindenbergh, 'Schadevaststelling en de rol van de deskundige daarba', *NTBR* 2007/60, afl. 10, p. 428-434.

Lindenbergh 2010

S.D. Lindenbergh, 'Over wat schade is... en waarom het bij de vaststelling daarvan in de praktijk zo dikwijls mis gaat', *WPNR* 2010, afl. 6867, p. 901-909.

Lindenbergh 2013

S.D. Lindenbergh, 'Abstracties bij vaststelling van schade', in: C.J.M. Klaassen & J. Spier (red.), *Abstracte schadeberekening*, Preadvies Vereniging voor Aansprakelijkheids- en Schadevergoedingsrecht (VASR), Deventer: Kluwer 2013, p. 1-31.

Lindenbergh 2020 (Mon. BW B34)

S.D. Lindenbergh, *Schadevergoeding: algemeen, deel 1 (Monografieën BW, nr. B34)*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Lindenbergh & Van Boom 2010

S.D. Lindenbergh & W.H. van Boom, 'Effectenlease: dwaling, zorgplicht en schadevergoeding', *Ars Aequi* 2010, afl. 3, p. 188-196.

Lindenbergh & Pape 2011

S.D. Lindenbergh & S.B. Pape, 'Proportionele aansprakelijkheid bij onzeker causaal verband: deel 2', *Ars Aequi* 2011, afl. 10, p. 720-725.

Li, Sullivan & García-Feijóo 2014

X. Li, R.N. Sullivan & Luis García-Feijóo, 'The Limits to Arbitrage and the Low-Volatility Anomaly', *Financial Analysts Journal* 2014, p. 52-64.

Lipton 2014

Ann Lipton, 'The Impact of Price Impact', *Business Law Prof Blog*, Saturday March 8, 2014, te raadplegen via http://lawprofessors.typepad.com/business_law/2014/03/halliburton-ii-electric-boogaloo.html.

Lipton 2015

A.M. Lipton, 'Searching for Market Efficiency', *Arizona Law Review* 2015, p. 71-83.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Lo 2019

A.W. Lo, *Adaptive Markets. Financial Evolution at the Speed of Thought*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press 2019, second edition.

Loss, Seligman & Paredes, 1 Securities Regulation

L. Loss, J. Seligman & T.A. Paredes, *Securities Regulation*, Volume 1, New York: Wolters Kluwer (wordt continu geüpdatet).

Loss, Seligman & Paredes, 2 Securities Regulation

L. Loss, J. Seligman & T.A. Paredes, *Securities Regulation*, Volume 2, New York: Wolters Kluwer (wordt continu geüpdatet).

Loss, Seligman & Paredes, 4 Securities Regulation

L. Loss, J. Seligman & T.A. Paredes, *Securities Regulation*, Volume 4, New York: Wolters Kluwer (wordt continu geüpdatet).

Loss, Seligman & Paredes 2018

L. Loss, J. Seligman & T.A. Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, New York: Wolters Kluwer 2018.

Maatman, Teeboom & Verschoor 2012

R.H. Maatman, P.B. Teeboom & B. Verschoor, 'High Frequency Trading', *Ondernemingsrecht* 2012/122, afl. 15, p. 663-671.

Macey e.a. 1991

J.R. Macey e.a., 'Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson', *Virginia Law Review* 1991, p. 1017-1049.

Macey & Miller 1990

J.R. Macey & G.P. Miller, 'Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory', *Stanford Law Review* 1990, p. 1059-1094.

MacKinlay 1997

A.C. MacKinlay, 'Event Studies in Economics and Finance', *Journal of Economic Literature* 1997, p. 13-39.

Mahoney 1995

J.T. Mahoney, 'The Management of Resources and the Resource of Management', *Journal of Business Research* 1995, p. 91-101.

Mahoney 2003

P.G. Mahoney, 'Market Microstructure and Market Efficiency', *The Journal of Corporation Law* 2003, p. 541-549.

Malkiel 1973

B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, New York: W. W. Norton & Company, Inc. 1973, first edition.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Malkiel 2003

B.G. Malkiel, 'The Efficient Market Hypothesis and Its Crisis', *Journal of Economic Perspectives* 2003, p. 59-82.

Malkiel 2011

B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street. The Time-Tested Strategy for Successful Investing*, New York: W. W. Norton & Company, Inc. 2011, tenth edition.

Malkiel 2015

B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street. The Time-Tested Strategy for Successful Investing*, New York: W. W. Norton & Company, Inc. 2015, eleventh edition.

Malkiel 2019

B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street. The Time-Tested Strategy for Successful Investing*, New York: W. W. Norton & Company, Inc. 2019, twelfth edition.

Marais & Schipper 2005

M.L. Marais & K. Schipper, 'Event study methods: detecting and measuring the security price effects of disclosures and interventions', in: R.L. Weil, M.J. Wagner & P.B. Frank (red.), *Litigation Services Handbook: The Role of the Financial Expert*, 2005 Cumulative Supplement, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc. 2005, Chapter 17A.

Maris & Boele 1994

A.G. Maris & S.A. Boele, 'Prospectusaansprakelijkheid', *TVVS* 1994, p. 141-146.

Maysnar 1983

J. Maysnar, 'On Divergence of Opinion and Imperfections in Capital Markets', *The American Economic Review* 1983, p. 114-128.

McDermott 2017

E.T. McDermott, 'Holder Claims – Potential Causes of Action in Delaware and Beyond?', *Delaware Journal of Corporate Law* 2017, p. 933-948.

Meister 2000

J.D. Meister, 'Securities Issuer Liability for Third Party Misstatements: Refining the Entanglement Standard', *Vanderbilt Law Review* 2000, p. 947-982.

Mendel 1992

M.M. Mendel, 'De 'Fraud on the market'-theorie', in: Quod Licet (Kleijn-bundel), Deventer: Kluwer 1992, p. 245-256.

Mendelsohn & Brush 2015

B. Mendelsohn & J. Brush, 'The Duties to Correct and Update: A Web of Conflicting Case Law and Principles', *Securities Regulation Law Journal* 2015, p. 67-89.

Michaely, Thaler & Womack 1995

R. Michaely, R.H. Thaler & K.L. Womack, 'Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?', *The Journal of Finance* 1995, p. 573-608.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Miller 1977

E.M. Miller, 'Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion', *The Journal of Finance* 1977, p. 1151-1168.

Miller 2015

G. Miller, 'The Problem of Reliance in Securities Fraud Class Actions', *Arizona Law Review* 2015, p. 61-70.

Mitchell & Netter 1994

M.L. Mitchell & J.M. Netter, 'The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at the Securities and Exchange Commission', *The Business Lawyer* 1994, p. 545-590.

Mitchell & Stafford 2000

M.L. Mitchell & E. Stafford, 'Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance', *The Journal of Business* 2000, p. 287-329.

Molony 2013

T.J. Molony, 'Beyond the Target Market: Product Advertising and Rule 10b5's "In Connection With" Requirement', *Cleveland State Law Review* 2013, p. 101-136.

Morgan, McElroy & Duarte-Silva 2014

N. Morgan, C. McElroy & T. Duarte-Silva, 'Halliburton Fallout: Fate of the 'Efficient Market' Hypothesis and Event Studies in Securities Litigation', *Westlaw Journal Securities Litigation & Regulation*, Volume 20, Issue 5, July 10, 2014.

Mullaney 1977

T.J. Mullaney, 'Theories of Measuring Damages in Security Cases and the Effects of Damages on Liability', *Fordham Law Review* 1977, p. 277-294.

Murdock 2015

C.W. Murdock, 'The Significance and Impact of Price Distortion in the Fraud-on-the-Market Theory After *Halliburton II*', *Loyola University Chicago Law Journal* 2015, p. 551-582.

Nederveen 2006

Nederveen, *Inleiding tot het federale effectenrecht van de Verenigde Staten*, Deventer: Kluwer 2006.

Nelemans 2007

M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007.

Newkirk 1991

R.G. Newkirk, 'Sufficient Efficiency: Fraud on the Market in the Initial Public Offering Context', *The University of Chicago Law Review* 1991, p 1393-1422.

Niehaus & Roth 1999

G. Niehaus & G. Roth, 'Insider Trading, Equity Issues, and CEO Turnover in Firms Subject to Securities Class Action', *Financial Management* 1999, p. 52-72.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Nieuwenhuis 2006

J.H. Nieuwenhuis, 'Disproportionele aansprakelijkheid', *RM Themis* 2006, afl. 5, p. 177-178.

Nieuwe Weme & Stevens 2008

M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens, 'Publicatie van koersgevoelige informatie', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik (Onderneming en recht nr. 34)*, Deventer: Kluwer 2008 (tweede druk), p. 175-275.

Odean 1998

T. Odean, 'Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?', *The Journal of Finance* 1998, p. 1775-1798.

Odean 1999

T. Odean, 'Do Investors Trade Too Much?', *The American Economic Review* 1999, p. 1279-1298.

Ofek, Richardson & Whitelaw 2004

E. Ofek, M. Richardson & R.F. Whitelaw, 'Limited Arbitrage and Short Sales Restrictions: Evidence From the Options Markets', *Journal of Financial Economics* 2004, p. 305-342.

Olden 2016

P.D. Olden, 'Marc-Online', in: D.F. Lunsingh Scheurleer (red.), *Daar word ik blij van. Opstellen aangeboden aan Marc Blom*, Den Haag: Boom juridisch 2016, p. 169-177.

Oldham 2003

J.L. Oldham, 'Taking "Efficient Markets" Out of the Fraud-on-the-Market Doctrine After the Private Securities Litigation Reform Act', *Northwestern University Law Review* 2003, p. 995-1044.

Oppelaar 2008

H. Oppelaar, 'Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden', *Ondernemingsrecht* 2008/161, afl. 15, p. 552-554.

Overkleeft 2017

F.G.K. Overkleeft, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Padfield 2007

S.J. Padfield, 'Who Should Do the Math? Materiality Issues in Disclosures that Require Investors to Calculate the Bottom Line', *Pepperdine Law Review* 2007, p. 927-974.

Padfield 2008

S.J. Padfield, 'Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them', *U. Pa. Journal of Business and Employment Law* 2007, p. 339-381.

Padfield 2010

S.J. Padfield, 'Immaterial Lies: Condoning Deceit in the Name of Securities Regulation', *Case Western Reserve Law Review* 2010, p. 143-193.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Paijmans 2016

B.M. Paijmans, 'De verzwaarde stelplicht revisted', *NTBR* 2016/2, afl. 1, p. 4-14.

Palmrose, Richardson & Scholz 2004

Z.V. Palmrose, V.J. Richardson & S. Scholz, 'Determinants of Market Reactions to Restatement Announcement', *Journal of Accounting and Economics* 2004, p. 59-89.

Pasquale 2015

F. Pasquale, 'Law's Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading', *Cordoba Law Review* 2015, p. 2085-2127.

Van der Pauw & Stevens 1999

A.E. van der Pauw & T.M. Stevens, 'Bookbuilding op de Nederlandse markt', *Ondernemingsrecht* 1999, afl. 3, p. 73-78.

Peeperkorn 2000

D. Peeperkorn, 'Het feest van de gedaagden, kritiek op de proportionele leer', in: A.J. Akkermans, M. Faure & T. Hartlief (red.), *Proportionele aansprakelijkheid*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2000, p. 59-81.

Peeters 2012

M. Peeters, 'Over short selling', *Ars Aequi* 2012, afl. 3, p. 189-197

Pereira 2016

C.M. Pereira, 'Reviewing the literature on behavioural economics', *Capital Markets Law Journal* 2016, afl. 3, p. 414-428.

Du Perron 2010

C.E. du Perron, 'Effectenlease. The saga continues', *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2010, afl. 2, p. 60-66.

Du Perron & Van Luyn 2004

M. van Luyn & C.E. du Perron, *Effecten van de zorgplicht*, Deventer: Kluwer 2004.

Pijls 2009a

A.C.W. Pijls, 'Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2009/41, afl. 4, p. 183-192.

Pijls 2009b

A.C.W. Pijls, 'Het bewijs van causaal verband bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk', *NTBR* 2009/22, afl. 5, p. 170-181.

Pijls 2009c

A.C.W. Pijls, 'Misleidende berichtgeving op de beurs. Enkele aspecten van causaal verband en schade', *TvOB* 2009, afl. 5, p. 131-142.

Pijls 2009d

A.C.W. Pijls, 'Schade effectenlease-overeenkomsten deels vergoed', *Maandblad voor vermogensrecht* 2009, afl. 10, p. 250-262.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Pijls 2011

A.C.W. Pijls, 'De Matrixx-uitspraak van de U.S. Supreme Court over de (beperkte) betekenis van statistische significantie voor *materiality*', *Ondernemingsrecht* 2011/90, afl. 12, p.447-454.

Pijls 2012

A.C.W. Pijls, 'Een bijzonder type gevolgschade bij misleidende berichtgeving op de beurs', in: G.J. Meijer e.a. (red.), *Piet Sanders: een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012, p. 83-92.

Pijls 2017

A.C.W. Pijls, 'Het toerekeningsverband van art. 6:98 BW bij bestuurdersaansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek', in: B.F. Assink, L. Timmerman & J.B. Wezeman (red.), *De vele gezichten van Maarten Kroeze's "bange bestuurders"* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 104), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 447-462.

Pijls 2020

A.C.W. Pijls, 'Aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving', *TvOB* 2020, afl. 5, p. 154-167.

Pijls & Van Boom 2010

A.C.W. Pijls & W.H. van Boom, 'Handhaving prospectusaansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid', *WPNR* 2010, afl. 6834, p. 194-200.

Pitlo/Rutgers & Krans 2014

G.R. Rutgers & H.B. Krans, *Pitlo Deel 7 – Bewijs*, Deventer: Kluwer 2014.

Pontiff 2006

J. Pontiff, 'Costly Arbitrage and the Myth of Idiosyncratic Risk', *Journal of Accounting and Economics* 2006, p. 35-52.

Porter 2000

G.S. Porter, 'What Did You Know and When Did You Know It?: Public Company Disclosure and the Mythical Duties to Correct and Update', *Fordham Law Review* 2000, p. 2199-2255.

Prevoo & Ter Weel 2010

T. Prevoo & B. ter Weel, 'The Effects of a Change in Market Abuse Regulation on Abnormal Returns and Volumes: Evidence from the Amsterdam Stock Market', *De Economist* 2010, p. 237-293.

Pritchard 2008

A.C. Pritchard, '*Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*: The Political Class Action Reform', *Cato Supreme Court Review* 2008, p. 217-255.

Prosser & Keeton 1984

W. Page Keeton, D.B. Dobbs, R.E. Keeton, & D.G. Owen (red.), *Prosser and Keeton on Torts*, St. Paul, Minnesota, West Publishing Co. 1984, fifth edition.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Raaijmakers 2007

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen. Empty voting, vote stripping, hidden ownership, en vote trading', in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2007, Deventer: Kluwer 2007, p. 1-72.

Rapp 2002

G.C. Rapp, 'Proving Markets Inefficient: The Variability of Federal Court Decisions on Market Efficiency in *Commer v. Bloom* and Its Progeny', *University of Miami Business Law Review* 2002, p. 303-328.

Renzi-Ricci 2016

G. Renzi-Ricci, 'Estimating Equity Betas: What Can a Time-Varying Approach Add? A Comparison of Ordinary Least Squares and the Kalman Filter', *NERA Economic Consulting* 2016.

Restatement (Second) of Torts

Restatement (Second) of Torts, American Law Institute 1977, update October 2020.

Ribstein 2006

L.E. Ribstein, 'Fraud on a Noisy Market', *Lewis and Clark Law Review* 2006, p. 137-168.

Rinaudo & Daha 2014

Rinaudo & A. Saha, 'An intraday event study methodology for determining loss causation', *The Journal of Financial Perspectives* 2014, p. 161-172.

Rogers, Van Buskirk & Zechman 2011

J.L. Rogers, A. van Buskirk & S.L.C. Zechman, 'Disclosure Tone and Shareholder Litigation', *The Accounting Review* 2011, Vol. 86, No. 6.

De Rooy 2003

R.E. de Rooy, *Emissies op de Nederlandse kapitaalmarkt*, Deventer: Kluwer 2003.

Ronse 1984

J. Ronse, *Schade en schadeloosstelling*, tweede druk bewerkt door L. de Wilde, A. Claeys en I. Mallems, Gent: Story-Scientia 1984.

Rosenblum 1991

R.H. Rosenblum, 'An Issuer's Duty Under Rule 10b-5 To Correct and Update Materially Misleading Statements', *Catholic University Law Review* 1991, p. 289-330.

Rutten 2012

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 nr. 112)*, Deventer: Kluwer 2012, p. 243-258.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Ryan 2005

D.F. Ryan, 'Yet Another Bought on the "Judicial Oak": The Second Circuit Clarifies Inquiry Notice and Its Loss Causation Requirement Under the PSLRA in *Lentell v. Merrill Lynch & Co.*', *St. John's Law Review* 2005, p. 485-520.

Saha & Ferrell 2011

Saha & A. Ferrel, 'Event Study Analysis: Correctly Measuring the Dollar Impact of an Event', <https://ssrn.com/abstract=1814236>, 2011.

Samuelson 1965

P.A. Samuelson, 'Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly', *Industrial Management Review* 1965, p. 41-49.

Van der Sar 2002

N.L. van der Sar, *Aandelenrendementen: Ratio en psychologie*, Deventer: Kluwer 2002.

Van Schaick 2009

A.C. van Schaick, *Het burgerlijk recht de baas? Over de verwevenheid van burgerlijk recht en burgerlijk procesrecht* (oratie Tilburg), Deventer: Kluwer 2009.

Scheinkman & Xiong 2003

J.A. Scheinkman & W. Xiong, 'Overconfidence and Speculative Bubbles', *Journal of Political Economics* 2003, p. 1183-1219.

Van Schellen 1985

J. van Schellen, *Toerekening naar redelijkheid naar huidig en komend recht*, Zwolle, Tjeenk Willink 1985.

Scheltema & Scheltema 2009

A.H. Scheltema & M. Scheltema, *Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht, Noodzakelijke veranderingen na de crisis (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009) (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 101)*, Kluwer Deventer 2009.

Scudder 1997

M.Y. Scudder, 'The Implications of Market-Based Damages Caps in Securities Class Actions', *Northwestern University Law Review* 1997, p. 435-476.

De Serrière 2011

V.P.G. de Serrière, 'Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met regels van effectenrecht', in: S.E. Bartels, A.J. Verdaas & R.J. van der Weijden, (red.) *Effecten en vermogensrecht (Onderneming en recht nr. 63)*, Deventer: Kluwer 2011, p. 177-238.

Schild 2009

A.J.P. Schild, 'Het 'condicio sine qua non'-verband bij de schending van een zorgvuldighedsverplichting: enige wegen naar Rome', *RM Themis* 2009, afl. 6, p. 254-264.

Schmidt 1991

J. Schmidt, 'The Fraud-Created-The-Market Theory: The presumption of Reliance in the Primary Issue Context', *University of Cincinnati Law Review* 1991, p. 495-532.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Schumann 2017

K.M. Schumann, 'Shareholder-Initiated Lawsuits and Cross-Listed Firms: The Penalties of Securities Class Action Lawsuits', *International Research Journal of Applied Finance (forthcoming)*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3053854, 2017.

Schwarcz 2008

S.L. Schwarcz, 'Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis', *Utah Law Review* 2008, p. 1109-1122.

Schwert 1981

G.W. Schwert, 'Using Financial Data to Measure Effects of Regulation', *The Journal of Law and Economics* 1981, p. 121-158.

Schwert 2003

G.W. Schwert, 'Anomalies and Market Efficiency', in: G.M. Constantinides, M. Harris & R.M. Stulz (red.), *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: Elsevier 2003, chapter 15, p. 939-374.

Sharpe 1964

W.F. Sharpe, 'Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk', *The Journal of Finance* 1964, p. 425-442.

Sheffey 1982

J.M. Sheffey, 'Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem', *The Notre Dame Lawyer* 1982, p. 755-796.

Shefrin 2000

H. Shefrin, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston MA: Harvard Business School Press 2000.

Shefrin 2001

H. Shefrin, *Behavioral Finance*, Volumes I-III, The International Library of Critical Writings in Financial Economics, Edward Elgar Publishing Company 2001.

Shiller 2003

R.J. Shiller, 'From Efficient Market Theory to Behavioral Finance', *Journal of Economic Perspectives* 2003, p. 83-104.

Shiller 2005

R.J. Shiller, 'Behavioral Economics and Institutional Innovation', <https://ssrn.com/abstract=671024>, 2005.

Shiller 2013

R.J. Shiller, 'Sharing Nobel Honors, and Agreeing to Disagree', *New York Times* October 26, 2013.

Shleifer 2000

Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*, New York: Oxford University Press 2000.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Shleifer & Vishny 1997

Shleifer & R.W. Vishny, 'The Limits of Arbitrage', *The Journal of Finance* 1997, p. 35-55.

Silverentand & Sprecher 2012

L.J. Silverentand & J.M. Sprecher, 'MiFID II: Een overzicht', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2012, afl. 5, p. 139-147.

Silverman 2011

M. Silverman, 'Fraud Created The Market: Presuming Reliance in Rule 10B-5 Primary Securities Market Fraud Litigation', *Fordham Law Review* 2011, p. 1787-1826.

De Simone 1993

J. de Simone, 'Should Fraud on the Market Theory Extend to the Context of Newly Issued Securities?', *Fordham Law Review* 1993, S151-S184.

Slagter 1995

W.J. Slagter, 'De prospectusaansprakelijkheid', *Aansprakelijkheid en Verzekering* 1995, afl. 2, p. 35.

Smith 2005

D. Smith, 'Fraud on the Market: Short Sellers' Reliance on Market Price Integrity', *William & Mary Law Review* 2005, p. 1003-1060.

Snijders 2015

H.J. Snijders, 'Bewijsvermoedens nader beschouwd. Mede in het licht van de actuele discussie over vergoeding van mijnbouwschade', *NJB* 2015/1902, afl. 38, p. 2664-2672

Snijders, Klaassen & Meijer 2017

H.J. Snijders, C.J.M. Klaassen & G.J. Meijer, *Nederlands Burgerlijk Procesrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Sobol 1997

R.N. Sobol, 'The Tangled Web of Issuer Liability For analyst statements: In Re Cirrus Logic Securities Litigation', *Delaware Journal of Corporate Law* 1997, p. 1051-1087.

Spier 1998

J. Spier, *Schade en loss occurrence-verzekeringen*, Deventer: Kluwer 1998.

Sprenger & Welpé 2011

T.O. Sprenger & I.M. Welpé, 'News or Noise? The Stock Market Reaction to different Types of Company-Specific News Events', <http://ssrn.com/abstract=1734632>, 2011.

Statman 2011

M. Statman, *What Investors Really Want: Discover What Drives Investor Behavior and Make Smarter Financial Decisions*, New York: McGraw-Hill 2011.

Statman 2017

M. Statman, *Finance for Normal People: How Investors and Markets Behave*, New York: Oxford University Press 2017.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Statman 2019

M. Statman, *Behavioral Finance. The Second Generation*, CFA Institute Research Foundation 2019.

Stein 2016

D.F.H. Stein, 'Relativiteit, eigen schuld en de collectieve actie', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2016, afl. 10, p. 270-277.

Steinberg & Kirby 2010

M.I. Steinberg & B.A. Kirby, 'The Assault of Section 11 of the Securities Class Act: A Study in Judicial Activism', *Rutgers Law Review* 2010, p. 1-57.

Stelplicht en Bewijslast

R.J.B. Boonekamp & W.L. Valk (red.), *Stelplicht & Bewijslast*, Deventer: Wolters Kluwer (online en boek).

Stevens 2018

T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van voorwetenschap', in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmisbruik (Onderneming en recht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018 (derde druk), p. 217-334.

Stout 1995

L.A. Stout, 'Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation', *Virginia Law Review* 1995, p. 611-712.

Stout 1997

L.A. Stout, 'How Efficient Markets Undervalue Stocks: CAPM and ECMH Under Conditions of Uncertainty and Disagreement', *Cardozo Law Review* 1997, 475-492.

Stout 2003

L.A. Stout, 'The Mechanism of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance', *The Journal of Corporation Law* 2003, p. 635-669.

Strik 2004

D.A.M.H.W. Strik, 'Aspecten van schadevergoeding bij inbreuk op garanties in overnamecontracten', in: G. van Solinge en M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 75)*, Kluwer, Deventer 2004, p. 393-420.

Strik 2009

D.A.M.H.W. Strik, 'De ondertekening van de 'in control'-verklaring en financiële verslaggeving naar Nederlands en Amerikaans recht', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 99)*, Deventer: Kluwer 2009, p. 129-166.

Strik 2010

D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid. Een maatpak voor de Board Room* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Sucharow & Keller 2006

L. Sucharow & C.J. Keller, 'FIFO vs LIFO: Different ways to calculate shareholder losses for purposes of appointing lead plaintiff lead to different results', *IPE Class Actions and Pensions* May 01, 2006, https://info.labaton.com/hubfs/FIFO_vs_LIFO.pdf.

Tabak 2004

D.I. Tabak, 'Loss Causation and Damages in Shareholder Class Actions: When It Takes Two Steps To Tango', *Nera Economic Consulting* 2004.

Tabak 2007a

D.I. Tabak, 'Making Assessments About Materiality Less Subjective Through The Use of Content Analysis', *NERA Economic Consulting* 2007.

Tabak 2007b

D.I. Tabak, 'Inflation and Damages in a Post-Dura World', *NERA Economic Consulting* 2007.

Tabak 2010

D.I. Tabak, 'Use and Misuse of Event Studies to Examine Market Efficiency', *NERA Economic Consulting* 2010.

Tabak 2012a

D.I. Tabak, 'Economic Analysis of the Loss in the United States Sentencing Commission's Proposed Methodologies', *NERA Economic Consulting* 2012.

Tabak 2012b

D.I. Tabak, 'Do Courts Count Cammer Factors?', *NERA Economic Consulting* 2012.

Tabak 2015

D.I. Tabak, 'Implications for Market Efficiency and Damages Analyses of Plaintiff Interpretations of *Halliburton II*'s Statement that "market efficiency is a matter of degree"', *Loyola University Chicago Law Journal* 2018, p. 467-484.

Tabak 2016

D.I. Tabak, 'What Should We Expect When Testing for Price Response to News in Securities Litigation?', *NERA Economic Consulting* 2016.

Tabak & Dunbar 1999

D.I. Tabak & F.C. Dunbar, 'Materiality and Magnitude: Event Studies in the Courtroom', *NERA Economic Consulting* 1999.

Tabak & Lee 2010

D.I. Tabak & F.J. Lee, 'The Matrixx of Materiality and Statistical Significance in Securities Fraud Cases', *NERA Economic Consulting* 2010.

Tabak & Okongwu 2002

D.I. Tabak & C. Okongwu, 'Inflation methodologies in securities fraud cases: theory and practice', *NERA Economic Consulting* 2002.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Taylor 2011

R.W. Taylor, 'Re-evaluating Holder Actions: Giving Defrauded Securities Holders A Fighting Chance', *Notre Dame Law Review* 2011, p. 413-438.

Thaler 2005

R.H. Thaler (red.), *Advances in Behavioral Finance: Volume II*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press 2005.

Thoe Schwartzberg 2013

H.W.B. thoe Schwartzberg, *Civiel bewijsrecht voor de rechtspraak*, Apeldoorn-Antwerpen: Maklu 2011 (derde druk).

Thompson 1984

R.B. Thompson, 'The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages', *Vanderbilt Law Review* 1984, p. 349-398.

Thompson 1996

R.B. Thompson, "'implicit and Certainty" in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5', *The Business Lawyer* 1996, p. 1177-1201.

Thorsen, Kaplan & Hakala 2006

M.S. Thorsen, R.A. Kaplan & S. Hakala, 'Rediscovering the Economics of Loss Causation', *Journal of Business and Securities Law* 2006, p. 93-125.

Timmerman 1996

L. Timmerman, 'De aansprakelijkheid van de syndicaatsleider voor een misleidend prospectus', in: J.R. Schaafsma e.a., *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 50)*, Deventer: Kluwer 1996, p. 65-85

Timmerman 2006

L. Timmerman, 'Hartkamp en afgeleide schade', in: H.J. van Kooten e.a. (red.), *Hartkampvarianties*, Deventer: Kluwer 2006, p. 129-137.

Tirole 1985

J. Tirole, 'Asset Bubbles and Overlapping Generations', *Econometrica* 1985, p. 1499-1528.

Tjong Tjin Tai

T.F.E. Tjong Tjin Tai, 'Vuile handen en relativiteit', *Bb* 2007/17, afl. 8.

Tjong Tjin Tai 2011

T.F.E. Tjong Tjin Tai, 'Effectiviteitsbeginsel en nationaal privaatrecht', *WPNR* 2011, afl. 6901, p. 790-797.

Tjong Tjin Tai 2016

T.F.E. Tjong Tjin Tai, 'Schadebegroting, verlies van een kans en proportionele aansprakelijkheid', *NJB* 2016/1605, afl. 31, p. 2239-2244.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Torchio 2009

F. Torchio, 'Proper Event Study analysis in Securities Litigation', *The Journal of Corporation Law* 2009, p. 159-168.

Tountopoulos 2014

V.D. Tountopoulos, 'Market Abuse and Private Enforcement', *European Company and Financial Law Review* 2014, afl. 3, p. 297-332.

The Turner Review 2009

Financial Services Authority, 'The Turner Review, A regulatory response to the global banking crisis', March 2009.

Tvede 2002

L. Tvede, *The Psychology of Finance: Understanding the Behavioural Dynamics of Markets*, New York: John Wiley & Sons, Inc. 2002.

Uijen 2004

M. Uijen, 'Schadeberekening bij overnames', *Contracteren* 2004, afl. 4, p. 100-104.

Varian 1985

H.R. Varian, 'Divergence of Opinion in complete markets: A Note', *The Journal of Finance* 1985, p. 309-317.

Veil 2010

R. Veil, 'Enforcement of Capital Markets Law in Europe – Observations from a Civil Law Country', *European Business Organization Law Review* 2010, afl. 3, p. 409-422.

Velikonja 2013

U. Velikonja, 'The Cost of Securities Fraud', *William and Mary Law Review* 2013, p. 1887-1957.

Verheij 2002

A.J. Verheij, *Vergoeding van immateriële schade wegens aantasting in de persoon* (diss. Amsterdam VU), Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002.

Verkade 2016

D.W.F. Verkade, *Oneerlijke handelspraktijken jegens consumenten (Monografieën BW, nr. B49a)*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Verkade 2019

D.W.F. Verkade, *Misleidende (B2B) reclame en vergelijkende reclame (Monografieën BW, nr. B49b)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Verwilt 2014

G. A. M. Verwilt, 'Geautomatiseerde handel in Europa onder MiFID II', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2014, afl. 9, p. 351-359.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Vizcarrondo & Wilson 2016

P. Vizcarrondo, Jr. & B.R. Wilson, *Liabilities Under The Federal Securities Laws*, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, December 2016.

Wallinga 2014

M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35, afl. 8, p. 288-298.

Wallinga 2015

M.W. Wallinga, 'De invloed van Europese soft law op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/40, afl. 9, p. 266-273.

Wallinga & Pijls 2018

M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht. De indirecte invloed van de MiFID II op privaatrechtelijke aansprakelijkheid op het gebied van beleggingsdienstverlening en de onderbelichte invloed van de regeling OHP', *RM Themis* 2018, afl. 1, p. 12-25.

Wang 2010

W.K.S. Wang, 'Measuring Insider Trading Damages For a Private Plaintiff', *UC Davis Business Law Journal* 2010, p. 1-33.

Weenink 2009

A.J. Weenink, 'De aandelenlease-affaire in een al maar uitdijend aantal rechtsvragen', *Tijdschrift voor Consumentenrecht en handelspraktijken* 2009, afl. 2, p. 44-49.

Van der Wiel 2009

B.M. van der Wiel, 'Schadevergoeding bij schending van mededingingsrecht Is het Nederlandse schadevergoedingsrecht voldoende doeltreffend?', *NJB* 2009/600, afl. 12, p. 724-731.

Wissing 2013

S. Wissing, 'Meldingsplichten voor beleggers na de Wet Corporate Governance', *TvOB* 2013, afl. 4, p. 109-119.

Wójcik, Kreston & McGill 2013

D. Wójcik, N. Kreston & S. McGill, 'Freshwater, saltwater and deepwater: efficient market hypothesis versus behavioural finance', *Journal of Economic Geography* 2013, p. 257-277.

Wong 2008

R. Wong, 'Purchase-Sale Matching in Securities Litigation: FIFO, LIFO, and Offsets', *NERA Economic Consulting* 2008.

Wouters 2013a

J.C.J. Wouters, 'Proportionele aansprakelijkheid, kansschade en verlies van een kans in het Nederlandse aansprakelijkheidsrecht (I)', *WPNR* 2013, afl. 6973, p. 333-342.

AANGEHAALDE LITERATUUR

Wouters 2013b

J.C.J. Wouters, 'Proportionele aansprakelijkheid, kansschade en verlies van een kans in het Nederlandse aansprakelijkheidsrecht (II, slot)', *WPNR* 2013, afl. 6974, p. 351-357.

Yadav 2014

Y. Yadav, 'Beyond Efficiency in Securities Regulation', Vanderbilt University Law School, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 14-8* (niet officieel in tijdschrift gepubliceerd).

Yadav 2015

Y. Yadav, 'How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets', *Vanderbilt Law Review* 2015, p. 1607-1671.

Yadav 2016

Y. Yadav, 'The Fialure of Liability in Modern Markets', *Virginia Law Review* 2016, p. 1031-1100.

Zhang 2010

X.F. Zhang, 'High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery', <http://ssrn.com/abstract=1691679>, 2010.

Jurisprudentie

Hof van Justie van de Europese Unie

1. HvJ EU 28 juni 2012, ECLI:EU:C:2012:397, *JOR* 2012/259, m.nt. G.T.J. Hoff (Gelt/Daimler AG)
2. HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, *NJ* 2014/184, m.nt. M.R. Mok (Alfred Hirmann/Immofinanz AG)

Hoge Raad

1. HR 3 februari 1927, *NJ* 1927/636 (*Ligterink/Oss e.a.*)
2. HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (*Aeilkemal/Hooite Meursing e.a.*)
3. HR 25 april 1958, *NJ* 1958/417, m.nt. J.H. Beekhuis (*Det Øastasiatiske Kompagniel Nieuw Rotterdam*)
4. HR 3 februari 1961, *NJ* 1961/361, m.nt. L.E.H. Rutten (*Van der Hulst's Zonen/Rene Schoo & Co*)
5. HR 9 juni 1972, *NJ* 1972/360, m.nt. G.J. Scholten (*Posttraumatische neurose*)
6. HR 16 februari 1973, *NJ* 1973/463, m.nt. H. Beekhuis (*Maas/Willems*)
7. HR 21 maart 1975, *NJ* 1975/372, m.nt. G.J. Scholten (*Aangereden hartpatiënt, doodgeschrokken bromfietser*)
8. HR 13 juni 1975, *NJ* 1975/509, m.nt. G.J. Scholten (*Amercentrale*)
9. HR 28 januari 1977, *NJ* 1978/174, m.nt. A.R. Bloembergen (*Van de Weijert/Nieuwkoop*)
10. HR 1 juli 1977, *NJ* 1978/118 (*Fuld/Cofra B.V.*)
11. HR 9 november 1979, *NJ* 1980/77, m.nt. G.J. Scholten (*Versluis/Ziekenzorg*)
12. HR 13 februari 1981, *NJ* 1981/456, m.nt. C.J.H. Brunner (*Gemeente Heeschl/Reijs*)
13. HR 14 januari 1983, *NJ* 1983/444 (*Stammes/Hollander*)
14. HR 25 maart 1983, *NJ* 1984/629, m.nt. C.J.H. Brunner (*Steengassteller*)
15. HR 8 februari 1985, *NJ* 1986/136, m.nt. C.J.H. Brunner (*Joel/Chicago Bridge*)
16. HR 18 april 1986, *NJ* 1986/567, m.nt. W.C.L van der Grinten (*ENCII/Lindelauf*)
17. HR 27 februari 1987, *NJ* 1987/584, m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Gardeniers/Mr. Boels*)
18. HR 13 november 1987, *NJ* 1988/210, m.nt. W.C.L. van der Grinten (*AGO/NCB*)
19. HR 20 november 1987, *NJ* 1988/500, m.nt. W.L. Haardt (*Timmer/Deutman*)
20. HR 4 november 1988, *NJ* 1989/751, m.nt. C.J.H. Brunner (*ABP/Stuyvenberg*)
21. HR 25 mei 1990, *NJ* 1990/577 (*Los Gauchos*)
22. HR 28 september 1990, *NJ* 1992/619 (*Staat/Delta Lloyd*)
23. HR 7 december 1990, *NJ* 1991/474, m.nt. E.A.A. Luijten (*SHV Nederland BV/Nauta van Haersolte e.a.*)
24. HR 28 juni 1991, *NJ* 1991/746 (*Dekker/Van der Heide*)
25. HR 25 september 1992, *NJ* 1992/751 (*Alpuro BV/Dijkhuizen*)
26. HR 17 december 1993, *NJ* 1994/193 (*X/Y*)
27. HR 31 december 1993, *NJ* 1994/275 (*K./ABN AMRO Bank N.V.*)
28. HR 18 februari 1994, *NJ* 1994/368 (*Schepers/De Bruijn*)
29. HR 29 april 1994, *NJ* 1997/396, m.nt. M. Scheltema (*Gemeenschappelijk Eigendom B.V./De gemeente 's-Gravenhage*)
30. HR 2 december 1994, *NJ* 1995/288, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Poot/ABP*)
31. HR 13 januari 1995, *NJ* 1997/175, m.nt. C.J.H. Brunner (*Ziekenhuis De Heell/Staat e.a.*)
32. HR 31 maart 1995, *NJ* 1997/592, m.nt. C.J.H. Brunner (*Taams/Boudeling*)

JURISPRUDENTIE

33. HR 6 oktober 1995, *NJ* 1998/190, m.nt. C.J.H. Brunner (*Hilbrands en Oranje-Nassau/Veenhoven*)
34. HR 22 december 1995, *NJ* 1996/301 (*Osse q.q./Staat*)
35. HR 5 januari 1996, *NJ* 1996/449, m.nt. H.E. Ras (*Schmitz e.a./Meiningen*)
36. HR 15 november 1996, *NJ* 1998/314, m.nt. F.W. Grosheide (*Hertzano/Otto Simon c.s.*)
37. HR 13 december 1996, *NJ* 1997/682, m.nt. J. de Boer (*W/Staat*)
38. HR 10 januari 1997, *NJ* 1999/286, m.nt. W.M. Kleijn (*Notaris W.I.W.*)
39. HR 24 oktober 1997, *NJ* 1998/257, m.nt. P.A. Stein (*Baijings/X*)
40. HR 31 oktober 1997, *NJ* 1998/85 (*Stad Rotterdam/Zonneveld*)
41. HR 17 oktober 1997, *NJ* 1998/508, m.nt. J.B.M. Vranken (*Beelen/Advocaten*)
42. HR 7 november 1997, *NJ* 1998/268, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Philips Electronics/VEB*)
43. HR 15 mei 1998, *NJ* 1998/624 (*Verhof-Vasters/Helvetia Schadeverzekering N.V.*)
44. HR 2 oktober 1998, *NJ* 1998/831 (*Nacap/Shellfish*)
45. HR 16 oktober 1998, *NJ* 1999/7 (*Stichting Finkenburgh/Mansum*)
46. HR 16 oktober 1998, *NJ* 1999/196, m.nt. A.R. Bloembergen (*Amev/Staat*)
47. HR 28 mei 1999, *NJ* 1999/564, m.nt. A.R. Bloembergen (*Gemeente Losser/De Vries e.a.*)
48. HR 14 januari 2000, *NJ* 2000/437, m.nt. C.J.H. Brunner (*Sas/NV Interpolis Schade*)
49. HR 11 februari 2000, *NJ* 2000/275 (*De Preter/Van Uitert Onroerend Goed BV*)
50. HR 28 april 2000, *NJ* 2000/430, m.nt. A.R. Bloembergen (*Erven Van Hesel/De Schelde*)
51. HR 28 april 2000, *NJ* 2000/431, m.nt. A.R. Bloembergen (*Erven Rouwhof/Eternit*)
52. HR 28 april 2000, *NJ* 2000/690, m.nt. A.R. Bloembergen (*Gemeente Dordrecht/Stokvast BV*)
53. HR 29 september 2000, *NJ* 2001/105, m.nt. A.R. Bloembergen (*Aannemingsmaatschappij Paulissen BV/Staat*)
54. HR 17 november 2000, *NJ* 2000/215, m.nt. A.R. Bloembergen (*Druiff/B.C.E. Bouw*)
55. HR 1 december 2000, *NJ* 2001/45 (*TTS Automation AIS/Stichting Administratiekantoor Sigillo*)
56. HR 5 oktober 2001, *NJ* 2001/632 (*Van Haperen/Nederlands Bureau Motorrijtuigverzekeraars*)
57. HR 23 november 2001, *NJ* 2002/386, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2002/387 (*Ingenhut, Oostelijk Zuid-Limburg/Stichting Gezondheidszorg*)
58. HR 23 november 2001, *NJ* 2002/387, m.nt. J.B.M. Vranken (*N.I.P.*)
59. HR 18 januari 2002, *NJ* 2002/168 (*Interplant/Oldenburger*)
60. HR 1 februari 2002, *NJ* 2002/122 (*Van Straaten e.a./Brandts*)
61. HR 29 maart 2002, *NJ* 2002/270 (*Van der Meer/Maatschap S*)
62. HR 25 oktober 2002, *NJ* 2003/171, m.nt. M. Scheltema (*Verhoeven e.a./Lammers e.a. en Gemeente Heeze-Leende/Lammers e.a.*)
63. HR 29 november 2002, *NJ* 2004/304, m.nt. W.D.H. Asser onder *NJ* 2004/305 (*The Transport Ferry Service B.V. e.a./Nederlandse Spoorwegen*)
64. HR 29 november 2002, *NJ* 2004/305, m.nt. W.D.H. Asser (*Kastelijl/Gemeente Achtkarspelen*)
65. HR 6 december 2002, *NJ* 2003/63 (*Goedèl R.A./Arts q.q.*)
66. HR 28 maart 2003, *NJ* 2003/389 (*V./Branderhorst*)
67. HR 26 september 2003, *NJ* 2004/460, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2004/461 (*Regiopolitie Gelderland-Zuid/Hovax*)
68. HR 5 december 2003, *NJ* 2004/74 (*Stichting Nieuw Vredenburg/Nieuwe Hollandsche Lloyd Schadeverzekering Maatschappij NV*)
69. HR 19 december 2003, *NJ* 2004/348 (*S./Staat*)
70. HR 8 oktober 2004, *NJ* 2006/478, m.nt. J. Hijma (*Van de Kamp Makelaardij B.V./Van der Veer Beleggingen B.V.*)
71. HR 8 april 2005, *NJ* 2005/371 (*Van de Ven/Van de Ven*)
72. HR 20 mei 2005, *JA* 2005/65, m.nt. M.S.A. Vegter (*X/Y*)

JURISPRUDENTIE

73. HR 9 september 2005, *NJ* 2006/619 (*Navcom N.V./Philips Nederland N.V.*)
74. HR 25 november 2005, *NJ* 2007/141, m.nt. C.J.H. Brunner (*Eurosportief 2000 C.V. e.a./Wesselink*)
75. HR 13 januari 2006, ECLI:NL:HR:2006:AU3256 (*Prepaid Cards BVBA e.a./Gnamnam Telecom Center B.V. e.a.*)
76. HR 31 maart 2006, *NJ* 2011/250, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*Nefalit/Karamus*)
77. HR 13 oktober 2006, *NJ* 2008/528, m.nt. C.C. van Dam onder *NJ* 2008/529 (*Deloitte & Touche e.a./Stichting Vie d'Or*)
78. HR 17 november 2006, *JA* 2007/59, m.nt. W.H. Bouman (*X/Nederlands Bureau der Motorrijtuigverzekeraars*)
79. HR 15 december 2006, *NJ* 2007/203, m.nt. M.R. Mok (*Noord Nederlands Effektenkantoor/Mourik*)
80. HR 19 januari 2007, *NJ* 2007/63 (*Kranendonk/De Vries e.a.*)
81. HR 16 februari 2007, *NJ* 2007/256, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Tuin Beheer/Houthoff Buruma*)
82. HR 27 februari 2007, *NJ* 2008/492, m.nt. J.B.M. Vranken (*Io Vivat*)
83. HR 20 april 2007, *JA* 2007/89 (*X en Y/Stichting Slotervaartziekenhuis*)
84. HR 15 juni 2007, *NJ* 2007/335 (*M./X en Y*)
85. HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/407 (*Exploitiemaatschappij De Oorsprong/Gemeente Utrecht*)
86. HR 13 juli 2007, *RAV* 2007/46 (*X/Fortis Corporate Insurance N.V.*)
87. HR 19 oktober 2007, *JOL* 2007/685 (*X/Interpolis Schade e.a.*)
88. HR 2 november 2007, *NJ* 2008/5, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Kessock/S.F.T. Bank*)
89. HR 30 november 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4606 (*erfgenamen arts/P.*)
90. HR 7 december 2007, *NJ* 2007/644 (*X en Y/Stichting Medisch Centrum Leeuwarden*)
91. HR 25 april 2008, *NJ* 2008/262 (*Boekema/Ouders*)
92. HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (*De Boer e.a./TMF*)
93. HR 27 juni 2008, *NJ* 2008/476 (*X e.a./Y*)
94. HR 27 juni 2008, *NJ* 2010/83, m.nt. J. Hijma (*Moerings/Mol Agrocom BV*)
95. HR 11 juli 2008, *JOR* 2008/272, m.nt. J.A. Voerman (*Van Haeren e.a./Fortisbank NV*)
96. HR 11 juli 2008, *NJ* 2008/401 (*Restrepo/Thiel Corporation N.V.*)
97. HR 5 december 2008, *NJ* 2009/387, m.nt. J.B.M. Vranken (*Stichting Ziekenhuis Rijnstater*)
98. HR 19 december 2008, *NJ* 2009/28 (*Smeets/Gemeente Heerlen*)
99. HR 9 januari 2009, *NJ* 2011/252, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*Landskroon/Van Egteren B.V.*)
100. HR 5 juni 2009, *NJ* 2009/257 (*X/Axa*)
101. HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199, m.nt. C.W.M. Lieverse (*De Treek/Dexia*)
102. HR 5 juni 2009, *NJ* 2012/183, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184 (*Levobl Bolle*)
103. HR 26 juni 2009, *NJ* 2009/418, m.nt. P. van Schilfgaarde (*X en Y/Eurocommerce Holding B.V.*)
104. HR 10 juli 2009, *NJ* 2011/43, m.nt. J. Hijma (*Vos/Trailerservice Nederland BV*)
105. HR 4 september 2009, *NJ* 2009/398 (*X en Y/Alternatieve Bouw en Ontwikkelingscombinatie Wateringseveld B.V.*)
106. HR 27 november 2009, *NJ* 2009/598 (*Peetom/AFM*)
107. HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*)
108. HR 4 december 2009, *NJ* 2010/67, m.nt. M.R. Mok (*Nabbel/Staalbankiers BV*)
109. HR 11 december 2009, *NJ* 2010/3 (*Velic/Lemmen*)

JURISPRUDENTIE

110. HR 10 juni 2010, *NJ* 2010/333 (*Foretes e.a./Van der Bie*)
111. HR 19 februari 2010, *NJ* 2011/121, m.nt. P.C.E. van Wijmen (*Chipshol III B.V./N.V. Luchthaven Schiphol*)
112. HR 11 juni 2010, *NJ* 2010/332 (*Sulman/Reaal*)
113. HR 18 juni 2010, *NJ* 2015/33, m.nt. T. Hartlief (*Doergal/Ymere*)
114. HR 9 juli 2010, *NJ* 2012/194, m.nt. C.E. du Perron onder *NJ* 2012/196 (*X/Y en Z*)
115. HR 1 oktober 2010, *NJ* 2013/81, m.nt. T. Hartlief (*Verhaeg/Jemiskens*)
116. HR 17 december 2010, *NJ* 2012/155, m.nt. T. Hartlief (*Hoogheemraadschap Amstel, Gooi en Vecht/Gemeente de Ronde Venen*)
117. HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls (*Fortis/Bourgonje*)
118. HR 4 februari 2011, *NJ* 2011/69 (*Amlin Corporate Insurance N.V. e.a./Deutz A.G. e.a.*)
119. HR 25 maart 2011, *NJ* 2011/139 (*Bremer/Hoogheemraadschap Rijnland*)
120. HR 29 april 2011, *NJ* 2011/191 (*Bouwcombinatie/Liander*)
121. HR 29 april 2011, *NJ* 2013/40, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2013/41 (*Van der Heijden/Dexia Bank Nederland N.V.*)
122. HR 8 juli 2011, *NJ* 2011/307 (*Zürich Versicherungsgesellschaft e.a./X*)
123. HR 8 juli 2011, *NJ* 2011/311 (*Stichting/Van Steenberg*)
124. HR 9 december 2011, *NJ* 2011/599 (*X en Y/Stichting Flevoziekenhuis*)
125. HR 23 december 2011, *NJ* 2012/377, m.nt. P. van Schilfgaarde (*X en Y/DNB en AFM*)
126. HR 3 februari 2012, *JOR* 2012/116, m.nt. S.B. van Baalen (*Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht U.A./X*)
127. HR 4 mei 2012, *NJ* 2016/197, m.nt. C.E. du Perron (*Huisman q.q./Hoskens*)
128. HR 5 oktober 2012, *NJ* 2013/140, m.nt. P. van Schilfgaarde en L.C.A. Verstappen; *JOR* 2012/328, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (*Sytsma c.s./Van der Heiden*)
129. HR 26 oktober 2012, *NJ* 2013/219, m.nt. M.M. Mendel (*Reaall/Athlon*)
130. HR 9 november 2012, *NJ* 2014/480, m.nt. W.D.H. Asser (*X/Y*)
131. HR 23 november 2012, *NJ* 2012/669 (*De erven A./B. en C.*)
132. HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (*Nationale Nederlanden/S. en L.*)
133. HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (*Deloitte/H. & H. Beheer e.a.*)
134. HR 11 januari 2013, *NJ* 2013/48 (*VOF Gebr. Griffioen e.a./De Groot*)
135. HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (*F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.*)
136. HR 3 mei 2013, *JA* 2013/99 (*X/Stichting Ziekenverpleging Aruba*)
137. HR 7 juni 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ1721, *NJ* 2014/99, m.nt. T. Hartlief (*Lansink B.V./Ritsma*)
138. HR 6 september 2013, ECLI:NL:HR:2013:CA1725, *NJ* 2013/176, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2013/311, m.nt. S.B. van Baalen (*X e.a./NBG Finance B.V.*)
139. HR 22 november 2013, ECLI:NL:HR:2013:1403, *JA* 2014/1, m.nt. S. Colsen (*X en Y/Z*)
140. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:831, *NJ* 2014/368, m.nt. T. Hartlief (*Reaal Schadeverzekeringen N.V./Gemeente Deventer*)
141. HR 28 maart 2014, ECLI:NL:HR:2014:736, *NJ* 2014/525, m.nt. P.C.E. van Wijmen en W.D.H. Asser (*X e.a./Gemeente De Bilt*)
142. HR 13 juni 2014, ECLI:NL:HR:2014:1385, *NJ* 2015/477, m.nt. J. Hijma (*Lindorff Purchase B.V./Statia*)
143. HR 3 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2895, *JA* 2015/15, m.nt. D.A. van der Kooij (*X/Saint-Gobain Weber Beamix B.V.*)

JURISPRUDENTIE

144. HR 12 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3593, *NJ* 2017/163, m.nt. W.D.H. Asser (*FAR Trading B.V./Edco Eindhoven B.V.*)
145. HR 19 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3654, *JA* 2015/27 (*X/Achmea Schadeverzekeringen N.V.*)
146. HR 30 januari 2015, ECLI:NL:HR:2015:178, *NJ* 2015/377, m.nt. S.D. Lindenberg (*Stichting Exploitatie Nederlandse Staatsloterij/Stichting Loterijverlies.nl*)
147. HR 19 juni 2015, ECLI:NL:HR:2015:1683, *NJ* 2016/1, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*X/Gemeente Zoeterwoude*)
148. HR 30 oktober 2015, ECLI:NL:HR:2015:3191 (*X e.a./Stichting ABAB*)
149. HR 27 november 2015, ECLI:NL:HR:2015:3399, *NJ* 2016/245, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*ABN AMRO Bank N.V./Stichting Belangenbehartiging Gedupeerde Beleggers Van den Berg*)
150. HR 12 februari 2016, ECLI:NL:HR:2016:236, *NJ* 2017/282, m.nt. J. Hijma (*Lindorf B.V./X*)
151. HR 19 februari 2016, ECLI:NL:HR:2016:288, *NJ* 2016/295, m.nt. S. Perrick (*X/Y*)
152. HR 8 juli 2016, ECLI:NL:HR:2016:1483, *NJ* 2017/262, m.nt. S.D. Lindenberg en J.S. Kortmann (*TenneT TSO B.V. e.a./ABB B.V. e.a.*)
153. HR 2 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2012, *NJ* 2017/9, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*B./Dexia Nederland B.V.*)
154. HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, *JOR* 2017/8, m.nt. S.A.L. van de Sande en D. van Tilborg; *AA* 2016/0867, m.nt. D. Busch (*Stichting FortisEffect e.a./Staat*)
155. HR 23 december 2016, ECLI:NL:HR:2016:2987, *NJ* 2017/133, m.nt. S.D. Lindenberg (*X e.a./Academisch Ziekenhuis behorende bij de Openbare Universiteit Rotterdam*)
156. HR 3 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:164, *NJ* 2017/146, m.nt. Tjong Tjin Tai (*Dexia Nederland B.V./De Vries*)
157. HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:214, *NJ* 2018/115 (*Avi Cranes Ltd./X*)
158. HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:208, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenberg (*X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.*)
159. HR 17 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:273, *NJ* 2017/115 (*X/Goudse Schadeverzekeringen N.V.*)
160. HR 17 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:279 (*X en Y/Goedvast Vastgoed B.V.*)
161. HR 24 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:484, *NJ* 2017/782 (*Hanzevast Beleggingen B.V. e.a./Ontwikkelingsmaatschappij G4 Beheer B.V.*)
162. HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1008, *JA* 2017/102 (*X/Stichting Free Press Unlimited*)
163. HR 9 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1053, *JOR* 2017/330 (*Hofstad Beheer B.V. e.a./Rixtel Assuradeuren B.V.*)
164. HR 27 oktober 2017, ECLI:NL:HR:2017:2786, *JA* 2018/8, m.nt. M.S.E. van Beurden (*X/Academisch Ziekenhuis Maastricht*)
165. HR 24 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:3018 (*Invinco GmbH/X*)
166. HR 1 december 2017, ECLI:NL:HR:2017:3051, *JA* 2018/3, m.nt. J.D. Kraaikamp (*X/Y en Z*)
167. HR 24 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:3018, *NJ* 2018/212 m.nt. A.I.M. van Mierlo (*Invinco GmbH/X*)
168. HR 27 oktober 2017, ECLI:NL:HR:2017:2789, *NJ* 2018/179, m.nt. J. Spier (*Staat/vrolijk*)
169. HR 29 juni 2018, ECLI:NL:HR:2018:1027, *NJ* 2018/294 (*X/Y en Z*)
170. HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1776, *NJ* 2018/399 (*X/Y*)
171. HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899, *JOR* 2019/30, m.nt. J. de Bie Leuveling Tjeenk (*Potplantenkwekerij*)

JURISPRUDENTIE

172. HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1935, *NJ* 2019/98, m.nt. E. Tjong Tjin Tai (*X/Dexia Nederlands B.V.*)
173. HR 22 februari 2019, ECLI:NL:HR:2019:269, *NJ* 2020/8, m.nt. J.L. Smeehuijzen (*Niet-naleving door NVM-verkoopmakelaar van NVM-meetinstructie*)
174. HR 15 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:354, *NJ* 2019/409, m.nt. L.A.D. Keus (*Boskalis Rijnland V.O.F. e.a./Provincie Zuid-Holland*)
175. HR 17 mei 2019, ECLI:NL:HR:2019:738, *NJ* 2019/213 (*Gemeente Doesburg/X*)
176. HR 19 juli 2019, ECLI:NL:HR:2019:1223, *NJ* 2019/356, m.nt. C.M.J. Ryngaert en J. Spier (*Staat/Stichting Mothers of Srebrenica e.a.*)
177. HR 19 juli 2019, ECLI:NL:HR:2019:1278, *NJ* 2020/391, m.nt. J. Spier (*Groningse aardbevingsschade*)
178. HR 20 september 2019, ECLI:NL:HR:2019:1409, *NJ* 2020/233, m.nt. S.D. Lindenbergh (*Schietincident Alphen aan den Rijn*)

Conclusies A-G

1. Conclusie van A-G J.B.M. Vranken bij HR 31 december 1993, *NJ* 1994/275 (*K./ABN AMRO Bank N.V.*)
2. Conclusie van waarnemend A-G A.R. Bloembergen bij HR 24 januari 1997, *NJ* 1999/56, m.nt. C.J.H. Brunner (*De Ridder/Staat*)
3. Conclusie van A-G J.B.M.M. Wuisman, ECLI:NL:PHR:2008:BD2820, bij HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (*De Boer e.a./TMF*)
4. Conclusie van A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2009:BH2162, bij HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*)
5. Conclusie van A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2010:BM9615, bij HR 8 oktober 2010, *NJ* 2010/545; *JOR* 2010/345, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (*X/Forward Business Parks 2000 N.V.*)
6. Conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, bij HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*Fortis/Bourgonje*)
7. Conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2012:BU5737, bij het 81 RO-arrest HR 10 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU5737 (*X/Y en Z*)
8. Conclusie van A-G A. Hammerstein, ECLI:NL:PHR:2012:BX8349, voor HR 14 december 2012, *NJ* 2013/236, m.nt. S.D. Lindenbergh onder *NJ* 2013/237 (*Nationale Nederlanden/S. en L.*)
9. Conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2012:BX7491, bij HR 21 december 2012, *NJ* 2013/237, m.nt. S.D. Lindenbergh (*Deloitte/H. & H. Beheer e.a.*)
10. Conclusie van A-G J. Spier, ECLI:NL:PHR:2013:BY6313, bij HR 8 februari 2013, *NJ* 2013/104 (*X/Staalbankiers N.V.*)
11. Conclusie van A-G J.L.R.A. Huydecoper, ECLI:NL:PHR:2013:BY6183, bij het 81 RO-arrest HR 22 februari 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY6183 (*Alternatieve Bouw en Ontwikkelingscombinatie Wateringseveld B.V./X en Y*)
12. Conclusie van A-G J.B.M.M. Wuisman, ECLI:NL:PHR:2013:BY8096, bij HR 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8096 (*Sepeba B.V./X B.V.*)
13. Conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:PHR:2016:843, bij het 81 RO-arrest HR 14 oktober 2016, ECLI:NL:HR:2016:2346 (*X/Y e.a.*)
14. Conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:871, voor HR 23 december 2016, *NJ* 2017/133, m.nt. S.D. Lindenbergh (*X e.a./Academisch Ziekenhuis behorende bij de Openbare Universiteit Rotterdam*)
15. Conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2016:1123, bij HR 10 februari 2017, *NJ* 2017/134, m.nt. S.D. Lindenbergh (*X/New India Assurance Co. Ltd. e.a.*)

JURISPRUDENTIE

16. Conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2017:430, bij HR 22 september 2017, ECLI:NL:HR:2017:2452 (X/Y en Z)
17. Conclusie van A-G W.L. Valk, ECLI:NL:PHR:2017:1090, bij het 81 RO-arrest HR 17 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:2898 (X/Gemeente Beemster)
18. Conclusie van A-G M.H. Wissink, ECLI:NL:PHR:2017:890, bij HR 24 november 2017, ECLI:NL:HR:2017:3018, *NJ* 2018/212, m.nt. A.I.M. van Mierlo (Invinco GmbH/X)
19. Conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2017:1100, bij het 81 RO-arrest HR 1 december 2017, ECLI:NL:HR:2017:3051 (X/Y en Z)
20. Conclusie van A-G T. Hartlief, ECLI:NL:PHR:2018:576, bij HR 12 oktober 2018, ECLI:NL:HR:2018:1899, *NJ* 2021/176, m.nt. G. van Solinge (X en Y/Gemeente Gilze en Rijen)
21. Conclusie van A-G E.M. Wesseling-van Gent, ECLI:NL:PHR:2018:1076, bij HR 11 januari 2019, ECLI:NL:HR:2019:4, *NJ* 2019/49 (X/Y c.s.)
22. Conclusie van A-G W.L. Valk, ECLI:NL:PHR:2018:1459, bij HR 22 februari 2019, ECLI:NL:HR:2019:269, *NJ* 2020/8, m.nt. J.L. Smeehuijzen (X e.a./Y e.a.)
23. Conclusie van A-G F.F. Langemeijer, ECLI:NL:PHR:2019:61, bij HR 8 maart 2019, ECLI:NL:HR:2019:326 (ABN AMRO Bank N.V./X)

Hof

1. Hof Amsterdam 24 juni 1953, *NJ* 1954/573 (*Polak/N.V. Nederlandse Agrarische Industrie e.a.*)
2. Hof Amsterdam 16 november 1989, *NJ* 1991/304 (*Dettmer/Verburg*)
3. Hof Amsterdam 27 mei 1993, *NJ* 1993/682 (*ABN AMRO Bank N.V./Vereniging Coopag Finance BV*)
4. Hof 's-Hertogenbosch 15 mei 1996, *JOR* 1996/70 (*Philips Electronics N.V./VEB e.a.*)
5. Hof Amsterdam 5 december 2002, *JOR* 2003/116, m.nt. F.M.A. 't Hart (*Van Luyn/Dexia Nederland NV*)
6. Hof 's-Gravenhage 29 juni 2004, *JOR* 2004/298, m.nt. Th.A.L. Kliebisch (*Nederlandsche Trustmaatschappij B.V. en Ingenieursbureau Thunnissen B.V./Stichting OFASEC B.V. e.a.*)
7. Hof Amsterdam 7 oktober 2004, *JOR* 2004/329 (*Stichting Lipstick Effect e.a./ABN AMRO Bank N.V.*)
8. Hof Amsterdam 15 december 2005, *JOR* 2006/50 (*De Boer e.a./TMF*)
9. Hof Amsterdam 3 mei 2007, *JOR* 2007/154, m.nt. M.W. den Boogert (*VEB e.a./World Online e.a.*)
10. Hof Amsterdam 30 september 2008, *JOR* 2008/312 (*Schoonhoven/ Noordnederlands Effektenkantoor BV*)
11. Hof Amsterdam 4 november 2008, *JOR* 2009/15, m.nt. J.A. Voerman (*Bourgonjel/Fortis*)
12. Hof 's-Hertogenbosch 16 december 2008, *JOR* 2009/164 (*Van Doorn e.a./ Coöperatieve Rabobank Centraal Zuid-Limburg*)
13. Hof Amsterdam 28 januari 2009, *NJ* 2010/443 m.nt. J.M. Reijntjes (*Strafzaak CFO Ahold*)
14. Hof Amsterdam 29 april 2009, *JOR* 2009/325, m.nt. A.F.J.A. Leijten (*Shell Petroleum N.V. e.a./Dexia Bank Nederland N.V. e.a.*)
15. Hof Amsterdam 15 juli 2009, *JOR* 2009/325, m.nt. A.C.W. Pijls (*Vedior*)
16. Hof Amsterdam 1 december 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BK4978, *JOR* 2010/66, m.nt. C.W.M. Lieverse (*Dexia Bank Nederland N.V./Van der Heijden*)
17. Hof Arnhem 16 maart 2010, *JA* 2010/68 (*Stroomstoring door graafwerkzaamheden*).
18. Hof Amsterdam 27 april 2010, *JOR* 2010/161 (*Van den Bogaert/ ABN AMRO Bank N.V.*)

JURISPRUDENTIE

19. Hof Leeuwarden 11 mei 2010, *JOR* 2010/195, m.nt. C.W.M. Lieveise (*X/Achmea Pensioen- en Levensverzekeringen N.V.*)
20. Hof 's-Hertogenbosch 22 juni 2010, ECLI:NL:GHSHE:2010:BM9516 (*X/ABN AMRO Bank N.V.*)
21. Hof 's-Hertogenbosch 14 september 2010, *JOR* 2010/310 (*X e.a./F. van Lanschot Bankiers N.V.*)
22. Hof Amsterdam 2 november 2010, *JOR* 2011/80 (*Prenger/ABN AMRO Bank N.V.*)
23. Hof 's-Gravenhage 23 november 2010, *JOR* 2011/49, m.nt. P.J. van der Korst (*A. de Boer e.a./TMF Financial Services B.V.*)
24. Hof Leeuwarden 12 december 2010, ECLI:NL:GHLEE:2010:BP1087 (*Unitohl B.V. e.a./Plas & Bossinade*)
25. Hof Amsterdam 29 maart 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BR1762 (*X e.a./ ABN AMRO Bank N.V.*)
26. Hof 's-Hertogenbosch 12 april 2011, ECLI:NL:GHSHE:2011:BY8749 (*X e.a./Y e.a.*)
27. Hof 's-Hertogenbosch 2 augustus 2011, *JOR* 2012/72, m.nt. A.D.M. Bras (*Van Valen/Maatschap Goos-van Gool*)
28. Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 15 december 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BU8414, *JOR* 2012/77, m.nt. J.F. Ouwehand (*VEB e.a./Landis e.a.*)
29. Hof Amsterdam 31 januari 2012, *JOR* 2012/115, m.nt. K. Frielink (*X/ABN AMRO Bank N.V.*)
30. Hof Amsterdam 5 juni 2012, *NJF* 2012/312 (*X en Y/Z*)
31. Hof Amsterdam 3 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX1726 (*Dexia Bank Nederland B.V./X*)
32. Hof Amsterdam 10 juli 2012, *JOR* 2015/70, m.nt. G.T.J. Hoff (*Super de Boer/VEB*)
33. Hof Leeuwarden 31 juli 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BX3099 (*X e.a./Y*)
34. Hof 's-Hertogenbosch 16 oktober 2012, ECLI:NL:GHSHE:2012:BY1296 (*X/Y e.a.*)
35. Hof Arnhem-Leeuwarden 29 januari 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:BZ7134 (*X/DFA B.V.*)
36. Hof Amsterdam 4 juni 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:1658 (*X/ABN AMRO Bank N.V.*)
37. Hof Arnhem-Leeuwarden 4 juni 2013, ECLI:NL:GHARL:2013:CA2120, *JA* 2013/119, m.nt. H.J. Delhaas (*X/Notariskantoor Oosterhesselen*)
38. Hof Den Haag 18 maart 2014, *JOR* 2014/136, m.nt. C.W.M. Lieveise en M.H.C. Sinninghe Damsté (*Stichting Belangenbehartiging Gedupeerde Beleggers Van den Berg/ABN AMRO Bank N.V.*)
39. Hof 's-Hertogenbosch 15 april 2014, *JOR* 2014/168, m.nt. B.T.M. van der Wiel en I.J.F. Wijnberg (*Holding Westkant B.V./ABN AMRO Bank N.V.*)
40. Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, *JOR* 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos (*Stichting FortisEffect/Staat der Nederlanden en Ageas*)
41. Hof 's-Hertogenbosch 9 september 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:3526 (*Van Valen/Maatschap Goos-van Gool e.a.*)
42. Hof Arnhem-Leeuwarden 4 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8423 (*Dam Invest s.a.r.l./X ey Y*)
43. Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, *JOR* 2015/71, m.nt. G.T.J. Hoff (*Stichting Procedure SdB/VEB*)
44. Hof 's-Hertogenbosch 23 december 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:5472 (*X/Y e.a.*)
45. Hof Den Haag 24 februari 2015, *JOR* 2015/147, m.nt. C.W.M. Lieveise (*Van der Heiden/Van Meer-Van Santen e.a.*)
46. Hof 's-Hertogenbosch 14 juni 2016, ECLI:NL:GHSHE:2016:2346 (*Semax B.V. e.a./ F. van Lanschot Bankiers N.V.*)
47. Hof Arnhem-Leeuwarden 5 juli 2016, ECLI:NL:GHARL:2016:5454, *JONDR* 2016/993 (*Invinco GmbH/X*)

JURISPRUDENTIE

48. Hof Arnhem-Leeuwarden 20 oktober 2016, ECLI:NL:GHARL:2015:7904, *JOR* 2016/64, m.nt. F.P.C. Strijbos (*X e.a./Y*)
49. Hof Amsterdam 6 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2127, *JONDR* 2017/1044 (*X/Theodoor Gilissen Bankiers N.V.*)
50. Hof Amsterdam 16 juni 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:2257, *JOR* 2018/10, m.nt. J.S. Kortmann (*Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.*)
51. Hof Arnhem-Leeuwarden 25 juli 2017, ECLI:NL:GHARL:2017:6467 (*X/Y en Z*)
52. Hof Amsterdam 5 februari 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:368, *NJF* 2018/167 (*Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.*)
53. Hof Amsterdam 13 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2422, *JOR* 2018/246, m.nt. I.N. Tzankova (*Ageas S.A./N.V e.a./X e.a.*)
54. Hof Den Haag 25 september 2018, ECLI:NL:GHDHA:2018:2417, *NJF* 2018/566 (*International Strategies Group Ltd./Natwest Markets N.V.*)
55. Hof 's-Hertogenbosch 25 september 2018, ECLI:NL:GHSHE:2018:3958, *JA* 2018/163 (*X en Y/Z*)
56. Hof Amsterdam 3 maart 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:643, *JOR* 2020/276, m.nt. U.B. Verboom (World Fashion Centre Amsterdam Vastgoed B.V./X)

Rechtbank

1. Rb. Maastricht 1 juli 2002, *JOR* 2002/166, m.nt. K. Frielink (*Keuls/ING Bank N.V.*)
2. Rb. Amsterdam 24 januari 2007, *JOR* 2007/94, m.nt. F.M.A. 't Hart (*Laan e.a./Wijis & Van Oostveen B.V.*)
3. Rb. Amsterdam 27 april 2007, *JOR* 2007/151-153, m.nt. J.A. Voerman onder *JOR* 2007/153 (*Koremans en de Weerd/Dexia Bank Nederland N.V.*)
4. Rb. Utrecht 20 februari 2008, ECLI:NL:RBUTR:2008:BC4542 (*X/DEFAM Financieringen B.V. e.a.*)
5. Rb. Amsterdam 11 juni 2008, *JOR* 2009/133 (*Stichting Claim Lengai/Feederlines B.V. e.a.*)
6. Rb. Amsterdam 25 juni 2008, ECLI:NL:RBAMS:2008:BD6614, *NJF* 2008/358 (*Fratini e.a./Peters e.a.*)
7. Rb. Amsterdam 30 juli 2008, HA ZA 05-1645 (niet gepubliceerd) (*Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.*)
8. Rb. 's-Gravenhage 20 oktober 2009, ECLI:NL:RBSGR:2009:BK0741, *Ondernehmensrecht* 2009/175 m.nt. A.C.W. Pijls (*X/Staat*)
9. Rb. Amsterdam 28 april 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BY9022 (*Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.*)
10. Rb. Amsterdam 2 maart 2011, *JOR* 2011/147; *JA* 2011/96, m.nt. W.H. Bouman (*Universal Pensioen B.V./ABN AMRO Bank N.V.*)
11. Rb. Amsterdam 21 december 2011, *JOR* 2012/81 (*X Holding B.V./Wealth Management Partners N.V.*)
12. Rb. Rotterdam 18 januari 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BV1977 (*X en Y/Deloitte Belastingadviseurs B.V.*)
13. Rb. Almelo 8 februari 2012, ECLI:NL:RBALM:2012:BV3132, *JONDR* 2012/423 (*Daniëls & Stekelenburg q.q./X e.a.*)
14. Rb. Utrecht 15 februari 2012, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (*Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.*)
15. Rb. Amsterdam 7 maart 2012, *JOR* 2012/216 (*Dommerhold/ABN AMRO Bank N.V.*)
16. Rb. Utrecht 7 november 2012, *JONDR* 2013/231 (*Dam Invest S.A.R.L./X en Y*)
17. Rb. 's-Gravenhage 19 december 2012, *JOR* 2013/47 (*X/Y e.a.*)
18. Rb. Zeeland-West-Brabant 1 mei 2013, *JA* 2013/125 (*X en Y/Solplaya B.V. e.a.*)
19. Rb. Rotterdam 11 april 2012, *NJF* 2012/296 (*Rozenkwekerij Pink Delight B.V./Gemeente Rotterdam*)

JURISPRUDENTIE

20. Rb. Rotterdam 27 februari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ6047 (*Patrimoniums woningstichting/X*)
21. Rb. Midden-Nederland 19 juni 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:CA3225, *JOR* 2013/237, m.nt. U.B. Verboom (*Van Andel en Dulack q.q./X e.a.*)
22. Rb. Noord-Nederland van 16 oktober 2013, ECLI:NL:RBNNE:2013:6292 (*MK Technische Handelsgroep B.V./B. Beheer B.V.*)
23. Rb. Midden-Nederland 22 januari 2014, ECLI:NL:RBMNE:2014:116, *JONDR* 2014/564 (*Bruil Bouwbedrijf Ede B.V./X e.a.*)
24. Rb. Rotterdam 23 mei 2014, *NJF* 2014/399 (*Majestic Automaten B.V./X*)
25. Rb. Amsterdam 30 september 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:6932, *JOR* 2016/182, m.nt. J. van Bekkum (*Fairstar Heavy Transport N.V./X e.a.*)
26. Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *JOR* 2015/330, m.nt. U.B. Verboom (*VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus*)
27. Rb. Amsterdam 23 december 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:9495, *JONDR* 2016/412 (*Archand S.A.R.L./AGEAS S.A./N.V. e.a.*)
28. Rb. Oost-Brabant 27 januari 2016, *NJF* 2016/138 (*Jenarc B.V./X*)
29. Rb. Noord-Holland 30 maart 2016, ECLI:NL:RBNHO:2016:3506 (*X/Wilgenhage Vermogensbeheer B.V.*)
30. Rb. Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, met commentaar E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls (*X/Koninklijke Ahold N.V. e.a.*)
31. Rb. Den Haag 29 juni 2016, *JOR* 2016/291, m.nt. C. Dullaart (*Advistaall/Coöperatieve Rabobank Den Haag en omgeving U.A.*)
32. Rb. Midden-Nederland 27 juli 2016, ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, *JOR* 2016/305, m.nt. G.T.J. Hoff (*VEB/Ziggo Holding B.V.*)
33. Rb. Noord-Nederland 13 december 2017, ECLI:NL:RBNNE:2017:4769 (*X e.a./Bouwhuis en Wiegel*)
34. Rb. Amsterdam 26 januari 2018, ECLI:NL:RBMNE:2018:303 (*X B.V. c.s./Y B.V. c.s.*)
35. Rb. Limburg 9 mei 2018, ECLI:NL:RBLIM:2018:4295, *JA* 2018/98 (*X/Staatsloterij B.V.*)
36. Rb. Noord-Holland 20 juni 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:5752, *JA* 2018/174, m.nt. J. Verstoep (*X/Universiteit Nyenrode B.V.*)
37. Rb. Amsterdam 13 februari 2019, ECLI:NL:RBAMS:2019:807, *JONDR* 2019/314 (*Fairstar Heavy Transport B.V./Cadenza Management ltd. e.a.*)

Commissie van Beroep DSI en Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening

1. Commissie van Beroep DSI nr. 1 d.d. 12 februari 2001
2. Commissie van Beroep DSI nr. 12 d.d. 30 juli 2002, *JOR* 2002/165, m.nt. K. Frielink onder *JOR* 2002/166
3. Commissie van Beroep DSI nr. 369 d.d. 31 maart 2009
4. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2010-387 d.d. 17 mei 2010
5. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2010-390 d.d. 14 oktober 2010, *JOR* 2010/348, m.nt. C.W.M. Lieveerse, r.o. 4.3.3;
6. Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2010-394 d.d. 1 juli 2010
7. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-15 d.d. 24 juli 2012
8. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-19 d.d. 1 oktober 2012
9. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-22 d.d. 19 november 2012, r.o. 4.3.2.
10. Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-33 d.d. 24 juli 2012, r.o. 3.9
11. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2012-458 d.d. 19 november 2012, *JOR* 2013/44 (Seuren/ ABN AMRO Bank N.V.)
12. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2013-06 d.d. 31 januari 2013

JURISPRUDENTIE

13. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2013-15 d.d. 24 mei 2013
14. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2013-027 d.d. 25 september 2013
15. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2013-34 d.d. 30 mei 2013
16. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2014-008 d.d. 5 februari 2014
17. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-022 d.d. 14 augustus 2015
18. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-028 d.d. 1 september 2015
19. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-034 d.d. 27 oktober 2015
20. Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2015-038A d.d. 7 december 2015
21. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2016-002 d.d. 27 januari 2016
22. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening 2016-012 d.d. 20 april 2016
23. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2016-033 d.d. 11 oktober 2016
24. Commissie van beroep Financiële Dienstverlening nr. 2017-032 d.d. 19 oktober 2017
25. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2017-033A d.d. 25 oktober 2017
26. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening nr. 2017-036 d.d. 6 november 2017
27. Commissie van Beroep Financiële Dienstverlening 2018-036 d.d. 9 mei 2018

Klachtencommissie DSI en Geschillencommissie Financiële Dienstverlening

1. Klachtencommissie DSI nr. 37 d.d. 16 juli 2008
2. Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 2009-083 d.d. 12 oktober 2009
3. Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 2017-406 d.d. 3 juli 2017

Overige rechterlijke uitspraken

1. CBB 26 april 2016, ECLI:NL:CBB:2016:93, *JOR* 2016/160, m.nt. C.W.M. Lieveise (DNB/Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken e.a.)
2. Gerecht in Eerste Aanleg van de Nederlandse Antillen 10 augustus 2009, *JOR* 2009/265 (M.C. e.a./Ennia Caribe Leven N.V.)
3. Citigroup Inc., et al. v. AHW Investment Partnership, et al., 140 A.3d 1125 (Del. 2016)

Supreme Court of the United States

1. Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971)
2. Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128 (1972)
3. Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975)
4. Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).
5. TSC Industries, Inc. v. Northway, 426 U.S. 438 (1976)
6. Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)
7. John Nuveen & Co. v. Sanders, 450 U.S. 1005 (1981)
8. Herman & MacLean v. Huddleston 459 U.S. 375 (1983)
9. Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S. 1 (1985)
10. Randall v. Loftsgaarden, 478 U.S. 647 (1986)
11. Basic v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)
12. Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622 (1988)
13. Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561, 576 (1995)
14. Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005)
15. Tellabs, Inc. v. Makor Issus & Rights, Ltd., 551 U.S. 308 (2007)
16. Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta, 552 U.S. 148 (2008)
17. Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 563 U.S. 27 (2011)

JURISPRUDENTIE

18. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804 (2011)
19. Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders, 564 U.S. 135 (2011)
20. Amgen Inc. et al. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 568 U.S. 455 (2013)
21. Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258 (2014)
22. Omnicare, Inc. v. Laborers Dist. Council Const. Industry, 575 U.S. 175 (2015)

Aangehaalde Amicus Briefs in zaken bij de Supreme Court

1. *Brief for the United States as Amicus Curiae Supporting Petitioner* in de zaak Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804 ('Halliburton I'), te raadplegen via <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/erica-p-john-fund-inc-v-halliburton-co/>.
2. *Brief for Law Professors as Amicus Curiae Supporting of Petitioners* in de zaak Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 563 U.S. 804 ('Halliburton I') te raadplegen via <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/erica-p-john-fund-inc-v-halliburton-co/>.
3. *Brief of Securities Law Scholars as Amici Curiae in Support of Respondent* in de zaak Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 573 U.S. 258 (2014) ('Halliburton II'), te raadplegen via <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/halliburton-co-v-erica-p-john-fund-inc/>.

United States Court of Appeals

1. Birnbaum v. Newport Steel Corp., 193 F.2d 461 (2d Cir. 1952)
2. SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968)
3. Heit v. Weitzen, 402 F.2d 909 (2d Cir. 1968)
4. Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374 (2d Cir.1974)
5. Harris v. Am. Inv. Co. 253 F.2d 220 (8th Cir. 1975)
6. Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975)
7. Barnes v. Osofsky, 373 F.2d 269 (2d Cir. 1976)
8. Little v. First California 532 F.2d 1302 (9th Cir. 1976)
9. Green v. Occidental Petroleum Corp., 541 F.2d 891 (9th Cir. 1976)
10. Dupuy v. Dupuy, 551 F.2d 1005 (5th Cir. 1977)
11. Arthur Young & Co. V. United States District Court, 549 F.2d 686 (9th Cir. 1977)
12. Vervaecke v. Chiles, Heider & Co., Inc., 578 F.2d 713 (8th Cir. 1978)
13. Ross v. Robins Co., 607 F.2d 545 (2d Cir. 1979)
14. Zweig v. Hearst Corp., 594 F.2d 1261 (9th Cir. 1979)
15. Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629 F.2d 705 (2d Cir.1980)
16. Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980)
17. Sanders v. John Nuveen & Co. 619 F.2d 1222 (7th Cir. 1980)
18. Wilson v. Comtech Telecomms. Corp., 648 F.2d 88 (2d Cir. 1981)
19. State Teachers Retirement Bd. v. Fluor Corp., 654 F.2d 843 (2d Cir. 1981)
20. Sharp v. Coopers & Lybrand 649 F.2d 175 (3d Cir. 1981)
21. Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981)
22. Shores v. Sklar, 647 F.2d 462 (5th Cir. 1981)
23. Berger v. Bishop Investment Corporation, 695 F.2d 302 (8th Cir. 1982)
24. Kline v. Wolf, 702 F.3d 400 (2d Cir. 1983)
25. Zobrist v. Coal-X, Inc., 708 F.2d 1511 (10th Cir. 1983)
26. T.J. Raney & Sons, Inc. V. Fort Cobb, Oklahoma Irrigation Fuel Authority, 717 F.2d 1330 (10th Cir. 1983)
27. Thompson v. Barney, Harris Upham & Co., Inc., 709 F.2d 1413 (11th Cir. 1983)
28. Greenfield v. Heublein, Inc., 742 F.2d 751 (3d Cir.1984)
29. Lipton v. Documation, Inc., 734 F.2d 740 (11th Cir. 1984)
30. Cavalier Carpets, Inc. v. Caylor, 746 F.2d 749 (11th Cir.1984)
31. Goldman v. Belden, 754 F.2d 1059 (2d Cir. 1985)

JURISPRUDENTIE

32. *Manufacturers Hanover Trust Co. v. Drysdale Securities Corp.*, 801 F.2d 13 (2d Cir. 1986)
33. *Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154 (3d Cir. 1986)
34. *In re Letterman Bros. Energy Securities Litigation*, 799 F.2d 967 (5th Cir. 1986)
35. *Finkel v. Docutel/Olivetti Corp.*, 817 F.2d 356 (5th Cir. 1987)
36. *Harris Trust & Sav. Bank v. Ellis*, 810 F.2d 700 (7th Cir. 1987)
37. *Flamm v. Eberstadt*, 814 F.2d 1169 (7th Cir. 1987)
38. *Gianukos v. Loeb Rhoades & Co. Inc.*, 822 F.2d 648 (7th Cir. 1987)
39. *Kirkpatrick v. J.C. Bradford & Co.*, 827 F.2d 718 (11th Cir. 1987)
40. *Zlotnick v. Tie Communications*, 836 F.2d 818, 822 (3d Cir. 1988)
41. *Abell v. Potomac Ins. Co.*, 858 F.2d 1104 (5th Cir. 1988)
42. *In re Phillips Petroleum Securities Litigation*, 881 F.2d 1236 (3d Cir.1989)
43. *Craftmatic Securities Litigation v. Kraftsow*, 890 F.2d 628 (3d Cir. 1989)
44. *Goldberg v. Household Bank*, 890 F.2d 965 (7th Cir. 1989)
45. *Wielgos v. Commonwealth Edison*, 892 F.2d 509 (7th Cir. 1989)
46. *Casella v. Webb*, 883 F.2d 805 (9th Cir. 1989)
47. *Moore v. Kayport Package Exp., Inc.*, 885 F.2d 531 (9th Cir. 1989)
48. *In re Apple Computer Securities Litigation*, 886 F.2d 1109 (9th Cir. 1989)
49. *Pelletier v. Stuart-James Co.*, 863 F.2d 1550 (11th Cir. 1989)
50. *Ross v. Bank South, N.A.*, 885 F.2d 723 (11th Cir. 1989)
51. *Backman v. Polaroid Corp.*, 910 F.2d 10 (1st Cir. 1990)
52. *Hoxworth v. Blinder, Robinson & Co.*, 903 F.2d 186 (3d Cir. 1990)
53. *Fine v. American Solar King Corp.*, 919 F.2d 290 (5th Cir. 1990)
54. *Cyrak v. Lemon*, 919 F.2d 320 (5th Cir. 1990)
55. *Freeman v. Laventhol & Horwath*, 915 F.2d 193 (6th Cir. 1990)
56. *Bastian v. Petren Resources Corporation*, 892 F.2d 680 (7th Cir. 1990)
57. *Sowell v. Butcher & Singer, Inc.*, 926 F.2d 289 (3d Cir.1991)
58. *Molecular Technology Corp. V. Valentine*, 925 F.2d 910 (6th Cir. 1991)
59. *Ackerman v. Schwartz*, 947 F.2d 841 (7th Cir. 1991)
60. *In re Convergent Technologies Securities Litigation*, 948 F.2d 507 (9th Cir.1991)
61. *Citibank N.A. v. K-H Corp.*, 968 F.2d 1489 (2d Cir.1992)
62. *Akin v. Q-L Invs., Inc.*, 959 F.2d 521 (5th Cir.1992)
63. *Pommer v. Medtest Corp.*, 961 F.2d 620 (7th Cir. 1992)
64. *Ambrosino v. Rodman & Renshaw, Inc.*, 972 F.2d 776 (7th Cir. 1992)
65. *Hanon v. Dataproducts Corp.*, 976 F.2d 497 (9th Cir. 1992)
66. *Atari Corp. V. Ernst & Whinney*, 981 F.2d 1025 (9th Cir. 1992)
67. *In re Time Warner Inc. Securities Litigation* 9 F.3d 259 (2d Cir. 1993)
68. *Brown v. E.F. Hutton Group, Inc.*, 991 F.2d 1020 (2d Cir. 1993)
69. *In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation-Taj Mahal Litigation*, 7 F.3d 357 (3d Cir. 1993)
70. *Raab v. General Physics Corp.*, 4 F.3d 286 (4th Cir. 1993)
71. *Cox v. Collins*, 7 F.3d 394 (4th Cir.1993)
72. *Krim v. BancTexas Group, Inc.*, 989 F.2d 1435 (5th Cir. 1993)
73. *Eckstein v. Balcor Film Investors*, 8 F.3d 1121 (7th Cir. 1993)
74. *First Nationwide Bank v. Gelt Funding Corp.*, 27 F.3d 763 (2d Cir.1994)
75. *Hillson Partners L.P. v. Adage, Inc.*, 42 F.3d 204 (4th Cir. 1994)
76. *Ockerman v. May Zima & Co.*, 27 F.3d 1151 (6th Cir. 1994)
77. *In re World of Wonder Securities Litigation*, 35 F.3d 1407 (9th Cir. 1994)
78. *Kowal v. MCI Communications Corp.*, 16 F.3d 1271 (D.C. Cir. 1994)
79. *McMahan & Co. v. Wherehouse Entertainment, Inc.*, 65 F.3d 1044 (2d Cir. 1995)
80. *Stransky v. Cummins Engine Co., Inc.* 51 F.3d 1329 (7th Cir. 1995)
81. *Grassi v. Information Resources*, 63 F.3d 596 (7th Cir. 1995)

JURISPRUDENTIE

82. *Searls v. Glasser*, 64 F.3d 1061 (7th Cir. 1995)
83. *Shaw v. Digital Equip. Corp.*, 82 F.3d 1194 (1st Cir.1996)
84. *Gross v. Summa Four, Inc.*, 93 F.3d 987 (1st Cir.1996)
85. *Harsco Corp. v. Segui*, 91 F.3d 337 (2d Cir. 1996)
86. *In re HealthCare Compare Corp. Securities Litigation*, 75 F.3d 276 (7th Cir. 1996)
87. *In re Syntex Corp. Securities Litigation*, 95 F.3d 922 (9th Cir. 1996)
88. *Provenz v. Miller*, 102 F. 3d 1478 (9th Cir. 1996)
89. *Suna v. Bailey Corp.* 107 F.3d 64 (1st Cir. 1997)
90. *Lazard Freres & Co. v. Protective Life Insurance Co.*, 108 F.3d 1531 (2d Cir. 1997)
91. *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410 (3d Cir. 1997)
92. *Eisenstadt v. Centel Corporation*, 113 F.3d 738 (7th Cir. 1997)
93. *In re NationSmart Corp. Securities Litigation*, 130 F.3d 309 (8th Cir. 1997)
94. *Cooper v. Pickett*, 137 F.3d 616 (9th Cir. 1997)
95. *In re IBM Corporate Securities Litigation*, 163 F3d 102 (2d Cir. 1998)
96. *Rubin v. Schottenstein, Zox & Dunn*, 143 F.3d 263 (6th Cir. 1998)
97. *Goldkrantz v. Griffin*, 201 F.3d 431 (2d Cir. 1999)
98. *Binder v. Gillespie*, 184 F.3d 1059 (9th Cir.1999)
99. *Heliotrope General, Inc. V. Ford Motor Co.*, 189 F.3d 971 (9th Cir. 1999)
100. *Ambassador Hotel Co. v. Wei-Chuan Investment*, 189 F.3d 1017 (9th Cir. 1999)
101. *Hertzberg v. Dignity Partners, Inc.*, 191 F.3d 1076 (9th Cir. 1999)
102. *AUSA Life Ins. Co. v. Ernst & Young*, 206 F.3d 202 (2d Cir.2000)
103. *Novak v. Kasaks*, 216 F.3d 300 (2d Cir. 2000)
104. *Ganino v. Citizens Utilities Co.*, 228 F.3d 154 (2d Cir. 2000)
105. *Winkler v. Wigley*, 242 F.3d 369 (2d Cir. 2000)
106. *Semerenko v. Cendant*, 223 F.3d 165, (3d Cir. 2000)
107. *Oran v. Stafford*, 226 F.3d 275 (3d Cir. 2000)
108. *Joseph v. Wiles*, 223 F.3d 1155 (10th Cir. 2000)
109. *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87 (2d Cir.2001)
110. *Castellano v. Young & Rubicam*, 257 F.3d 171 (2d Cir.2001)
111. *Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 259 F.3d 154 (3d Cir. 2001)
112. *Johnston v. HBO Film Mgmt.*, 265 F.3d 178 (3d Cir. 2001)
113. *Nathenson v. Zonagen Inc.*, 267 F.3d 400 (5th Cir. 2001)
114. *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F.3d 806 (7th Cir. 2001)
115. *In re Cabletron Systems, Inc.*, 311 F.3d 11 (1st Cir. 2002)
116. *Ausa Life Insurance Co. v. Ernst & Young*, 39 Fed. Appx. 667 (2d Cir. 2002)
117. *In re NAHC, Inc. Securities Litigation*, 306 F.3d 1314 (3d Cir. 2002)
118. *Marsh Group v. Graff*, 46 Fed. Appx. 140 (4th Cir. 2002)
119. *West v. Prudential Sec., Inc.*, 282 F.3d 935 (7th Cir. 2002)
120. *Lee v. Ernst & Young, LLP*, 294 F.3d 969 (8th Cir. 2002)
121. *In re Navarre Corp. Securities Litigation*, 299 F.3d 735 (8th Cir. 2002)
122. *DeMaria v. Andersen*, 318 F.3d 170 (2d Cir. 2003)
123. *Emergent Capital Inv. Mgt., LLC v. Stonepath Group Inc.*, 343 F.3d 189 (2d Cir. 2003)
124. *Miller v. Champion Enters. Inc.*, 346 F.3d 660 (6th Cir. 2003)
125. *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824 (8th Cir. 2003)
126. *No. 84 Employee-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. Am. West Holding Co.*, 320 F.3d 920 (9th Cir. 2003)
127. *Broudo v. Dura Pharmaceuticals Inc.*, 339 F.3d 933 (9th Cir. 2003)
128. *Rombach v. Chang*, 355 F.3d 164 (2d Cir. 2004)
129. *In re Adams Golf, Inc. Securities Litigation*, 381 F.3d 267 (3d Cir. 2004)
130. *Gariety v. Grant Thornton*, 368 F.3df 356 (4th Cir. 2004)
131. *Greenhouse v. MCG Capital Corporation*, 392 F.3d 650 (4th Cir. 2004)
132. *Greenberg v. Crossroad Systems, Inc.* 364 F.3d 657 (5th Cir. 2004)

JURISPRUDENTIE

133. *Monroe Employees Retirement System v. Bridgestone Corp.*, 399 F.3d 651 (6th Cir. 2004)
134. *Asher v. Baxter Int'l Inc.*, 377 F.3d 727 (7th Cir. 2004)
135. *La Grasta v. First Union Securities, Inc.*, 358 F.3d 840 (11th Cir. 2004)
136. *Stone & Webster*, 414 F.3d 187 (1st Cir. 2005)
137. *In re Xcelera.com Securities Litigation*, 430 F.3d 503 (1st Cir. 2005)
138. *In re Polymedica Securities Litigation*, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005)
139. *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005)
140. *Starr ex rel. Estate of Sampson v. Georgeson Shareholder, Inc.*, 412 F.3d 103 (2d Cir. 2005)
141. *Black v. Finantra Capital, Inc.*, 418 F.3d 203 (2d Cir. 2005)
142. *In re Merck & Co., Inc. Securities Litigation*, 432 F.3d 261 (3d Cir. 2005)
143. *Unger v. Amedisys Inc.*, 401 F.3d 316 (5th Cir. 2005)
144. *Krim v. pcOrder.com, Inc.* 402 F.3d 489 (5th Cir. 2005)
145. *Bell v. Ascendant* 422 F.3d 307 (5th Cir. 2005)
146. *In re Daou Systems, Inc., Securities Litigation*, 411 F.3d 1006 (9th Cir. 2005)
147. *Livid Holdings Ltd. v. Salomon Smith Barney, Inc.*, 416 F.3d 940 (9th Cir. 2005)
148. *Mortensen v. Snavely*, 145 Fed. Appx. 218 (9th Cir. 2005)
149. *In re Initial Public Offering Securities Litigation*, 471 F.3d 24 (2d Cir. 2006)
150. *Glaser v. Enzo Bichem, Inc.*, 464 F.3d 474 (4th Cir. 2006)
151. *ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd.*, 493 F.3d 87 (2d Cir. 2007)
152. *McCabe v. Ernst & Young, LLP*, 494 F.3d 418 (3d Cir. 2007)
153. *Teachers' Retirement System of Louisiana v. Hunter*, 477 F.3d 162 (4th Cir. 2007)
154. *Regents of Univ. of Cal. v. Credit Suisse First Boston (USA), Inc.*, 482 F.3d 372 (5th Cir. 2007)
155. *Oscar Private Equity Investments*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007)
156. *Brown v. Earthboard Sports, USA, Inc.*, 481 F.3d 901 (6th Cir. 2007)
157. *Sherwin v. Citigroup Global Markets*, 482 F.3d 991 (7th Cir. 2007)
158. *APA Excelsior III L.P. v. Premiere Technologies, Inc.*, 476 F.3d 1261 (11th Cir. 2007)
159. *In re Salomon Analyst Metromedia Litigation*, 544 F.3d 474 (2d Cir. 2008)
160. *Teamsters Local 445 Freight Division Pension Fund v. Bombardier Inc.*, 546 F.3d 196 (2d Cir. 2008)
161. *Luskin v. Invoice-Brite Inc.*, 261 Fed. Appx. 697 (5th Cir. 2008)
162. *Schaaf v. Residential Funding Corporation*, 517 F.3d 544 (8th Cir. 2008)
163. *In re Gilead Sciences Securities Litigation*, 536 F.3d 1049 (9th Cir. 2008)
164. *Metzler Inv. GMBH v. Corinthian Colls., Inc.*, 540 F.3d 1049 (9th Cir. 2008)
165. *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Co.*, 553 F.3d 187 (2d Cir. 2009)
166. *In re Flag Telecom Holdings, Ltd. Securities Litigation*, 574 F.3d 29 (2d Cir. 2009)
167. *Alaska Electrical Pension Fund v. Pharmacia Corporation* 554 F.3d 342 (3d Cir. 2009)
168. *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 228 (5th Cir. 2009)
169. *Alaska Electrical v. Flowserve*, 572 F.3d 221 (5th Cir. 2009)
170. *Fener v. Belo Corp.*, 579 F.3d 401 (5th Cir. 2009)
171. *Stark Trading v. Falconbridge Ltd.*, 552 F.3d 568 (7th Cir. 2009)
172. *Kohen v. Pacific Investment Management Company LLC and PIMCO*, 571 F.3d 672 (7th Cir. 2009)
173. *Desai v. Deutsche Bank Sec. Ltd.*, 573 F.3d 931 (9th Cir. 2009)
174. *Huberman v. Tag-It Pacific Inc.*, 314 Fed. Appx. 59 (9th Cir. 2009)
175. *In re Williams Securities Litigation*, 558 F.3d 1130 (10th Cir. 2009)
176. *In re Omnicom Group, Inc. Securities Litigation*, 597 F.3d 501 (2d Cir. 2010)
177. *United States v. Schiff*, 602 F.3d 152, 170-171 (3d Cir. 2010)

JURISPRUDENTIE

178. Malack v. BDO Seidman, LLP, 617 F.3d 743 (3d Cir. 2010)
179. Schleicher v. Wendt, 618 F.3d 679 (7th Cir. 2010)
180. In re Cutera Sec. Litig., 610 F.3d 1103 (9th Cir. 2010)
181. *In re Apollo Group, Inc. Securities Litigation*, 2010 WL 5927988 (9th Cir. June 23, 2010)
182. Thompson v. Relation Serve Media Inc., 610 F.3d 628 (11th Cir. 2010)
183. Interbank Funding Corp. Securities Litigation, 629 F.3d 213 (D.C. Cir. 2010)
184. Edward J. Goodman Life Income Trust v. Jabil Circuit, Inc., 594 F.3d 783 (11th Cir. 2010)
185. Ashland Inc. v. Morgan Stanley & Co., Inc., 652 F.3d 333 (2d Cir. 2011)
186. Amorosa v. AOL Time Warner Inc., 409 F. App'x 412 (2d Cir. 2011)
187. In re DVI, Inc. Securities Litigation, 639 F.3d 623 (3d Cir. 2011)
188. Katyle v. Penn National Gaming, Inc., 637 F.3d 462 (4th Cir. 2011)
189. Findwhat Investor Group v. Findwhat.com, 658 F.3d 1282 (11th Cir. 2011)
190. Minneapolis Firefighters' Relief Association v. MEMC Electronic Materials, Inc., 641 F.3d 1023 (8th Cir. 2011)
191. WPP Luxembourg Gamma Three Sarl v. Spot Runner, Inc., 655 F.3d 1039 (9th Cir. 2011)
192. City of Omaha, Nebraska Civilian Employees' Retirement System v. CBS Corp., 679 F.3d 64 (2d Cir. 2012)
193. Acticon AG v. China North East Petroleum Holdings Ltd., 692 F.3d 34 (2d Cir. 2012)
194. Gould v. Winstar Communications, Inc., 692 F.3d 148 (2d Cir. 2012)
195. N.J. Carpenters Health Fund v. RALI Series 2006-Q1 Trust, 477 Fed. Appx. 809 (2d Cir. 2012)
196. Boca Raton Firefighters & Police Pension Fund v. Bahash, 506 Fed. Appx. 32 (2d Cir. 2012)
197. Fulton County Employees Retirement System v. MGIC Investment Corp., 675 F.3d 1047 (7th Cir. 2012)
198. Hubbard v. Bankatlantic Bancorp, Inc., 688 F.3d 713 (11th Cir. 2012)
199. Massachusetts Retirement Systems v. CVS Caremark Corp., 716 F.3d 229 (1st Cir. 2013)
200. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 718 F.3d 423 (5th Cir. 2013)
201. In re Century Aluminum Company Securities Litigation, 704 F.3d 1119 (9th Cir. 2013)
202. Hildes v. Arthur Andersen LLP, 734 F.3d 854 (9th Cir. 2013)
203. Meyer v. Greene, 710 F.3d 1189 (11th Cir. 2013)
204. Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse Securities (USA) LLC, 752 F.3d 82 (1st Cir. 2014)
205. Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC, 750 F.3d 227 (2d Cir. 2014)
206. City of Pontiac Policemen's and Firemen's Retirement system v. UBS AG, 752 F.3d 173 (2d Cir. 2014)
207. City of Edinburgh Council v. Pfizer, 754 F.3d 159 (3d Cir. 2014)
208. Yates v. Mun. Mortg. & Equity, LLC, 744 F.3d 874 (4th Cir. 2014)
209. Spitzberg v. Houston American Energy Corp., 758 F.3d 676 (5th Cir. 2014)
210. Public Employees' Retirement System of Mississippi v. Amedisys, Inc. (Amedisys II), 769 F.3d 313 (5th Cir. 2014)
211. Reese v. Malone, 747 F.3d 557 (9th Cir. 2014)
212. Retirement System of St. Louis v. Intuitive Surgical, Inc., 759 F.3d 1051 (9th Cir. 2014)
213. In re NVIDIA Corp. Securities Litigation, 768 F.3d 1046 (9th Cir. 2014)
214. Finnerty v. Stiefel Laboratories, Inc., 756 F.3d 1310 (11th Cir. 2014)

JURISPRUDENTIE

215. Local 703, I.B. of T. Grocery and Food Employees Welfare Fund v. Regions Financial Corp., 762 F.3d 1248 (11th Cir. 2014)
216. Stratte-McClure v. Morgan Stanley, 776 F.3d 94 (2d Cir. 2015)
217. Financial Guaranty Insurance Co. v. The Putnam Advisory Co., 783 F.3d 395 (2d Cir. 2015)
218. Loreley Fin. (Jersey) No. 3 Ltd. v. Wells Fargo Sec., LLC, 797 F.3d 160 (2d Cir. 2015)
219. Ludlow v. BP, P.L.C, 800 F.3d 674 (5th Cir. 2015)
220. Glickenhau & Co. v. Household International, Inc., 787 F.3d 408 (7th Cir. 2015)
221. In re Yahoo! Inc. Securities Litigation, 611 Fed. Appx. 387 (9th Cir. 2015)
222. Nakkhumpun v. Taylor, 782 F.3d 1142 (10th Cir. 2015)
223. Sapssov v. Health Management Associates, Inc., 608 Fed. Appx. 855 (11th Cir. 2015)
224. In re Harman Int'l Industries, Inc. Securities Litigation, 791 F.3d 90 (D.C. Cir. 2015)
225. Tongue v. Sanofi, 816 F.3d 199 (2d Cir. 2016)
226. Indiana Public Retirement System v. SAIC, Inc., 818 F.3d 85 (2d Cir. 2016)
227. In re Pfizer Inc. Sec. Litigation, 819 F.3d 642 (2d Cir. 2016)
228. Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal S.A., 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016)
229. In re Vivendi, S.A. Securities Litigation, 838 F.3d 223 (2d Cir. 2016)
230. OFI Asset Mgmt. v. Cooper Tire & Rubber, 834 F.3d 481 (3d Cir. 2016)
231. IBEW Local 98 Pension Fund v. Best Buy Co., Inc., 818 F.3d 775 (8th Cir. 2016)
232. In re Galectin Therapeutics, Inc. Securities Litigation, 843 F.3d 1257 (11th Cir. 2016)
233. In re Petrobras Securities Litigation, 862 F.3d 250 (2d Cir. 2017)
234. Waggoner v. Barclays PLC, 875 F.3d 79 (2d Cir. 2017)
235. Williams v. Globus Medical, Inc., 869 F.3d 235 (3d Cir. 2017)
236. Norfolk County Retirement System v. Community Health Systems, Inc., 877 F.3d 687 (6th Cir. 2017)
237. In re Stratasy Ltd. Shareholder Securities Litigation, 864 F.3d 879 (8th Cir. 2017)
238. Retail Wholesale & Department Store Union Local 338 Retirement Fund v. Hewlett-Packard Co., 845 F.3d 1268 (9th Cir. 2017)
239. City of Dearborn Heights Act 345 Police & Fire Retirement System v. Align Technology, Inc., 856 F.3d 605 (9th Cir. 2017)
240. Cutler v. Kirchner, 696 Fed. Appx. 809 (9th Cir. 2017)
241. Singer v. Reali, 883 F.3d 425 (4th Cir. 2018)
242. Mineworkers' Pension Scheme v. First Solar Inc., 881 F.3d 750 (9th Cir. 2018)
243. Arkansas Teacher Retirement System v. Goldman Sachs Group, Inc., 955 F.3d 254 (2d Cir. 2020) ("Goldman Sachs II")

United States District Court

1. Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa. 1946)
2. Escott v. BarCrhis Constr. Corp. 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968)
3. Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp., 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971)
4. Ross v. A.H. Robins Co., Inc. 465 F. Supp. 904 (S.D.N.Y. 1979)
5. Moelis v. ICH Corp., 1987 WL 9709 (S.D.N.Y. 1987)
6. McGuinness v. Parnes, 1988 WL 66214 (D.D.C. June 17, 1988)
7. Moskowitz v. Lopp, 128 F.R.D. 624 (E.D. Pa. 1989)
8. Cammer v. Bloom, 711 F. Supp. 1264 (D.N.J. 1989)
9. Jaroslawicz v. Engelhard Corporation, 724 F. Supp. 294 (D.N.J. 1989)
10. Adobe Systems, Inc. Securities Litigation, 767 F. Supp. 1023 (N.D. Cal. 1991)
11. In re VeriFone Securities Litigation, 784 F. Supp. 1471 (N.D. Cal. 1992)
12. In re Oracle Securities Litigation, 829 F. Supp. 1176 (N.D. Cal. 1993)
13. In re Caere Corporate Securities Litigation, 837 F. Supp. 1054 (N.D. Cal. 1993)
14. In re Seagate Tech. II Securities Litigation, 843 F. Supp. 1341 (N.D. Cal. 1994)

JURISPRUDENTIE

15. In re Cypress Semiconductor Securities Litigation, 891 F. Supp. 1369 (N.D. Cal. 1995)
16. O'Neil v. Appel, 165 F.R.D. 479 (W.D.Mich. 1996)
17. In re Cirrus Logic Securities Litigation, 946 F. Supp. 1446 (N.D. Cal. 1996)
18. In re California Micro Devices Securities Litigation, 965 F. Supp. 1327 (N.D. Cal. 1997)
19. Voit v. Wonderware Corp., 977 F. Supp. 363 (E.D. Pa. 1997)
20. In re Executive Telecard, Ltd. Securities Litigation, 979 F. Supp. 1021 (S.D.N.Y. 1997)
21. Weikel v. Tower Semiconductor Ltd., 183 F.R.D. 377 (D.N.J. 1998)
22. Ganesh v. Computer Learning Centers, Inc., 183 F.R.D. 487 (E.D. Va. 1998)
23. In re Boston Technology Inc. Securities Litigation, 8 F. Supp.2d 43 (D. Mass. 1998)
24. Plevy v. Haggerty, 38 F. Supp.2d 816 (C.D. Cal. 1998)
25. In re Nothern Telecom Ltd. Securities Litigation, 42 F. Supp. 2d 234 (S.D.N.Y. 1998)
26. Serfaty v. Int'l Automated Systems, 180 F.R.D. 418 (D.Utah 1998)
27. In re Number Nine Visual Technology Corp. Securities Litigation, 51 F. Supp. 2d 1 (D. Mass. 1999)
28. Lawrence v. Philip Morris Cos., Inc., 1999 WL 51845 (E.D.N.Y. Jan. 9, 1997)
29. Copperstone v. TCSI Corp., 1999 WL 33295869 (N.D. Cal. Jan. 19, 1999)
30. Goldkrantz v. Griffin, 1999 WL 191540 (S.D.N.Y. April 6, 1999)
31. In re APAC Teleservice, Inc., Securities Litigation, 1999 WL 1052004 (S.D.N.Y. Nov. 19, 1999)
32. In re Cendant Corp. Securities Litigation, 109 F. Supp. 2d 235 (D.N.J. 2000)
33. In re Northern Telecom Securities Litigation, 116 F. Supp. 2d 446 (S.D.N.Y. 2000)
34. Griffin v. GK Intelligent Systems, 196 F.R.D. 298 (S.D. Tex. 2000)
35. Berwecky v. Bear, Stearns & Co., 197 F.R.D. 65 (S.D.N.Y. 2000)
36. In re Gaming Lottery Securities Litigation, 2000 WL 340897 (S.D.N.Y. February 16, 2000)
37. RMED Int'l., Inc. v. Sloan's Supermarkets, Inc., 2000 WL 310352 (S.D.N.Y. March 24, 2000)
38. RMED Int'l., Inc. v. Sloan's Supermarkets, Inc., 2000 WL 420548 (S.D.N.Y. April 8, 2000)
39. Krogman v. Sterritt, 202 FRD 467 (N.D. Tex. 2001)
40. In re Sun Healthcare Group Securities Litigation, 181 F. Supp.2d 1283 (D.N.M. 2002)
41. Cheney v. Cyberguard Corporation, 213 F.R.D. 484 (S.D.Fla. 2003)
42. In re WorldCom Inc. Securities Litigation, 219 F.R.D. 267 (S.D.N.Y. 2003)
43. In re Imperial Credit Industries, Inc. Securities Litigation, 252 F. Supp. 2d 1005 (C.D. Cal 2003)
44. Jones v. Intelli-Check, Inc., 274 F. Supp. 2d 615 (D.N.J. 2003)
45. In re Lehocky v. Tidel Technologies, Inc., 220 F.R.D. 491 (S.D. Tex. 2004)
46. In re Polymedica Corp. Securities Litigation, 224 F.R.D. 27 (D. Mass. 2004)
47. In re Initial Public Offering Securities Litigation, 227 F.R.D. 65 (S.D.N.Y. 2004)
48. Argent Classic Convertible Arbitrage Fund L.P. v. Rite Aid Corp., 315 F. Supp. 2d 666 (E.D. Pa. 2004)
49. In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004)
50. In re Terayon Commc'ns Sys., Inc. Securities Litigation, 2004 WL 413277 (N.D. Cal. Feb. 23, 2004)
51. In re Terayon Communications Sys., Inc. Securities Litigation, 2004 WL 413277 (N.D. Cal. Feb. 23, 2004)
52. Bell v. Ascendant Solutions, Inc., 2004 WL 1490009 (N.D. Tex. July 1, 2004)

JURISPRUDENTIE

53. Fogarazzao v. Lehman Brothers, Inc., 232 F.R.D. 176 (S.D.N.Y. 2005)
54. Rosen v. Textron, Inc., 369 F. Supp. 2d 204 (D.R.I. 2005)
55. Hal O. Collier v. Aksys Ltd., et al., 2005 WL 1949868 (D. Conn. August 15, 2005)
56. In re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 2005 WL 375314 (S.D.N.Y. Feb. 17, 2005)
57. Freeland v. Iridium World Communications, Ltd., 233 F.R.D. 40 (D.D.C.2006)
58. In re Bradley Pharms. Securities Litigation, 421 F. Supp. 2d 822 (D.N.J.2006)
59. In re Royal Ahold N.V. Securities & Erisa Litigation, 437 F.Supp.2d 467 (D.Md., 2006)
60. In re Polymedica Securities Litigation 453 F. Supp. 2d 260 (D. Mass. 2006)
61. Ong ex rel. Ong v. Sears, Roebuck & Co., 459 F. Supp. 2d 729 (N.D.Ill.2006)
62. In re Enron Corp. Sec., Derivative & ERISA Litigation, 529 F. Supp. 2d 644 (S.D. Tex. 2006)
63. In re Accredo Health, Inc. Securities Litigation, 2006 WL 1716910 (W.D. Tenn. April 19, 2006)
64. In re Winstar Communications, 2006 WL 473885 (S.D.N.Y. Feb. 27, 2006)
65. In re Yukos Oil Company Securities Litigation, 2006 WL 3026024 (S.D.N.Y. October 25, 2006)
66. Rocco v. Nam Tai Electronics, Inc., 245 F.R.D. 131 (S.D.N.Y. 2007)
67. Levie v. Sears, Roebuck & Co., 496 F. Supp. 2d 944 (N.D. Ill. 2007)
68. In re Refco, Inc. Securities Litigation, 503 F. Supp. 2d 611 (S.D.N.Y. 2007)
69. In re Motorola Securities Litigation, 505 F.Supp.2d 501 (N.D. Ill. 2007)
70. In re Apollo Group, Inc. Securities Litigation, 509 F. Supp.2d 837 (D. Ariz. 2007)
71. In re Initial Public Offering Securities Litigation, 544 F. Supp. 2d 277 (S.D.N.Y. 2008)
72. In re Scientific-Atlanta, Inc. Securities Litigation, 571 F. Supp. 2d 1315 (N.D. Ga. 2007)
73. In re Bristol Myers Squibb Co. Securities Litigation, 586 F. Supp. 2d 148 (S.D.N.Y. 2008)
74. Freeland v. iridium World Communications, Ltd. 545 F. Supp. 2d 59 (D.D.C. 2008)
75. Darquea v. Jarden Corp., 2008 WL 622811 (S.D.N.Y. Mar. 6, 2008)
76. In re Healthsouth Corporation Securities Litigation, 257 F.R.D. 260 (N.D. Ala. 2009)
77. In re HealthSouth Corporation Securities Litigation, 261 F.R.D. 616 (N.D. Ala. 2009)
78. Silversman v. Motorola, Inc., 259 F.R.D. 163 (N.D. Ill. 2009)
79. In re Countrywide Financial Corporation, 273 F.R.D. 586 (C.D. Cal. 2009)
80. In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 634 F.Supp.2d 352 (S.D.N.Y. 2009)
81. In re American International Group, Inc. Securities Litigation, 265 F.R.D. 157 (S.D.N.Y. 2010)
82. In re Sadia, S.A. Securities Litigation, 269 F.R.D. 298 (S.D.N.Y. 2010)
83. In re REMEC Inc. Securities Litigation, 702 F. Supp. 2d 1202 (S.D. Cal. 2010)
84. In re Security Cap. Assur., Ltd. Securities Litigation, 729 F. Supp. 2d 569 (S.D.N.Y. 2010)
85. In re Constellation Energy Group, Inc., Securities Litigation, 738 F.Supp.2d 614 (D. Md. 2010)
86. In re Scientific Atlanta, Inc. Securities Litigation, 754 F.Supp.2d 1339 (N.D. Ga. 2010)
87. Lawrence E. Jaffe Pension Plan v. Household International, Inc., 756 F. Supp. 2d 928 (N.D. Ill. 2010)
88. Beach v. Healthways, Inc., 2010 WL 1408791 (M.D. Ten. April 2, 2010)

JURISPRUDENTIE

89. In re Washington Mutual, Inc. Securities, Derivative & Erisa Litigation, 2010 WL 4272567 (W.D. Wash. Oct. 12, 2010)
90. In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 765 F. Supp. 2d 512 (S.D.N.Y. 2011)
91. In re Sanofi-Aventis Securities Litigation, 774 F. Supp. 2d 549 (S.D.N.Y. 2011)
92. Maverick Fund, L.D.C. v. Comverse Technology, Inc., 801 F. Supp. 2d 41 (E.D.N.Y. 2011)
93. Lumen v. Anderson, 280 F.R.D. 451 (W.D. Mo. 2012)
94. Freddie Mac Securities Litigation, 281 F.R.D. 174 (S.D.N.Y. 2012)
95. In re Pfizer Inc. Securities Litigation, 282 F.R.D. 38 (S.D.N.Y. 2012)
96. In re Vivendi Universal S.A. Securities Litigation, 284 F.R.D. 144 (S.D.N.Y. 2012)
97. Bricklayers and Trowel Trades Int'l Pension Fund v. Credit Suisse First Boston, 853 F. Supp. 2d 181 (D. Mass. 2012)
98. Richman v. Goldman Sach Group. Inc., 868 F. Supp. 2d 261 (S.D.N.Y. 2012)
99. SEC. v. Daifotis, 874 F. Supp. 2d 870 (N.D. Cal. 2012)
100. In re Fannie Mae 2008 Securities Litigation, 891 F.Supp.2d 458 (S.D.N.Y. 2012)
101. Dobina v. Weatherford International Ltd., 909 F.Supp.2d 228 (S.D.N.Y. 2012)
102. In re Novatel Wireless Securities Litigation, 910 F. Supp. 2d 1209 (S.D. Ca. 2012)
103. Jaffe Pension Plan v. Household Int'l, Inc., 2012 U.S. Dist. LEXIS 135135 (N.D. Ill. Sept 21, 2012)
104. Dean v. China Agritech, 2012 WL 1835708 (C.D. Cal. May 3, 2012)
105. In re Smith Barney Transfer Agent Litigation, 290 F.R.D. 42 (S.D.N.Y. 2013)
106. In re Winstar Communications Securities Litigation, 290 F.R.D. 437 (S.D.N.Y. 2013)
107. In re Sanofi-Aventis Securities Litigation, 293 F.R.D. 449 (S.D.N.Y. 2013)
108. In re Diamond Foods, Inc. Securities Litigation, 295 F.R.D. 240 (N.D. Cal. 2013)
109. Smilovits v. First Solar, Inc. 295 F.R.D. 423 (D. Ariz. 2013)
110. Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S.A., 917 F. Supp. 2d 246 (S.D.N.Y. 2013)
111. Liberty Media Corp. v. Vivendi Universal S.A., 923 F.Supp.2d 511 (S.D.N.Y. 2013)
112. Gamco Investors, Inc. v. Vivendi Universal S.A., 927 F. Supp. 2d 88 (S.D.N.Y. 2013)
113. In re Gentiva Securities Litigation, 932 F. Supp. 2d 352 (E.D.N.Y. 2013)
114. Gusinsky v. Barclays PLC, 944 F.Supp.2d 279 (S.D.N.Y. 2013)
115. Cement & Concrete Workers District Council Pension Fund v. Hewlett Packard Co., 964 F.Supp.2d 1128 (N.D. Cal. 2013)
116. George v. China Automative Systems, Inc., 2013 WL 3357170 (S.D.N.Y. July 3, 2013)
117. IBEW Local 90 Pension Fund v. Deutsche Bank AG, 2013 WL 5815472 (S.D.N.Y. Oct. 29, 2013)
118. Dodona I, LLC v. Goldman Sachs & Co., 296 F.R.D. 261 (S.D.N.Y. 2014)
119. In re Kosmos Energy Ltd. Securities Litigation, 299 F.R.D. 133 (N.D. Tex. 2014)
120. Fort Worth Employees' Retirement Fund v. J.P. Morgan Chase & Co., 301 F.R.D. 116 (S.D.N.Y. 2014)
121. In re Silvercorp Metals, Inc. Securities Litigation, 26 F.Supp.3d 266 (S.D.N.Y. 2014)
122. Abrams v. MiMedx Group, Inc., 37 F. Supp. 3d 1271 (N.D. Ga. 2014)
123. McIntire v. China Mediaexpress Holdings, Inc., 38 F. Supp. 3d 415 (S.D.N.Y. 2014)
124. Bennett v. Sprint Nextel Corp., 298 F.R.D. 498 (D. Kan. 2014)
125. In re BP P.L.C. Securities Litigation, 2014 WL 2112823 (S.D. Tex. May 20, 2014)
126. Larry Brown, et al. v. China Integrated Energy Inc. et al., CV 11-02559 BRO (C.D. Cal. August 4, 2014) (niet gepubliceerd)
127. Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 309 F.R.D. 251 (N.D. Tex. 2015)

JURISPRUDENTIE

128. Carpenters Pension Trust Fund of St. Louis v. Barclays PLC, 310 F.R.D. 69 (S.D.N.Y. 2015)
129. Första AP-Fonden v. St. Jude Medical, Inc., 312 F.R.D. 511 (D. Minn. 2015)
130. Beaver County Employees' Retirement Fund v. Tile Shop Holdings, Inc. 94 F. Supp. 3d 1035 (D. Minn. 2015)
131. In re Petrobras Securities Litigation, 116 F.Supp.3d 368 (S.D.N.Y. 2015)
132. In re Galena Biopharma, Inc. Securities Litigation, 117 F. Supp.3d 1145 (D. Or. 2015)
133. In re PetroChina Company Ltd. Securities Litigation, 120 F.Supp.3d 340 (S.D.N.Y. 2015)
134. In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 123 F. Supp. 3d 424 (S.D.N.Y. 2015)
135. Dusek v. JPMorgan Chase & Co., 132 F. Supp. 3d 1330 (M.D. Fla. 2015)
136. In re CytRx Corporation Securities Litigation, 2015 WL 5031232 (C.D. Cal. July 13, 2015)
137. Strougo v. Barclays PLC, 312 F.R.D. 307 (S.D.N.Y. 2016)
138. In re Petrobras Securities Litigation, 312 F.R.D. 354 (S.D.N.Y. 2016)
139. In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation, 183 F. Supp. 3d 458 (S.D.N.Y. 2016);
140. Kelsey v. Allin, 2016 WL 825236 (N.D. Ill. Mar. 2, 2016)
141. In re Montage Technology Group Ltd. Securities Litigation, 2016 WL 1598666 (April 21, 2016)
142. Sherman v. Bear Stearns Companies, Inc., 2016 WL 4098385 (S.D.N.Y. July 25, 2016).
143. Beaver County Employees' Retirement Fund v. Tile Shop Holdings, Inc., 2016 WL 4098741 (D. Minn. July 28, 2016)
144. Hayes v. MagnaChip Semiconductor Corp., 2016 WL 7406418 (N.D. Cal. Dec. 22, 2016)
145. In re Intuitive Surgical Sec. Litig., 2016 WL 7425926 (N.D. Cal. Dec. 22, 2016)
146. Howard v. Liquidity Services Inc., 322 F.R.D. 103 (D.D.C. 2017)
147. Willis v. Big Lots, Inc., 2017 WL 1063479 (S.D. Ohio Mar. 17, 2017)
148. Burges v. Bancorpsouth, Inc., 2017 WL 2772122 (M.D. Tenn. June 26, 2017)
149. In re Banc of California Securities Litigation, 2017 WL 3972456 (C.D. Cal. Sept. 6, 2017)
150. In re Finisar Corporation Securities Litigation, 2017 WL 6026244 (N.D. Cal. Dec. 5, 2017)
151. Bing Li v. Aeterna Zentaris, Inc., 324 F.R.D. 331 (D.N.J. 2018)
152. In re Volkswagen "Clean Diesel" Mktg., Sales Practices, & Prod. Liab. Litigation, 328 F.Supp.3d 963 (N.D. Cal. 2018)
153. Mauss v. NuVasive, 2018 WL 656036 (S.D. Cal. Feb. 1, 2018)

Aangehaalde Europese wetgeving

EU-Richtlijnen

Richtlijn Marktmisbruik (ingetrokken)

Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (*PbEU* 2003, L 96/16).

Prospectusrichtlijn (ingetrokken)

Richtlijn 2003/71/EG van het Europees parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* 2003, L 345/64).

MiFID-richtlijn (ingetrokken)

Richtlijn 2004/39/EG van het Europese Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* 2004, L 145/1).

Transparantierichtlijn

Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* 2004, L 390/38).

Richtlijn Oneerlijke handelspraktijken

Richtlijn 2005/29/EG van het Europese Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt en tot wijziging van Richtlijn 84/450/EEG van de Raad, Richtlijnen 97/7/EG, 98/27/EG en 2002/65/EG van het Europees Parlement en de Raad en van Verordening (EG) nr. 2006/2004 van het Europees Parlement en de Raad (*PbEU* 2005, L 149/22).

Richtlijn Misleidende reclame en vergelijkende reclame

Richtlijn 2006/114/EG van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2006 inzake misleidende reclame en vergelijkende reclame (*Pb EU* 2006, L 376/21).

Richtlijn Marktmisbruik

Richtlijn 2014/57/EU van het Europese Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (*PbEU* 2014, L 173/179).

AANGEHAALDE EUROPESE WETGEVING

MiFID II-richtlijn

Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L 173/349).

EU-Verordeningen

Short selling Verordening

Verordening (EU) Nr. 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 14 maart 2012 betreffende *short selling* en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps (*PbEU* 2012, L 86/1).

Verordening Marktmisbruik

Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (*PbEU* 2014, L 173/1).

Gedelegeerde Verordening MiFID II

Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 2017/565 van de Commissie van 25 april 2016 houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn (*PbEU* 2017, L 87/1).

Prospectusverordening

Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2017, L 168/12).

Aangehaalde AFM- en ESMA- documenten

AFM-rapport 2007

AFM, *Report: The effects of a change in market abuse regulation on stock prices and volumes: Evidence from the Amsterdam stock market*, September 2007.

AFM-rapport 2010

AFM, *High Frequency Trading: De toepassing van geavanceerde handelstechnologie op de Europese markt*, november 2010.

AFM-rapport 2015, p. 15-19

AFM, *Belangrijke inzichten over zelfstandige beleggers*, december 2015.

AFM-rapport 2016

AFM, *A case analysis of critiques on high-frequency trading*, June 2016.

AFM-brochure ‘Openbaarmaking van voorwetenschap’

AFM, *Openbaarmaking van voorwetenschap*, publicatiedatum: juni 2016, update: juli 2017.

ESMA-rapport 2016

ESMA, *Final Report. Guideline on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information*, 13 July 2016, ESMA 2016/1130.

Curriculum vitae

Arnoud Cornelis Willem Pijls werd op 22 mei 1981 geboren in Rotterdam en groeide op in Westmaas. Hij behaalde in 1999 zijn VWO-diploma aan de Christelijke Scholengemeenschap Willem van Oranje in Oud-Beijerland. Vanaf september 1999 studeerde hij Econometrie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en in april 2005 studeerde hij *cum laude* af met als afstudeerrichting Financiële Econometrie. Een deel van zijn studie Econometrie volgde hij aan de London School of Economics. In september 2005 begon Arnoud aan de Master Financieel Recht aan Erasmus School of Law ('ESL') en deze opleiding voltooide hij *cum laude* in 2006. Zijn scriptie "Modernisering van het rechtspersonenrecht: de Maatschappelijke Onderneming" is beloond met de ESL-scriptieprijs 2006-2007 en is in 2007 in boekvorm uitgegeven door Boom Juridische Uitgevers. Daarnaast behaalde Arnoud in 2007 zijn Bachelor Rechtsgeleerdheid, eveneens aan ESL.

Van 2006 tot 2012 werkte Arnoud als juridisch medewerker bij advocatenkantoor De Brauw Blackstone Westbroek. In januari 2008 begon hij met zijn promotieonderzoek aan ESL. De eerste jaren werkte hij hieraan in deeltijd, vanaf 2012 in voltijd. In de periode 2010-2011 was hij tevens als Visiting Scholar verbonden aan de Columbia Law School in New York, waar hij een deel van zijn promotieonderzoek heeft verricht. Sinds 2013 is Arnoud werkzaam als wetenschappelijk onderzoeker en docent aan ESL. Ook is hij in het verleden actief geweest als toezichthouder in de gehandicaptenzorg. Op dit moment is hij commissaris bij de Stichting Christelijk Onderwijs Haaglanden ('SCOH'), een instelling voor primair onderwijs en peuterspeelzalen in de regio Den Haag en bij de Stichting Yuverta, een instelling voor groen onderwijs op VMBO- en MBO-niveau met locaties verspreid over heel Nederland.

Publicatieoverzicht

Artikelen

1. R.M. de Galan & A.C.W. Pijls, 'Het civiel effect van de Taxonomie- en Transparantieverordening', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2022, afl. 1, p. 3-14.
2. A.C.W. Pijls, 'Schadevergoeding en ondernemingswaardering', bijdrage aan multidisciplinair symposium 'Where law meets business valuation', *Erasmus School of Law* 8 februari 2022 (working paper).
3. M.J. Giltjes & A.C.W. Pijls, 'Informational Advantages of Euronext's Trading System: Colocation and Private Feeds', *Oxford Business Law Blog*, March 26, 2021.
4. M.J. Giltjes & A.C.W. Pijls, 'The Duty to Disclose Inside Information: The Subtle Relationships Within the European Market Abuse Regulation', *The CLS Blue Sky Blog*, February 11, 2021.
5. M.J. Giltjes & A.C.W. Pijls, 'Informatievoorsprongen in Euronext's handelssysteem: colocatie en private feeds', *Ondernemingsrecht* 2021/23, afl. 4.
6. A.C.W. Pijls, 'De invloed van informatie op de koers; de efficiënte versus de inefficiënte markt', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2021, afl. 3, p. 99-119.
7. M.J. Giltjes & A.C.W. Pijls, 'The subtle relationship between Paragraphs 1, 4, 7 and 8 of Article 17 of the Market Abuse Regulation', *Capital Markets Law Journal* 2020, afl. 4, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3611338.
8. B.P. van de Klashorst & A.C.W. Pijls, 'An Empirical and Legal Comparative Study on Quota and Target Figures Aimed for Gender Diversity in Executive and Supervisory Boards', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3679952, 2020.
9. A.C.W. Pijls, 'Aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2020, afl. 5, p. 154-167.
10. H.W. Haksteeg & A.C.W. Pijls, 'De vordering tot vergoeding van koersgerelateerde schade geleden door aandeelhouders en optiebeleggers', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2020, afl. 10-11, p. 287-296.
11. M.R. Hebly & A.C.W. Pijls, 'Schadevaststelling bij aantasting van de winstcapaciteit van een vennootschap als gevolg van wanprestatie', *AV&S* 2020/18, afl. 2.

PUBLICATIEOVERZICHT

12. B.P. van de Klashorst & A.C.W. Pijls, 'Een empirisch en rechtsvergelijkend onderzoek naar quota en streefcijfers voor genderdiversiteit in bestuur en toezicht', *Ondernemingsrecht* 2020/31, afl. 4.
13. M.J. Giltjes & A.C.W. Pijls, 'De systematiek van het gebod tot het openbaar maken van voorwetenschap ontleed', *Ondernemingsrecht* 2019/146, afl. 15.
14. A.C.W. Pijls, 'Schadevaststelling bij aansprakelijkheid voor misleidende beursberichten aan de hand van *forward casting*', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2019, afl. 5, p. 244-255.
15. M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht. De indirecte invloed van de MiFID II op privaatrechtelijke aansprakelijkheid op het gebied van beleggingsdienstverlening en de onderbelichte invloed van de regeling OHP', *RM Themis* 2018, afl. 1, p. 12-25.
16. B.J. de Jong & A.C.W. Pijls, 'Schadevergoeding voor zittende aandeelhouders bij misleidende berichtgeving?', *Ondernemingsrecht* 2013/2, afl. 1.
17. A.C.W. Pijls & W.H. Boom, 'Handhaving prospectusaansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid', *WPNR* 2010, afl. 6834, p. 194-200.
18. A.C.W. Pijls, 'Misleidende berichtgeving op de beurs. Enkele aspecten van causaal verband en schade', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2009, afl. 5, p. 131-142.
19. T.M.C. Arons, J.B.S. Hijink & A.C.W. Pijls, 'Oneerlijke handelspraktijken bij aanbiedingen van obligaties: een never ending story?', *WPNR* 2009, afl. 6821, p. 953-957.
20. A.C.W. Pijls, 'Schade effectenlease-overeenkomsten deels vergoed', *Maandblad voor vermogensrecht* 2009, afl. 10, p. 250-262.
21. A.C.W. Pijls, 'Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2009/41, afl. 4.
22. A.C.W. Pijls, 'Het bewijs van causaal verband bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk', *NTBR* 2009/22, afl. 5.
23. A.C.W. Pijls, 'Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!', *Ondernemingsrecht* 2008/97, afl. 9.
24. A.C.W. Pijls, 'De winstuitkerende zorgonderneming', *Tijdschrift voor ondernemingsbestuur* 2008, afl. 1, p. 10-20.
25. A.C.W. Pijls, 'De Belgische Vennootschap met Sociaal Oogmerk', *Ondernemingsrecht* 2007/181, afl. 16.

Boeken

1. A.C.W. Pijls, *Modernisering van het rechtspersonenrecht: de maatschappelijke onderneming* (Jonge meesters). Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2007.

Bijdragen in boeken

1. A.C.W. Pijls, 'De Amerikaanse *fraud-on-the-market*-theorie', in: Y. Borrius (red.), *Geschriften vanwege De Vereniging Corporate Litigation 2018-2019 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut nr. 157)*, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 251-281.
2. A.C.W. Pijls, 'Het toerekeningsverband van art. 6:98 BW bij bestuurdersaansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek', in: B.F. Assink, L. Timmerman & J.B. Wezeman (red.), *De vele gezichten van Maarten Kroeze's "bange bestuurders" (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 447-462.
3. A.C.W. Pijls, 'Een bijzonder type gevolgschade bij misleidende berichtgeving op de beurs', in: G.J. Meijer e.a. (red.), *Piet Sanders: een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012, p. 83-92.
4. A.C.W. Pijls, 'De bijzondere zorgplicht van de financiële dienstverlener', in: F.G.M. Smeele & M.A. Verbrugh (red.), *'Opgelegde bescherming' in het bedrijfsrecht. Ratio, methodiek en dynamiek van dwingendrechtelijke bescherming van kwetsbare belangen in het bedrijfsrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 167-193.
5. A.C.W. Pijls & T.M.C. Arons, 'Prospectus Liability in the Netherlands. Consequences of the Unfair Commercial Practice Rules (Wet Oneerlijke Handelspraktijken, Wet OHP)', in: C.A. Van den Nieuwenhuijzen (red.), *Financial Law in the Netherlands*, The Netherlands: Kluwer Law International 2010, p. 443-485.

Rapporten

1. K. Cools, P.G.F.A. Geerts, M.J. Kroeze & A.C.W. Pijls, *Het recht van enquête; een empirisch onderzoek (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 65)* Deventer: Kluwer 2009.

Annotaties

1. A.C.W. Pijls, 'De Staat is niet aansprakelijk voor informatie verspreid door de minister van Financiën tijdens de reddingsoperaties van het Fortis-concern', annotatie bij HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, *Ondernemingsrecht* 2017/89, afl. 10/11 (*FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden*).
2. E.V.A. Eijkelenboom & A.C.W. Pijls, 'Oud-werknemer stelt Ahold en haar (oud) bestuurders aansprakelijk voor misleidende jaarrekening', annotatie bij Rb. Amsterdam 20 april 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:2191, *Ondernemingsrecht* 2017/45, afl. 5 (*X/Koninklijke Ahold N.V e.a.*).

PUBLICATIEOVERZICHT

3. A.C.W. Pijls, 'Het causaal verband bij (bestuurders)aansprakelijkheid voor misleidende financiële verslaggeving', annotatie bij Rb. Amsterdam 28 oktober 2015, ECLI:NL:RBAMS:2015:7495, *Ondernemingsrecht* 2016/19, afl. 2 (*VEB en Stichting VEB-Actie Landis/Kuiken en Bus*).
4. A.C.W. Pijls, 'De Matrixx-uitspraak van de U.S. Supreme Court over de (beperkte) betekenis van statistische significantie voor materiality', annotatie bij *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S.Ct. 1309 (March 22, 2011), *Ondernemingsrecht* 2011/90, afl. 12.
5. A.C.W. Pijls, annotatie bij HR 24 december 2010, ECLI:HR:2010:BO1799, *JOR* 2011/154 (*Fortis/Bourgonje*).
6. B.F. Assink, & A.C.W. Pijls, 'Bestuurdersaansprakelijkheid, selectieve betaling en afbakening van vermogensschade', annotatie bij HR 26 maart 2010, ECLI:NL:HR:2010:BK9654, *Ondernemingsrecht* 2010/81, afl. 9 (*Zandvliet/ING Bank*).
7. A.C.W. Pijls, annotatie bij Rb. 's Gravenhage 6 januari 2010, *JOR* 2010/129 (*Van der Ster/QFin Solutions VOF e.a.*).
8. A.C.W. Pijls, annotatie bij Hof Amsterdam 15 juli 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BJ2691, *JOR* 2009/325 (*WCAM-verzoek Vedior-schikking*).
9. A.C.W. Pijls, annotatie bij Hof Leeuwarden 10 februari 2009, ECLI:NL:GHLEE:2009:BH4574, *JOR* 2009/148 (*Tepper/Niezink q.q.*).
10. A.C.W. Pijls, 'Fortis-beleggers die na eerste reddingsweekend aandelen hebben gekocht, zijn niet misleid. Staat niet aansprakelijk voor door hen geleden koersschade', annotatie bij Rb. 's-Gravenhage 20 oktober 2009, ECLI:NL:RBSGR:2009:BK0741, *Ondernemingsrecht* 2009/175, afl. 17 (*X/Staat der Nederlanden*).
11. A.C.W. Pijls, 'Twee principiële uitspraken in de Dexia aandelenlease-affaire', annotatie bij Hof Amsterdam 9 december 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BG6261, *Ondernemingsrecht* 2009/14, afl. 1 (*Dexia Bank Nederland N.V./X en Y*).
12. A.C.W. Pijls, annotatie bij Hof Amsterdam 4 november 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BG2719, *JA* 2009/3 (*X e.a./TMF Nederland B.V. e.a.*).
13. A.C.W. Pijls, annotatie bij Hof Amsterdam 16 september 2008, ECLI:NL:GHAMS:BF0810, *JOR* 2008/310 (*Stichting Spirit/Aegon Bank N.V.*).
14. A.C.W. Pijls, 'Gelijktijdige beursintroductie Via Net op AEX en Nasdaq. Listing agent niet aansprakelijk', annotatie bij Hof Amsterdam 7 oktober 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BM3005, *Ondernemingsrecht* 2008/187, afl. 17 (*Stichting Via.Claim/Fortis Bank Nederland N.V. en Euronext Amsterdam N.V.*).
15. A.C.W. Pijls & H.M. Vletter – van Dort, 'Prospectusaansprakelijkheid: Hoge Raad geeft toetsingsmaatstaf voor misleidingsnorm ex art. 6:194

PUBLICATIEOVERZICHT

BW en casseert de door het hof geformuleerde schademaatstaf, annotatie bij HR 30 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD2820, *Ondernemingsrecht* 2008/104, afl. 9 (*De Boer e.a./TMF*).

Krantenartikelen

1. A.C.W. Pijls, 'Veel vragen na botsing', *Het Financieele Dagblad* 27 december 2007, p. 6.
2. A.C.W. Pijls, 'Houd maatschappelijke onderneming simpel', *Het Financieele Dagblad* 6 april 2007, p. 7.
3. A.C.W. Pijls, 'Dividend zorg-bv maximeren biedt ruimte investeringen', *Het Financieele Dagblad* 7 september 2006, p. 9.
4. A.C.W. Pijls, 'Beleggen van pensioengeld kan ook in zorg-bv's', *NRC Handelsblad* 27 mei 2006, p. 14.
5. A.C.W. Pijls, 'Olie op het vuur', *Het Financieele Dagblad* 6 mei 2005, p. 9.
6. A.C.W. Pijls, 'Verlaag belastingen op arbeid', *Het Financieele Dagblad* 12 november 2005, p. 7.

UITGAVEN VANWEGE HET INSTITUUT VOOR ONDERNEMINGSRECHT,
RIJKSUNIVERSITEIT GRONINGEN EN ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

1. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. W.J. Slagter, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Geschillen in de onderneming, 1984.
2. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. P.J. Dortmond, mr. P.C. van den Hoek, mr. H.L.J. Roelvink, prof. mr. H.J.M.N. Honée. De nieuwe misbruikwetgeving, 1986.
3. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, Misbruik van rechtspersonen, 1986.
4. Mr. L. Timmerman, Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers, 1988.
5. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. M.R. Mok, prof. mr. E. Aardema, Aandelen, 1988.
6. Mr. S.M. Bartman, Concernbeleid en aansprakelijkheid, 1989.
7. Mr. J.B. Huizink, Bestuurders van rechtspersonen, 1989.
8. Mr. A.F.M. Dorresteyn, Tegenstrijdig belang van bestuurders en commissarissen, 1989.
9. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. C.A. Boukema, mr. H.J.M.N. Honée, mr. H.L.J. Roelvink, mr. A.L. Mohr, prof. mr. P. van Schilfgaarde, Piercing Van Schilfgaarde, 1990.
10. Mr. B.H.A. van Leeuwen, Beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur, 1990.
11. Prof. mr. W.J. Slagter, mr. Karin C. Th. Schouwenberg, mr. A.G. van Solinge, mr. A.L. Mohr, prof. dr. L.G.M. Stevens, mr. A.J.S.M. Tervoort, mr. M.E. Koppenol-Laforce, Aspecten van het EESV, 1990.
12. Mr. J.N. Schutte-Veenstra, Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht in de EEG, 1991.
13. Mr. B.T.M. Steins Bisschop, De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen, 1991.
14. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. H.J.M.N. Honée, mr. S.E. Eisma, prof. dr. H.P. Westermann, mr. M.W. den Boogert, mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P.F. van der Heijden, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, Ondernemingsrechtelijke contracten, 1991.
15. Mr. J.W. Winter, Concernfinanciering, 1992.
16. Prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. S.E. Eisma, prof. G.K. Morse, mr. L.H. Slijkhuis, prof. mr. A.L. Mohr en mr. T. Drion, De dubbelrol in het vennootschapsrecht, 1993.
17. Dr. R.H. van het Kaar, Medezeggenschap bij fusie en ontvlechting, 1993.
18. Mr. J.W. Winter, mr. drs. H. Langman, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, mr. H.J.M.N. Honée, Beschouwingen over concernfinanciering, 1993.
19. Mr. J.M. Blanco Fernández, De raad van commissarissen bij nv en bv, 1993.
20. Mr. G.M. ter Huurne, Nieuwe regels voor de levering van aandelen op naam, 1994.
21. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Meldingsplicht voor beursvennootschappen, 1994.
22. Mr. R.C. van Dongen, Identificatie in het rechtspersonenrecht, 1995.
23. Mr. M.Y. Nethe, De ontbinding van lege besloten en naamloze vennootschappen, 1995.

24. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. P.C. van den Hoek, mr. D.C. Buijs, prof. mr. drs. H.P.J. Ophof, prof. mr. drs. H. Beckman en mr. J.W. Winter, Knelpunten in de vennootschapswetgeving, 1995.
25. Prof. mr. H. Beckman, De jaarrekeningvrijstelling voor afhankelijke groepsmaatschappijen, 1995.
26. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. W.D.H. Asser, mr. J.B. Huizink, mr. O.L.O. deWitt Wijnen, mr. M.W. den Boogert, prof. mr. drs. H. Beckman, Rechtspleging in het ondernemingsrecht, 1997.
27. Mr. W.J. Oostwouder, Management Buy-out, 1996.
28. Mr. H.E. Boschma, De eenpersoons-bv, 1997.
29. Mr. J.B. Wezeman, Aansprakelijkheid van bestuurders, 1998.
30. Prof. mr. P.C. van den Hoek, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. dr. E. Wymeersch, mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.B. Huizink, Corporate Governance voor juristen, 1998.
31. Mr. S.H.M.A. Dumoulin, Besluitvorming in rechtspersonen, 1999.
32. Mr. M.L. Lennarts, Concernaansprakelijkheid, 1999.
33. Mr. M. Koelemeijer, Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen, 1999.
34. Mr. E.E.G. Gepken-Jager, Vertegenwoordiging bij NV en BV, 2000.
35. Peter van Schilfgaarde Select, 2000.
36. Prof. mr. J.W. Winter, mr. J.W.G. Vink, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. M.W. den Boogert, prof. mr. S.E. Eisma, prof. mr. S. Perrick, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. L. Timmerman, De beursvennootschap, 2001.
37. Mr. H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking, 2001.
38. Mr. Th. Groenewald, Doeloverschrijding bij NV en BV, 2001.
39. Mr. G.N.H. Kemperink, Fusies, overnames en medezeggenschapsrechten, 2002.
40. Mr. L.J. Hijmans van den Bergh, prof. mr. Gerard van Solinge, mr. T. de Waard, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. H.J. de Kluiver, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. J.N. Schutte-Veenstra, mr. E.D.G. Kiersch, prof. Jonathan Rickford, Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, 2003.
41. Marius Josephus Jitta, Vino Timmerman, Guus Kemperink, Richard Norbruis, Anthony Driessen, Peter van der Zanden en HuubWillems, The Companies and Business Court from a comparative law perspective, 2003.
42. Mr. B. Bier, Uitkeringen aan aandeelhouders, 2003.
43. Mr. M. Meinema, Dwingend recht voor de besloten vennootschap, 2003.
44. LT, Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman, 2003.
45. Mr. M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie, 2004.
46. Mr. P.G.F.A. Geerts, Enkele formele aspecten van het enquêterecht, 2004.
47. Mr. M.L. Lennarts en mr. J.N. Schutte-Veenstra, Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht, 2004.
48. Mr. K.I.J. Visser, Zeggenschapsrechten van houders van een recht van pand of vruchtgebruik op aandelen op naam, 2004.
49. Mr. J.G. Groeneveld-Louwerse, Publieke wenselijkheid of private beleidsvrijheid, 2004.
50. Mr. Hanny Schutte-Veenstra, mr. Hylda Boschma, prof. mr. Marie-Louise Lennarts, Alternative systems for capital protection 2005.
51. Prof. mr. Peter van Schilfgaarde, mr. Hanny Schutte-Veenstra, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. L. Timmerman, mr. Brian Mezas, prof. mr. Jan Berend Wezeman,

- mr. Ellen Kiersch, prof. mr. Jaap Winter, prof. mr. Harm-Jan de Kluiver, Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, 2005.
52. Mr. S. Parijs, Fairness opinions and liability, 2005.
 53. Mr. J.B.W.M. Kemperink, Vraagstukken rond (terug)storting op nv/bv-aandelen en van coöperatierecht, 2006.
 54. Mr. A. Haan-Kamma, Supervision on takeover bids, 2006.
 55. Mr. dr. H.H. Voogsgeerd, Corporate Governance Codes, Markt- of rechtsarrangement?, 2006.
 56. Xiaoning Li, A comparative study of shareholders' derivative actions, 2007.
 57. Prof. mr. Hans Beckman, mr. Herman L. Kaemingk, mr. drs. Charles Honée, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. A.F. Verdam, prof. mr. Maarten Kroeze, prof. mr. Jan Berend Wezeman, mr. Barbara Bier, prof. mr. Jaap Winter, prof. mr. M.W. den Boogert, De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer, 2007.
 58. Mr. M.A. Verbrugh, Structuurwijzigingen bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers, 2007.
 59. Mr. drs. B.F. Assink, Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag, 2007.
 60. Mr. A.G.H. Klaassen, Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders, 2007.
 61. Mr. M.L.H. Reumers, Samengevoegde afwikkeling van faillissementen, 2007.
 62. Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert, 2008.
 63. Mr. S.N. de Valk, Aansprakelijkheid van leidinggevenden. Naar privaatrechtelijke, strafrechtelijke en bestuursrechtelijke maatstaven, 2009.
 64. Mr. A. van der Krans LLM, De virtuele aandeelhoudersvergadering, 2009.
 65. Prof. dr. K. Cools RA, mr. P.G.F.A. Geerts, prof. mr. M.J. Kroeze, mr. drs. A.C.W. Pijls, Het recht van enquête, een empirisch onderzoek, 2009.
 66. Prof. dr. Thomas Blanke, dr. Edgar Rose, dr. Herman Voogsgeerd, prof. dr. Wijnand Zondag, Recasting Worker Involvement?, 2009.
 67. Prof. mr. M.J. Kroeze, dr. E.M.H. Hirsch Ballin, dr. A.H.G. Rinnooy Kan, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. M. van Olfen, mr. M. Holtzer, prof. dr. M. Wyckaert, prof. dr. K. Geens, prof. mr. J.B. Wezeman, prof. mr. M.L. Lennarts, mr. P.D. Olden, prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, Bestuur en toezicht, 2009.
 68. Mr. H. Koster, De Nederlandse juridische splitsing in Europees en rechtsvergelijkend perspectief, 2009.
 69. Mr. F. Veenstra, Impassezaken en verantwoordelijkheden binnen het enquêterecht, 2010.
 70. Mr. B. Snijder-Kuipers, Omzetting als rechtsvormwijziging, 2010.
 71. Europees ondernemingsrecht: 50 jaar na Sanders' Europese NV, 2010.
 72. Mr. P.P. de Vries, Exit rights of minority shareholders in a private limited company, 2010.
 73. Mr. D.A.M.H.W. Strik, Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid, 2010.
 74. Mr. J.B.S. Hijink, Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen, 2010.
 75. Mr. J.B.S. Hijink en mr. M.A. Verbrugh e.a., Grensoverschrijdend ondernemen na Cartesio, 2010.
 76. Prof. mr. B.F. Assink e.a., Evolutie van het bestuurdersaansprakelijkheidsrecht, 2011.
 77. Mr. T.E. Lambooy, Corporate Social Responsibility, 2010.
 78. Mr. H.M. Punt, Het vennootschapsrecht van Holland, 2010.
 79. Mr. M.J. van Ginneken, Vijandige overnames, 2010.
 80. Prof. mr. M.J. Kroeze, prof. mr. J.B. Wezeman, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. B.F. Assink, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. L.G. Verburg, prof. mr. H.M. Vletter-van

- Dort, mr. drs. H.H. Kersten, prof. mr. W.J.M. van Veen, mr. P. Glazener, prof. mr. H. Beckman, SamenWerken in het ondernemingsrecht, 2011.
81. Mr. drs. I.S. Wuisman, Een Nederlandse personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid: wenselijk?, 2011.
 82. Qiuju Wang, Exit remedies for minority shareholders in close companies, 2011.
 83. Mr. M. Mussche, Vertrouwen op informatie bij bestuurlijke taakvervulling, 2011.
 84. Prof. mr. L. Timmerman, Harry Honée-bundel, 2011.
 85. Mr. W.J.L. Calkoen, The One-Tier Board in the changing and converging world of corporate governance, 2012.
 86. Mr. J.G.C.M. Galle, Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research, 2012.
 87. Mr. drs. T.M.C. Arons, Cross-border enforcement of listed companies' duties to inform, 2012.
 88. Mr. M.C. Schouten, The Decoupling of Voting and Economic Ownership, 2012.
 89. Mr. A.J.M. Klein Wassink, Toetsing van besluiten in het rechtspersonenrecht, 2012.
 90. Mr. drs. N.J.M. van Zijl, The Importance of Board Independence – A Multidisciplinary Approach, 2012.
 91. Mr. A.J.P. Schild, De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht, 2012.
 92. Mr. G.N.H. Kemperink, Vennootschappelijk toezicht op de doelvennootschap bij openbare biedingen, 2013.
 93. Mr. A.J.S.M. Tervoort, Het bestuursverbod bij de commanditaire vennootschap, 2013.
 94. Mr. J.M. de Jongh, Tussen *societas* en *universitas*, De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief, 2014.
 95. Mr. M. Holtzer, De invloed van werknemers op de strategie van de vennootschap, 2014.
 96. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. H.E. Boschma, prof. mr. J.B.S. Hijink, prof. mr. J.W. Winter, prof. mr. J.H.M. Willems, prof. dr. J.A. van Manen RA, mr. A.R.J. Croiset van Uchelen, mr. C.W.M. Lieverse, prof. mr. L. Timmerman, Ondernemingsrecht in tijden van crisis, 2014.
 97. Mr. P.P.D. Mathey-Bal, De positie van de vennootschap onder firma. In civielrechtelijk, vennootschapsrechtelijk, publiekrechtelijk en Europeesrechtelijk perspectief, 2016.
 98. Prof. mr. L. Timmerman, mr. dr. J.N. Schutte-Veenstra, mr. dr. J.M. de Jongh, mr. dr. C.H.C. Overes, mr. dr. A.J.S.M. Tervoort, prof. mr. J.B. Wezeman, prof. mr. B.F. Assink, prof. mr. J.B.S. Hijink, prof. mr. J.H.M. Willems, Eenheid en verscheidenheid in het ondernemingsrecht, 2016.
 99. De toekomst van het ondernemingsrecht – het ondernemingsrecht van de toekomst, Opstellen voor Prof. mr. L. (Vino) Timmerman, ter gelegenheid van zijn 65ste verjaardag en 25+ jaar hoogleraarschap, 2015.
 100. Prof. mr. P. van Schilfgaarde, De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht, 2016.
 - 100a. Bacchus Rietveld, Glimlachjes en andere weemoedigheden, 2019.
 101. Mr. drs. N.T. Pham, Directors' liability. A legal and empirical study, 2017.
 102. Mr. Chr.M. Stokkermans, Sleutels voor personenvennootschapsrecht, 2017.
 103. Mr. F.G.K. Overkleef, De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, 2017.
 104. Prof. mr. B.F. Assink, mr. M.J. van Ginneken, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. H.M. Vletter-van Dort (Red.), De vele gezichten van Maarten Kroeze's 'bange bestuurders', 2017.
 105. Mr. F. Eikelboom, De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure, 2017.
 106. Mr. C.E.J.M. Hanegraaf, Art. 2:11 BW, doorgeefluik van bestuurdersaansprakelijkheid. Hoe diep kan een bestuurder vallen?, 2017.

107. Mr. dr. A.J.S.M. Tervoort, prof. mr. Bastiaan F. Assink, mr. dr. P.P. de Vries, prof. mr. M.L. Lennarts, mr. P. Schütte, prof. mr. C.A. Schwarz, mr. M.H.C. Sinninghe Damsté, prof. mr. W.J.M. van Veen, mr. dr. B. Snijder-Kuipers, *Familievennootschappen*, 2017.
108. Mr. W.A. Westenbroek, *Bestuurdersaansprakelijkheid en ernstig verwijt in theorie*, 2017.
109. Mr. drs. R.E. van Lambalgen, *State aid to banks*, 2018.
110. Prof. mr. H.E. Boschma, prof. mr. M.L. Lennarts, prof. mr. J.N. Schutte-Veenstra, dr. K. van Veen, *Evaluatie Wet bestuur en toezicht*, 2018.
111. Mr. A. Argyrou, *Social enterprises in the EU: Law in promoting stakeholder participation in social enterprises*, 2018.
112. Mr. M.J. van Uchelen-Schipper, *De rol en positie van de raad van toezicht van de stichting*, 2018.
113. Mr. E.C.H.J. Lokin, *De bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde vennootschappen*, 2018.
114. Mr. E.V.A. Eijkelenboom, *Vertrouwen voorop. Een onderzoek naar kwaliteitsbevorderende wetgeving voor Nederlandse accountantsorganisaties*, 2019.
115. Mr. B. Kemp, mr. dr. H. Koster & prof. mr. C.A. Schwarz (red.), *De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang*, 2019.
116. Mr. drs. E.C.A. Nass, *Groepsregime, jaarrekening en 403-aansprakelijkheid*, 2019.
117. Mr. dr. M.Y. Nethe (Red.), prof. dr. H. de Wulf, mr. dr. J. Barneveld, mr. dr. D.A.M.W.H. Strik, prof. mr. J.N. Schutte-Veenstra, prof. mr. C.D.J. Bulten, prof. dr. M. Wyckaert, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. dr. F.G.K. Overkleef, mr. A.F.J.A. Leijten, *Ondernemingsrecht in de lage landen*, 2020.
118. Mr. A.C. Faber, *Onmiddellijke voorzieningen en hun externe werking*, 2020.
119. Prof. mr. L. Timmerman & mr. Chr.M. Stokkermans, *Oprichten zonder omwegen. Digitalisering en fraudebestrijding als *game changers* voor de oprichtingsprocedures van vennootschappen*, 2020.
120. Mr. S.B. Garcia Nelen, *De beursvennootschap, corporate governance en strategie*, 2020.
121. Mr. T.A. Keijzer, *Vote and Value*, 2020.
122. Mr. E.A. van Dooren, *De aansprakelijkheid op grond van een 403-verklaring*, 2021.
123. Prof. mr. J.M. de Jongh, prof. mr. B. Kemp, prof. mr. H. Koster en prof. mr. C.A. Schwarz, (red.), *Bestuursbesluiten*, 2021.
124. Mr. drs. A.C.W. Pijls, *Misleidende beursberichten*, 2022.

Het Instituut voor Ondernemingsrecht is een wetenschappelijk studiecentrum op het gebied van het rechtspersonenrecht, ondernemingsrecht en effectenrecht van de Faculteit Rechtsgeleerdheid van de Rijksuniversiteit Groningen en de Erasmus Universiteit Rotterdam. Het staat onder leiding van Bastiaan Assink, Hylda Boschma, Marnix van Ginneken, Maarten Kroeze, Loes Lennarts, Hanny Schutte-Veenstra, Kid Schwarz, Maarten Verbrugh, H el ene Vletter-van Dort en Jan Berend Wezeman.

Beleggers in Europese beursvennootschappen proberen steeds vaker schade te verhalen die zij hebben geleden doordat zij direct of indirect zijn afgegaan op misleidende informatie. Informatie waarmee de werkelijkheid mooier wordt voorgesteld dan zij is, leidt tot kunstmatig hoge koersen van effecten. Als de werkelijkheid naar buiten komt, leidt dit tot scherpe koersdalingen. De beleggers die beleggingsbeslissingen hebben genomen op basis van de misleidende informatie lijden daardoor schade. Aangezien beursvennootschappen honderdduizenden tot wel miljoenen aandeelhouders en houders van andere effecten hebben, leidt misleidende informatie tot schade bij grote groepen beleggers.

De meest complexe vragen die spelen in door gedupeerde beleggers ingestelde aansprakelijkheidsprocedures, liggen op het terrein van de leerstukken causaal verband en schade. In dit proefschrift geeft de auteur een diepgravende analyse van deze leerstukken toegespitst op de civielrechtelijke aansprakelijkheid voor misleidende beursberichtgeving. Hij behandelt hierbij zowel materieelrechtelijke als bewijsrechtelijke aspecten. Verder is het onderzoek zowel rechtsvergelijkend als interdisciplinair opgezet. In het kader van de rechtsvergelijking heeft de auteur uitgebreid onderzoek gedaan naar het Amerikaanse federale effectenrecht. Wat het interdisciplinaire aspect betreft, heeft hij uitvoerig de relevante financieel-economische en econometrische literatuur bestudeerd.

WWW.WOLTERSKLUWER.NL

