

De Matrixx-uitspraak van de U.S. Supreme Court over de (beperkte) betekenis van statistische significantie voor *materiality*

1. Inleiding

Afgelopen *Spring Term* was wat betreft *securities fraud* één van de meest productieve seizoenen van de Supreme Court sinds jaren. De Supreme Court voelde zich de voorbije *Term* maar liefst drie keer geroepen om richtinggevend op te treden inzake kwesties van *securities fraud* waarover in de lagere rechtspraak nog verdeeldheid bestond.¹ Achtereenvolgens gaat het om de volgende uitspraken: *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano* ('Matrixx'),² *Erica P. John Fund Inc. v. Halliburton* ('Halliburton')³ en *Janus Capital Group Inc. v. First Derivative Traders* ('Janus Capital').⁴

Matrixx gaat – kort gezegd – over de vraag of de statistische significantie van bepaalde (onzekere) informatie doorslaggevend is voor het antwoord op de vraag of deze informatie al of niet als '*material*' kan worden aangemerkt. Het oordeel van de Supreme Court komt er – nog korter gezegd – op neer dat dat niet het geval is. Halliburton gaat over de vraag of in een *securities fraud class action* reeds in de fase van *class certification* bewijs van *loss causation* is vereist, en of (het vaststellen van) *loss causation* een noodzakelijke voorwaarde is voor het certificeren van de *class*.⁵ Het oordeel van de Supreme Court luidt ontkennend. (Het bewijs van) *loss causation* dient pas in een latere fase van de procedure aan de orde te komen, aldus de Supreme Court. In *Janus Capital* gaat het om de vraag of – naast de *primary violator* ook – zogenaamde '*secondary actors*' op basis van het federale effectenrecht (civielrechtelijk) aansprakelijk kunnen worden gesteld voor misleiding van het beleggende publiek. Met een *secondary actor* bedoel ik de (rechts)persoon die weliswaar (nauw) bij de misleiding van de uitgevende instelling is betrokken (en die de misleidende mededeling eventueel mede heeft opgesteld), maar die de desbetreffende misleidende mededeling niet zelf heeft ondertekend of gepubliceerd. Hierbij kan met name worden gedacht aan professionele dienstverleners zoals advocaten, accountants, (investerings)banken, etc. die de uitgevende instelling

¹ Een andere *class action* waarin de Supreme Court afgelopen *Term* uitspraak deed, is de zaak *Wal-Mart Stores Inc. v. Dukes*, 131 S. Ct., 180 L. Ed. 2d 374, 2011 U.S. LEXIS 4567 (June 20, 2011). Het oordeel van de Supreme Court komt er kort gezegd op neer dat niet te gemakkelijk mag worden aangenomen dat aan het *class certification*-vereiste van *commonality* (Rule 23(a)(2) van de *Federal Rule of Civil Procedure*) is voldaan. Daarnaast oordeelt hij dat een *class action* die wordt ingesteld met het oog op het verkrijgen van schadevergoeding, in beginsel niet mag worden gecertificeerd onder Rule 23(b)(2). Hoewel Wal-Mart geen *securities fraud class action* is (het gaat om een anti-discriminatiezaak), valt niet uit te sluiten dat zij ook op dit type *class actions* haar weerslag zal hebben. Ik wijs in dit verband op voetnoot 6 van de Wal-Mart-uitspraak. Hoe deze voetnoot precies moet worden begrepen, verdient een afzonderlijke bijdrage.

² *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309, 179 L. Ed. 2d 398 (2011), ook te raadplegen via <<http://www.supremecourt.gov/opinions/10pdf/09-1156.pdf>>.

³ *Erica P. John Fund Inc. v. Halliburton*, 131 S. Ct., 180 L. Ed. 2d 24, 2011 U.S. LEXIS 4181 (June 6, 2011).

⁴ *Janus Capital Group Inc. v. First Derivative Traders*, 180 L. Ed. 2d 166, 2011 U.S. LEXIS 4380 (June 13, 2011).

⁵ Zie over *loss causation* de bekende uitspraak *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

adviseren en/of terzijde staan bij het voorbereiden en opstellen van publieke mededelingen. De Supreme Court oordeelt dat voor zover de *secondary actor* niet kan worden beschouwd als de (rechts)persoon van wie de litigieuze mededeling afkomstig is – in de zin van degene die de mededeling heeft gedaan (‘made’ in de zin van SEC-regel 10b-5 sub b) – zij niet op grond van het federale effectenrecht aansprakelijk kan worden gehouden.⁶ Deze uitspraak betekent de facto een sterke inperking van de (civielrechtelijke) aansprakelijkheid van *secondary actors* (althans wat betreft aansprakelijkheid gebaseerd op het *federale* effectenrecht).⁷

Ik heb ervoor gekozen mij in deze bijdrage te beperken tot een bespreking van de Matrixx-uitspraak. Dat ik mij tot Matrixx beperk, wil uitdrukkelijk niet zeggen dat deze uitspraak belangrijker is en/of meer *impact* heeft dan de andere twee genoemde uitspraken. Integendeel, mijn inschatting is dat voor de (toekomst van de) Amerikaanse (*securities fraud class actions*) praktijk Halliburton en Janus Capital op zichzelf van grotere betekenis zijn.⁸ Mijn keuze om mij niettemin tot Matrixx te beperken, is in de eerste plaats ingegeven door het feit dat Matrixx op interessante wijze illustreert wat de betekenis is van een (statistisch-)wiskundig begrip als statistische significantie voor een juridisch begrip als *materiality*. Matrixx leert ons dat deze betekenis in de praktijk nogal eens wordt overschat. Daarnaast levert Matrixx ook vanuit rechtsvergelijkend perspectief interessante inzichten op. Zo kan zij ons onder meer iets leren over de relevantie van statistische significantie voor (de uitleg van) de koersgevoeligheidsmaatstaf naar Nederlands recht.⁹ Halliburton en Janus Capital acht ik vanuit rechtsvergelijkend perspectief (net iets) minder interessant. Halliburton gaat over een typisch procesrechtelijke kwestie die specifiek speelt binnen de Amerikaanse *class action* procedure. Materieelrechtelijk gezien bevat zij echter weinig nieuws. En in Janus Capital gaat het mijns inziens voornamelijk om een rechtspolitieke kwestie. De uitspraak moet vooral worden gezien in het licht van de door de (meerderheid van de) Supreme Court aangehangen gedachte dat de op het *federale* effectenrecht gebaseerde (civielrechtelijke) aansprakelijkheid – welke is geconstrueerd als een zogenaamde ‘*implied remedy*’ – niet (verder) mag uitdijen.

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. In paragraaf 2 begin ik met een korte inleiding over het begrip statistische significantie. Aangezien we dit begrip in het recht (met name in de rechtspraak) nogal eens tegenkomen, acht ik het nuttig er enkele woorden aan te wijden. In paragraaf 3 wordt de Matrixx-casus besproken. Achtereenvolgens behandel ik de feiten, de grondslag van aansprakelijkheid, het procedureverloop en het oordeel van de Supreme Court. In paragraaf 4 volgt een korte beschouwing en paragraaf 5 sluit af met een rechtsvergelijkende noot.

2. Statistische significantie

⁶ Het onderliggende criterium aan de hand waarvan kan worden bepaald of de aansprakelijk gestelde (rechts)persoon als ‘*maker*’ van de litigieuze mededeling kan worden aangemerkt in de zin van SEC-regel 10b-5(b), is of zij controle had over de inhoud van de mededeling en over de wijze waarop deze werd gecommuniceerd. Zie Janus Capital-uitspraak, p. 6.

⁷ Ook in de uitspraak *Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta*, 552 U.S. 148 (2008) was de aansprakelijkheid van *secondary actors* aan de orde. Ook toen was al sprake van een inperking, alleen over de reikwijdte van deze uitspraak bestond nog onduidelijkheid. Mijn (niet al te opzienbarende) voorspelling is dat ook over de reikwijdte van Janus Capital (in de lagere rechtspraak) weer verdeeldheid zal ontstaan.

⁸ Bij een latere gelegenheid zal ik er dan ook nog op terugkomen.

⁹ Zie voor deze maatstaf art. 5:25i lid 2 jo. art. 5:53 lid 1 Wft.

Statistische significantie is een maatstaf aan de hand waarvan kan worden bepaald of twee variabelen met elkaar samenhangen. Preciezer gezegd kan met behulp van statistische significantie worden bepaald of twee variabelen onderling meer samenhang vertonen dan louter door toeval kan worden verklaard.¹⁰ Vertaald naar de medische context van fysieke klachten/bijwerkingen die mogelijk zijn veroorzaakt door een bepaald medicijn, betekent dit het volgende.¹¹ Als binnen de groep gebruikers van een bepaald medicijn een bepaalde klacht relatief vaak voorkomt, dan kunnen daar verschillende verklaringen voor zijn. Een mogelijke verklaring is dat de klacht door het bewuste medicijn wordt veroorzaakt. Maar er zijn ook andere verklaringen denkbaar. Zo is onder meer denkbaar dat de klacht – in plaats van door het medicijn – door de onderliggende ziekte of kwaal wordt veroorzaakt, zonder dat daar (voorsnog) een medische verklaring voor bestaat. Daarnaast is denkbaar dat de klacht door een bepaalde omgevingsfactor wordt veroorzaakt, die voorsnog niet is geïdentificeerd. Ook is het natuurlijk mogelijk dat het louter toeval is dat de bewuste klacht onder de groep medicijngebruikers relatief vaak voorkomt. Of dit laatste inderdaad zo is, kan worden onderzocht met behulp van (het toetsen op) statistische significantie.

Om te bepalen of er een statistisch significant (causaal) verband bestaat tussen (het gebruik van) een bepaald medicijn en een bepaalde gesignaleerde (medische) klacht, wordt er eerst een zogenaamde ‘nulhypothese’ opgesteld.¹² Deze nulhypothese luidt dat het veronderstelde causale verband *niet* bestaat. Vervolgens wordt de zogenaamde ‘*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*. Is deze p-waarde kleiner dan een vooraf gekozen significantieniveau, dan spreekt men van een *statistisch significant* verband.

In de medische context wordt meestal met een significantieniveau gewerkt van 5%.¹³ Als de berekende p-waarde kleiner is dan het gekozen significantieniveau van 5%, dan betekent dit dat de gegeven steekproefuitkomst – onder de aanname dat de nulhypothese juist is – als *te* extreem (of anders gezegd: als *te* toevallig) wordt ervaren. De nulhypothese wordt dan verworpen met als gevolg dat het veronderstelde verband als statistisch significant wordt aangemerkt. Is de geobserveerde p-waarde daarentegen groter dan 5%, dan wordt de steekproefuitkomst *niet* als *te* toevallig ervaren. In dat geval kan de nulhypothese niet worden verworpen en kan het veronderstelde verband niet als statistisch significant worden aangemerkt

Ook binnen de financieel-economische context van de aandelenmarkt is (het toetsen op) statistische significantie een veelbeproefd concept. Zo kan met behulp van (het toetsen op) statistische significantie onder meer worden beoordeeld of een bepaalde koersreactie al of niet is veroorzaakt door de publicatie van bepaalde nieuwe

¹⁰ Zie voor een inleiding A.D. Aczel & J. Souderpandian, *Complete Business Statistics*, Boston, Mass: McGraw-Hill/Irwin 2009, chapter 7.

¹¹ Zie hierover de ‘*Brief for the United States as amicus curiae*’ (hierna ‘SEC-brief’), p. 13-14. Zie ook D. Tabak & F.J. Lee, ‘The Matrixx of Materiality and Statistical Significance in Securities Fraud Cases’, NERA Economic Consulting, p. 2-6, te raadplegen via: <http://www.nera.com/67_7131.htm>.

¹² Zie hierover SEC-brief, p. 13-14 en Matrixx-uitspraak, voetnoot 6.

¹³ SEC-brief, p. 14.

informatie. In de praktijk gebeurt dit meestal aan de hand van een zogenaamde ‘event study’.¹⁴ Wat een *event study* in essentie doet, is dat de naar aanleiding van een gepubliceerde mededeling geobserveerde koersreactie wordt uitgesplitst in enerzijds een deel dat is terug te voeren op macro-economische en sectorspecifieke informatie, en anderzijds een deel dat (beweerdelijk) is terug te voeren op bedrijfsspecifieke informatie. Vervolgens wordt voor het deel van de koersreactie dat beweerdelijk is terug te voeren op de bedrijfsspecifieke informatie getoetst of het inderdaad statistisch significant is. De procedure voor deze toets is als volgt.¹⁵ Eerst wordt – evenals in de zojuist beschreven medische context – de nulhypothese opgesteld. Deze nulhypothese luidt dat het geobserveerde koerseffect *niet* werd veroorzaakt door (de publicatie van) de nieuwe informatie, en dat het koerseffect louter een toevalstreffer was. Daarna wordt de p-waarde van het gemeten koerseffect berekend. Is deze p-waarde kleiner dan 5% (of – al naar gelang het gekozen significantieniveau – kleiner dan 1% of kleiner dan 10%), dan wordt het koerseffect als statistisch significant aangemerkt. Dit betekent dat *statistisch gezien* het koerseffect wordt geacht door de litigieuze informatie te zijn veroorzaakt. Is de p-waarde daarentegen groter dan 5%, dan kan de nulhypothese niet worden verworpen. In dat geval kan het (veronderstelde) verband tussen de litigieuze informatie en het gemeten koerseffect *niet* als statistisch significant worden aangemerkt.

Het zij benadrukt dat de p-waarde van het geobserveerde koerseffect wordt berekend *uitgaande van de aanname dat de nulhypothese juist is* (dus uitgaande van de aanname dat het effect *niet* door de litigieuze informatie is veroorzaakt). De consequentie hiervan is dat de berekende p-waarde (of het gekozen significantieniveau) op zichzelf niet zoveel zegt over de kans dat de nulhypothese juist is.¹⁶ Het doel van het uitvoeren van een *event study* is dus uitdrukkelijk niet om aan de (aannemelijkheid van de) nulhypothese een bepaalde kans toe te kennen. Hierover bestaat in de praktijk nog wel eens verwarring.¹⁷ Zo was in de zaak *In re American International Group, Inc. Securities Litigation* (‘*In re* AIG’) de uitkomst van een door de (deskundige van de) beleggers uitgevoerde *event study* dat de p-waarde van de (naar aanleiding van de corrigerende mededeling) geobserveerde koersreactie kleiner was dan een (vooraf gekozen) significantieniveau van 10%.¹⁸ De deskundige verbond hieraan de conclusie dat er een kans was van (minstens) 90% dat de

¹⁴ Zie over de *event study* in de juridische context van misleiding op de effectenmarkt onder meer Tabak & Dunbar 2001, ‘Materiality and Magnitude: Event Studies in the Courtroom’, in: R. Weil, M. Wagner & P. Frank (red.), *Litigation Services Handbook: The Role of the Financial Expert*, Wiley 2001, chapter 19; A. Ferrell & A. Saha, ‘The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*’, *Business Lawyer* 2007, p. 166-170; M.J. Kaufman & J.M. Wunderlich, ‘Regressing: The Troubling Dispositive Role of Event Studies in Securities Fraud Litigation’, *Standard Journal of Law, Business and Finance* 2009, p. 183 e.v.; A. Ferrell & A. Saha, ‘Event Study Analysis: Correctly Measuring the Dollar Impact of an Event’, Discussion Paper Harvard Law School 2011, te raadplegen via <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1814236>. Zie over de *event study* in de Nederlandse literatuur de prachtige dissertatie van B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010, p. 239-244.

¹⁵ Zie voor een heldere uiteenzetting de uitspraak *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 182-185 (S.D.N.Y. 2010).

¹⁶ Zie hierover *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 183-184 (S.D.N.Y. 2010). Zie ook Tabak & Lee, p. 4.

¹⁷ Zie in dit verband ook Fisher, ‘Multiple Regression in Legal Proceedings’, *Columbia Law Review* 1980, p. 717.

¹⁸ *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157 (S.D.N.Y. 2010).

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. Dit is een verkeerde interpretatie van de (uitkomst van de) *event study*.¹⁹ De deskundige ziet hier namelijk over het hoofd dat de (bij de gemeten koersreactie behorende) p-waarde wordt berekend *onder de aanname dat de nulhypothese juist is*.²⁰ De enige (juiste) conclusie die men hier daarom kan trekken is dat uitgaande van *deze aanname* de gemeten koersreactie als te extreem moet worden aangemerkt (althans bij een significantieniveau van 10%). Voor zover de deskundige echter (tevens) probeert te zeggen dat bij *dit significantieniveau* sprake is van een statistisch significant (causaal) verband tussen de geobserveerde koersreactie en de litigieuze informatie, heeft hij wel het gelijk aan zijn zijde.

In de onderhavige uitspraak staat zoals gezegd het vereiste van *materiality* centraal. Voor het *materiality*-oordeel kunnen beide besproken modaliteiten van statistische significantie (statistische significantie van de bijwerking van een medicijn respectievelijk statistische significantie van de koersreactie naar aanleiding van nieuw gepubliceerde informatie) van belang zijn. Wel moeten beide modaliteiten goed van elkaar worden onderscheiden. Waarom dit laatste zo is, blijkt uit de hierna te bespreken uitspraak en de daarop volgende beschouwing.

3. Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano

3.1 Feiten

De aansprakelijk gestelde partijen in de onderhavige *securities fraud class action* zijn de beursgenoteerde vennootschap Matrixx Initiatives, Inc. en drie van haar uitvoerende bestuurders (hierna zal ik simpelweg refereren aan 'Matrixx'). Matrixx is een fabrikant van zogenaamde 'over-the-counter-medicijnen'.²¹ Het belangrijkste product dat zij maakt, is een medicijn tegen verkoudheid genaamd 'Zicam'. Zicam wordt in verschillende vormen op de markt gebracht, waaronder in de vorm van neusspray en in de vorm van gel. Zicam is verantwoordelijk voor 70 procent van Matrixx' omzet.

De eisende beleggers (Siracusano c.s.) hebben de onderhavige *securities fraud class action* ingesteld namens alle beleggers die tussen 22 oktober 2003 en 6 februari 2004 aandelen Matrixx hebben aangekocht. Volgens de beleggers heeft Matrixx gedurende deze periode misleidende mededelingen gedaan over onder meer verwachte omzet en productveiligheid. De desbetreffende mededelingen waren (beweerdelijk) misleidend, omdat daarin informatie werd achtergehouden over een mogelijk verband tussen enerzijds het gebruik van Zicam en anderzijds een aantasting van het reukvermogen (in medisch jargon: 'anosmia'). De beleggers menen als gevolg van deze misleidende mededelingen schade te hebben geleden, waarvoor zij Matrixx aansprakelijk houden. Zij beroepen zich hiertoe op de volgende feiten en omstandigheden.²²

¹⁹ Aldus ook Tabak & Lee, p. 4.

²⁰ Aldus *In re American International Group, Inc. Securities Litigation*, 265 F.R.D. 157, 187 (S.D.N.Y. 2010).

²¹ *Over-the-counter-medicijnen* zijn medicijnen die zonder (voorafgaand) doktersrecept zijn te verkrijgen.

²² De zaak bevindt zich nog in de zogenaamde 'pleading stage' van de procedure en dat betekent dat alle feiten en omstandigheden waarop de eisende partij zich beroept, mits voldoende geadstrueerd, (vooralsnog) voor waar worden aangenomen.

Gedurende periode december 1999 – september 2003 wordt Matrixx verscheidene keren geconfronteerd met signalen die erop wijzen dat (het gebruik van) Zicam mogelijk *anosmia* kan veroorzaken. Matrixx houdt deze signalen stil en onderneemt verder geen enkele actie.

Op 22 en 23 oktober 2003 doet Matrixx publieke mededelingen waarin zij zegt dat Zicam is *‘poised for growth in the upcoming cough and cold season’*, dat Zicam de motor achter de *‘very strong momentum going into the upcoming cough and cold season’* is, dat Matrixx is *‘extremely well positioned for a successful 2003/2004 cough/cold season’*, en dat Matrixx een omzetstijging van 50 procent verwacht. In januari 2004 stelt Matrixx deze voorspelling (in positieve zin) bij tot een verwachte stijging van 80 procent.

Op 12 november 2003 dient Matrixx haar kwartaalbericht in bij de SEC. Daarin vermeldt zij (onder meer) dat zelfs een *‘single unmeritorious product liability claim could materially adversely affect our results of operations and financial condition’*. Matrixx verzuimt echter te melden dat zij op dat moment al in een tweetal productsaansprakelijkheidsprocedures inzake Zicam is verwikkeld.

Op 2 februari 2004 publiceert Matrixx – in reactie op een op 30 januari 2004 verschenen nieuwsbericht waarin Zicam met *anosmia* in verband wordt gebracht – een persbericht waarin zij verzekert dat *‘statements alleging that (...) Zicam products cause anosmia (...) are completely unfounded and misleading, because the safety and efficacy of zinc gluconate were well established by two clinical trials’*.

Op 6 februari 2004, de laatste dag van de *class period*, besteedt het televisieprogramma ‘Good morning America’ aandacht aan een eerder verschenen wetenschappelijk onderzoek waaruit blijkt dat er een verband bestaat tussen *anosmia* en Zicam. In de uitzending wordt (onder meer) gemeld dat inmiddels *‘more than a dozen patients’* dat Zicam had gebruikt, last heeft van *anosmia*.

Volgens de eisende beleggers zijn zowel de mededeling van oktober 2003, die van 12 november 2003 en die van 2 februari 2004 misleidend, omdat daarin relevante informatie over de risico’s van Zicam en het effect daarvan op Matrixx’ toekomstige winstgevendheid wordt verzwegen.

3.2 Grondslag van aansprakelijkheid

Voor de aansprakelijkheid van Matrixx beroepen de beleggers zich op Section 10(b) van de Securities Exchange Act, en op (de op grond van deze wettelijke bepaling uitgevaardigde) *SEC Rule 10b-5*. Zoals bekend is *SEC Rule 10b-5* de *‘catch-all’* bepaling van het Amerikaanse federale effectenrecht om misleiding, frauduleus en/of manipulatief handelen mee tegen te gaan.²³ Hoewel de regel geen expliciete grondslag voor civielrechtelijke aansprakelijkheid biedt, heeft zij zich in de rechtspraak wel ontwikkeld tot een zogenaamde *‘implied remedy’*.²⁴ Reeds in 1946 oordeelde een lagere rechter dat SEC-regel 10b-5 een adequate grondslag is voor (het aannemen

²³ Zie hierover Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3. Zie over SEC-regel 10b-5 in de Nederlandse literatuur onder meer De Jong 2010, p. 94-103; G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 33-38.

²⁴ Zie over deze ontwikkeling Hazen, 3 Law Securities Regulation § 12.3[3].

van) civielrechtelijke aansprakelijkheid.²⁵ Het duurde echter tot 1971 dat de *implied remedy* expliciet door de Supreme Court werd erkend.²⁶ Voor zover van belang, luidt de regel als volgt:

‘It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, (...) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (...) in connection with the purchase or sale of any security.’

Volledigheidshalve zij nog opgemerkt dat SEC-regel 10b-5 geen zelfstandige verplichting tot het (actief) publiceren van informatie omvat. De verplichting tot het publiceren van informatie kan in beginsel alleen voortvloeien uit de wet (of uit daarvan afgeleide regelgeving) of uit een bepaalde ‘fiduciaire’ relatie.²⁷ Dit betekent dat er in beginsel geen sprake kan zijn van aansprakelijkheid voor een misleidende omissie, zonder dat daar zo’n zelfstandige publicatieverplichting aan ten grondslag ligt. Zo kan – in tegenstelling tot het Nederlandse recht – een uitgevende instelling in principe niet aansprakelijk worden gehouden voor het niet publiceren van koersgevoelige informatie, simpelweg omdat het Amerikaanse effectenrecht geen (afzonderlijke) publicatieverplichting voor koersgevoelige informatie kent.²⁸ In de woorden van de Supreme Court: ‘*Silence, absent a duty to disclose, is not misleading under Rule 10b-5*’.²⁹ Besluit de uitgevende instelling echter – al dan niet op grond van een (wettelijke) verplichting – eenmaal informatie te publiceren, dan moet deze informatie (juist en) *volledig* zijn. Een uitgevende instelling 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.

3.3 Procedureverloop

De *District Court* wijst de vordering van de beleggers af, omdat zij onvoldoende aan hun stelplicht hebben voldaan wat betreft (onder meer) het vereiste van *materiality*.³⁰ De motivering hiervoor is dat de beleggers geen statistisch significant (causaal) verband aannemelijk hebben gemaakt tussen enerzijds *anosmia* en anderzijds het gebruik van Zicam. De litigieuze mededelingen kunnen daarom niet als misleidend worden aangemerkt. De beleggers gaan tegen dit oordeel in hoger beroep. In hoger beroep gaat de uitspraak van de *District Court* onderuit en wordt de zaak terugverwezen.³¹ Volgens de appelrechter van de *Ninth Circuit* getuigt het oordeel van de *District Court* van een onjuiste rechtsopvatting, omdat de *District Court* ten onrechte de al of niet aanwezigheid van statistische significantie doorslaggevend heeft geacht voor het *materiality*-oordeel.³² Hiermee heeft de *District Court*

²⁵ Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa. 1946).

²⁶ Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co., 404 U.S. 6 (1971).

²⁷ Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.19[1].

²⁸ Zie hierover ook Hoff 2011, p. 27-33.

²⁹ Matrixx-uitspraak, p. 16.

³⁰ Volgens de *District Court* hebben de beleggers ook wat betreft het vereiste van *scienter* niet aan hun stelplicht voldaan. Dit aspect laat ik hier buiten beschouwing.

³¹ Siracusano v. Matrixx Initiatives Inc., 585 F.3d 1167 (9th Cir. 2009).

³² Ook het *scienter*-oordeel van de *District Court* gaat in hoger beroep onderuit. Zoals gezegd laat ik dat aspect buiten beschouwing.

veronachtzaamd dat dit oordeel afhankelijk is van alle omstandigheden van het geval. Naar het oordeel van de appelrechter hebben de beleggers in dit geval voldoende gesteld wat betreft (het bestaan van) een mogelijk verband tussen *anosmia* en Zicam. Aangezien dit mogelijke verband relevante informatie is voor de redelijk handelende belegger, hebben de eisende beleggers hiermee voldoende aan hun stelplicht voldaan, aldus de appelrechter.

Naar aanleiding van het oordeel van de appelrechter dient Matrixx een zogenaamd ‘*certiorari*-verzoek’ in bij de Supreme Court, en dat wordt toegewezen. De vraag die in de procedure bij de Supreme Court (onder meer) centraal staat is of voor (het aannemen van) *materiality* een statistisch significant verband is vereist tussen *anosmia* en Zicam, en in het verlengde daarvan, of de beleggers aan hun stelplicht kunnen voldoen zonder zo’n verband aannemelijk te maken.³³

3.4 Oordeel Supreme Court

De Supreme Court begint zijn oordeel met een algemene uiteenzetting over *materiality*, waarbij hij terugrijpt op zijn eerdere rechtspraak:³⁴

‘[The] materiality requirement is satisfied when there is 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* (...) We were careful not to set too low a standard of materiality, for fear that management would bury the shareholders in an avalanche of trivial information.’ (curs. en toevoeging ACWP)

Vervolgens herinnert de Supreme Court eraan dat hij in de bekende zaak *Basic v. Levinson* een zogenaamde ‘*bright-line rule*’ inhoudende dat fusiebesprekingen ‘*as a matter of law*’ als ‘*non-material*’ worden aangemerkt zolang nog geen principe-overeenkomst is bereikt, heeft verworpen:³⁵

‘We observed that any approach that designates a single fact or occurrence as always determinative of an inherently fact-specific finding such as materiality, *must necessarily be overinclusive or underinclusive* (...) We thus rejected the defendant’s proposed rule, explaining that it would artificially exclude from the definition of materiality information concerning merger discussions, which would otherwise be considered significant to the trading decision of a reasonable investor.’ (curs. ACWP)

Ook in het onderhavige geval moet naar het oordeel van de Supreme Court een *bright-line rule* inhoudende dat het door een farmaceutisch bedrijf ontvangen van *adverse event reports* (‘AERs’) als *non-material* kan worden aangemerkt zolang nog geen sprake is van een (bewezen) statistisch significant causaal verband, worden verworpen:³⁶

‘As in *Basic*, Matrixx’s categorical rule would artificially exclude information that would otherwise be considered significant to the trading decision of a reasonable investor.’

³³ Het *certiorari*-verzoek heeft ook betrekking op het *scienter*-oordeel van de appelrechter. Zoals gezegd laat ik dat aspect buiten beschouwing.

³⁴ Matrixx-uitspraak, p. 10.

³⁵ Matrixx-uitspraak, p. 10.

³⁶ Matrixx-uitspraak, p. 11.

Een dergelijke *bright-line rule* gaat er volgens de Supreme Court van uit dat statistische significantie de enige (betrouwbare) maatstaf is aan de hand waarvan een (veronderstelde) causale relatie kan worden beoordeeld. Dit uitgangspunt is evenwel onjuist. Zo vormt voor medische onderzoekers de al of niet aanwezigheid van statistische significantie op zichzelf geen doorslaggevende factor bij het beoordelen van causaliteit. Medische onderzoekers kijken ook naar andere factoren.³⁷

‘[T]he premise that statistical significance is the only reliable indication of causation (...) is flawed (...). [M]edical researchers (...) consider multiple factors in assessing causation (...) Statistically significant data are not always available. (...) A lack of statistically significant data does [however] not mean that medical experts have no reliable basis for inferring a causal link between a drug and adverse events.’ (toevoeging ACWP)

Ook de Food and Drug Administration (‘FDA’)³⁸ kijkt bij het beoordelen van causaal verband naar verschillende factoren, en stelt dit oordeel niet louter afhankelijk van (het al of niet bestaan van) statistische significantie, aldus de Supreme Court.³⁹

‘The FDA similarly does not limit the evidence it considers for purposes of assessing causation and taking regulatory action to statistically significant data. In assessing the safety risk posed by a product, the FDA considers [several] factors (...). *It does not apply any single metric for determining when additional inquiry or action is necessary, and it certainly does not insist upon statistical significance.*’ (curs. en toevoeging ACWP)

Aangezien voor zowel medische onderzoekers als voor de toezichthouder statistische significantie geen doorslaggevende factor is bij het beoordelen van causaliteit, kan er van uit worden gegaan dat dit ook voor de redelijk handelende belegger geen doorslaggevende factor is, aldus de Supreme Court.⁴⁰

Toepassing van de ‘*total mix*’-maatstaf betekent echter niet dat elk AER dat de uitgevende instelling ontvangt, meteen moet worden gepubliceerd. Of (het ontvangen van) een bepaald AER als *material* kan worden aangemerkt, hangt mede af van de bron, inhoud en context van de AER:⁴¹

‘Application of Basic’s “total mix” standard does not mean that pharmaceutical manufacturers must disclose all reports of adverse events (...) The question remains *whether a reasonable investor would have viewed the nondisclosed information as having significantly altered the “total mix” of information made available* (...) [T]he mere existence of reports of adverse events (...) will not satisfy this standard. Something more is needed, *but that something more is not limited to statistical significance* and can come from *the source, content, and context of the reports.*’ (curs. en toevoeging ACWP)

In het onderhavige geval hebben de beleggers volgens de Supreme Court voldoende aan hun stelplicht terzake van *materiality* voldaan. Dit motiveert hij als volgt:⁴²

The information provided to Matrixx (...) revealed a plausible causal relationship between Zicam Cold Remedy and anosmia. Consumers likely would have viewed the risk associated with Zicam (...) as substantially outweighing the benefit of using the product (...), particularly

³⁷ Matrixx-uitspraak, p. 11-12.

³⁸ De FDA is een federaal agentschap dat verantwoordelijk is voor het toezicht op (en de regulering van) onder meer de voedselkwaliteit en voedselveiligheid, en de kwaliteit en veiligheid van medicijnen.

³⁹ Matrixx-uitspraak, p. 13.

⁴⁰ Zie Matrixx-uitspraak, p. 15.

⁴¹ Matrixx-uitspraak, p. 15-16.

⁴² Matrixx-uitspraak, p. 18-19.

in light of the existence of many alternative products on the market. Importantly, Zicam (...) allegedly accounted for 70 percent of Matrixx's sales (...) [This suggests] a significant risk to the commercial viability of Matrixx's leading product.' (toevoeging ACWP)

Vervolgens concludeert de Supreme Court dat de beleggers voldoende hebben gesteld om aannemelijk te achten dat de mededelingen van oktober 2003 en januari 2004 en het persbericht van 2 februari 2004 inderdaad misleidend waren. Het oordeel van de appelrechter is daarmee bevestigd.

4. Beschouwing

1. De uitspraak van de Supreme Court is volledig in lijn met zijn eerdere rechtspraak omtrent *materiality*. De Supreme Court houdt vast aan de gedachte dat voor het beoordelen van de materialiteit van een mededeling of omissie *bright-line rules* ongeschikt zijn, en dat voor dit oordeel (nog steeds) alle omstandigheden van het geval van belang zijn. Waar het om gaat, is of – gezien van uit het perspectief van de redelijk handelende belegger – de litigieuze informatie leidt tot een significante wijziging van de totaal beschikbare ‘informatiemix’. Zou daarentegen voor (de toepassing van) een *bright-line rule* worden gekozen, dan leidt dat tot een maatstaf die ‘over-’ of ‘underinclusive’ is, aldus de Supreme Court.

2. Hoewel het oordeel van de Supreme Court aan duidelijkheid niets te wensen over laat, valt op dat hij zijn *materiality*-analyse niet inpast in de bekende *Probability/Magnitude*-systematiek. Deze systematiek ontwikkelde hij in de uitspraak *Basic v. Levinson* als mechanisme om de materialiteit van *onzekere* gebeurtenissen te kunnen bepalen (het ging in deze zaak zoals gezegd om het beoordelen van de materialiteit van lopende fusie- of overnamebesprekingen).⁴³ Het mechanisme houdt kort gezegd in dat de *materiality* van zulke gebeurtenissen afhangt van enerzijds de grootte van de gebeurtenis (lees: financiële *impact*) en anderzijds de kans dat de gebeurtenis daadwerkelijk plaatsvindt.⁴⁴ In het algemeen geldt dat hoe groter de *impact* en hoe groter de kans, hoe eerder men van een *material event* kan spreken. 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*, zal zeer waarschijnlijk aan het *materiality*-vereiste zijn voldaan. Hetzelfde geldt voor een (nagenoeg) zekere gebeurtenis met een meer bescheiden *impact*. In geval van een onzekere gebeurtenis van slechts geringe omvang, zal in de regel echter niet aan het *materiality*-vereiste zijn voldaan.

3. Wordt het *Probability/Magnitude*-raamwerk (‘*P/M*-raamwerk’) toegepast op de materialiteitsvraag die in de onderhavige uitspraak aan de orde is, dan werpt dat nader licht op het oordeel van de Supreme Court.⁴⁵ Wel is er ten opzichte van de situatie dat de materialiteit van lopende fusie- of overnamebesprekingen moet worden beoordeeld sprake van een bijzonderheid, en dat is dat er bij de *Probability/Magnitude*-afweging (‘*P/M*-afweging’) omtrent de mogelijk schadelijke bijwerkingen van een medicijn meerdere (deel)factoren een rol (kunnen) spelen. Het gaat in dit geval dus niet om een

⁴³ *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 238-239 (1988). De *Probability/Magnitude*-systematiek was reeds eerder aanvaard door de (appelrechter van de) *Second Circuit* in (onder meer) de uitspraak *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968).

⁴⁴ Zie hierover Hazen, 4 Law Securities Regulation § 12.9[5].

⁴⁵ Zie in dit verband ook Tabak & Lee 2010, p. 7-9.

enkelvoudige afweging tussen één enkele *Probability* en één enkele *Magnitude* (zoals bij de *materiality*-beoordeling van het normaaltype onzekere gebeurtenis het geval is). Voor de toepasbaarheid van het raamwerk als zodanig maakt dit echter niet uit, want het materialiteitsoordeel kan nog steeds worden gezien als een afweging tussen enerzijds *Probability*-factoren en anderzijds *Magnitude*-factoren. Wat betreft eerstgenoemde variabele zijn voor het beoordelen van de onderhavige materialiteit mijns inziens de volgende factoren van belang: p_1 . De kans dat inderdaad sprake is van een causaal verband tussen het medicijn en de geobserveerde klachten; p_2 . De kans dat een (succesvolle) productsaansprakelijkheidsclaim wordt ingediend;⁴⁶ p_3 . De kans dat gebruikers van het medicijn door (het nieuws over) de mogelijke bijwerking worden afgeschrikt, als gevolg waarvan zij hun gebruik staken (en eventueel overstappen op een concurrerend medicijn); p_4 . De kans dat ook andere medicijnen van de desbetreffende fabrikant in een kwade reuk komen te staan, waardoor ook de vraag naar deze andere medicijnen afneemt. Wat betreft de variabele *Magnitude* zijn voor het beoordelen van de *materiality* mijns inziens de volgende factoren van belang: M_1 . De ernst en/of intensiteit van de veronderstelde bijwerking; M_2 . De omvang van een succesvolle productsaansprakelijkheidsclaim; M_3 . De mate waarin gebruikers van het litigieuze medicijn vanwege (het nieuws over) de mogelijke bijwerking hun gebruik zullen staken (en eventueel overstappen op een concurrerend medicijn); M_4 . De mate waarin ook de vraag naar andere medicijnen van de desbetreffende fabrikant zal stagneren, omdat ook deze medicijnen in een kwade reuk komen te staan; M_5 . Welk deel van de totale omzet (en/of totale winst) van de fabrikant wordt bepaald door de omzet van (en/of winst behaald op) het litigieuze medicijn. Hierbij geldt voor de factoren p_3 en M_3 dat deze op hun beurt weer afhankelijk zijn van nadere (sub)factoren. Te denken valt aan (i) de ernst van de veronderstelde bijwerking van het medicijn ten opzichte van de ernst van de bestreden kwaal, (ii) de effectiviteit van het medicijn en (iii) de beschikbaarheid, effectiviteit en kwaliteit van concurrerende medicijnen.⁴⁷

In het licht van de hier genoemde *P/M*-factoren, valt gemakkelijk in te zien waarom statistische significantie niet doorslaggevend kan zijn voor het materialiteitsoordeel betreffende de mogelijke schadelijke bijwerkingen van een medicijn. Zou namelijk statistische significantie wel doorslaggevend worden geacht, dan zou dat betekenen dat alleen factor p_1 – de kans op een werkelijk causaal verband tussen medicijn en (veronderstelde) bijwerking – in de beoordeling mag worden meegewogen.⁴⁸ Alle andere genoemde *P/M*-factoren zouden er in deze gedachtegang simpelweg niet toe doen. Wat men dan dus eigenlijk zegt, is dat de redelijk handelende belegger die andere factoren *onder alle omstandigheden* als irrelevant aanmerkt. Dat is een benadering die mijns inziens zichzelf veroordeelt. Dit kan ook gemakkelijk worden geïllustreerd aan de hand van een eenvoudig voorbeeld. Stel dat (beursgenoteerd) farmaceutisch bedrijf X een bepaald medicijn Y op de markt brengt en dat X naar verloop van tijd signalen ontvangt dat een aantal gebruikers van Y is overleden. In het medische circuit wordt dit overlijden in verband gebracht met (het gebruik van) medicijn Y. Zolang het slechts om een paar sterfgevallen gaat, is er in de verste verte

⁴⁶ Zie over de rol van statistische significantie bij productsaansprakelijkheidsclaims SEC-brief, p. 17.

⁴⁷ Opgemerkt zij dat bij de kwaliteit van concurrerende medicijnen mede gekeken zal moeten worden naar de (mogelijke) bijwerkingen van deze medicijnen.

⁴⁸ Het zij benadrukt dat factor p_1 weliswaar nauw samenhangt met statistische significantie, maar dat deze factor niet hetzelfde is als statistische significantie. Zie over de samenhang tussen p_1 en statistische significantie hierna.

geen sprake van statistische significantie. Niettemin is deze ontwikkeling (potentieel) zeer schadelijk voor X, omdat alleen al een (dun) vermoeden van causaal verband vele gebruikers ertoe zal aanzetten over te stappen op een ander (concurrerend) medicijn. X' toekomstige winstgevendheid (en daarmee X' voortbestaan) zal hierdoor enorm onder druk komen te staan. De informatie die de sterfgevallen in verband brengt met medicijn Y, kan voor X' aandeelhouders dus zonder meer als *material* worden gekwalificeerd. Een tegenovergestelde situatie is uiteraard ook denkbaar. Stel dat bedrijf W medicijn Z op de markt brengt en dat Z een succesvol geneesmiddel blijkt te zijn tegen een bepaalde ernstige ziekte. Na verloop van tijd blijkt dat een aantal gebruikers van Z last heeft van (lichte) huidirritatie. W ontvangt in korte tijd zoveel (identieke) klachten, dat al snel duidelijk is dat sprake is van een statistisch significant (causaal) verband. Zolang de geobserveerde klachten niet verder gaan dan een lichte huidirritatie, hoeft deze ontwikkeling W's toekomstige winstgevendheid op geen enkele wijze in gevaar te brengen. In verhouding tot de bestreden ziekte gaat het immers om een onschuldige bijwerking, en het is daarom (vooralsnog) onwaarschijnlijk dat dit (potentiële) gebruikers van medicijn Z ertoe zal aanzetten het medicijn niet meer te gebruiken. De informatie die wijst op een statistisch significant verband tussen (het gebruik van) Z en de huidirritatie, is voor de aandeelhouders van W dus (vooralsnog) niet *material*.

Ofschoon de hierboven genoemde *P/M*-factoren ook (her en der) door de Supreme Court worden genoemd, is opmerkelijk dat hij ze niet in verband brengt met een in het kader van het materialiteitsoordeel uit te voeren *P/M*-analyse. De Supreme Court voert de factoren ten tonele als door de toezichthouder FDA te hanteren wegingsfactoren wanneer laatstgenoemde moet beslissen om al of niet actie te ondernemen naar aanleiding van klachten/signalen over de mogelijk schadelijke bijwerkingen van een bepaald medicijn.⁴⁹ De redenering van de Supreme Court in dit verband is dat aangezien voor de FDA statistische significantie geen doorslaggevende factor is bij het beoordelen van de causaliteit, ook voor de redelijk handelende belegger kan worden aangenomen dat statistische significantie voor hem geen (alles)bepalende factor is. Dit acht ik in zoverre niet overtuigend, dat het beoordelingskader van de FDA als toezichthouder op de medicijnenmarkt, niet noodzakelijkerwijs hoeft overeen te komen met het beoordelingskader van de redelijk handelende belegger als (potentiële) aandeelhouder op de effectenmarkt.

4. Het *Probability/Magnitude*-raamwerk laat ons ook zien dat statistische significantie van het (veronderstelde) verband tussen (het gebruik van) een bepaald medicijn en een bepaalde klacht, goed moet worden onderscheiden van statistische significantie van het koerseffect dat (naar verwachting) wordt gemeten wanneer deze informatie openbaar wordt gemaakt.⁵⁰ Eerstgenoemde statistische significantie heeft namelijk slechts betrekking op de kans dat daadwerkelijk sprake is van een causaal verband tussen medicijn en bijwerking (eerdergenoemde factor p_1). Is sprake van een statistisch significant verband, dan is deze kans groot. Is (vooralsnog) geen sprake van een statistisch significant verband, dan is deze kans (vooralsnog) relatief klein. Statistische significantie van het koerseffect hangt daarentegen samen met (het antwoord op) de vraag of de litigieuze informatie al of niet als *material* kan worden aangemerkt. Bij (de al of niet te verwachten) statistische significantie van het koerseffect spelen – behoudens p_1 – dus ook alle andere in het kader van de *P/M*-

⁴⁹ Matrixx-uitspraak, p. 13-14.

⁵⁰ Zie hierover Tabak & Lee 2010, p. 9-11.

afweging genoemde factoren een rol. Hierbij geldt dat wanneer de uitkomst van de *P/M*-afweging is dat de informatie (*ex ante*) als *material* moet worden aangemerkt, deze naar verwachting in een statistisch significant koerseffect zal resulteren op het moment dat zij wordt gepubliceerd. Is de uitkomst van de *P/M*-afweging daarentegen dat de informatie (*ex ante*) niet als *material* kan worden aangemerkt, dan zal zij naar verwachting geen significante koersreactie tot gevolg hebben. Hierbij zij nog aangetekend dat de situatie *ex ante* goed moet worden onderscheiden van de situatie *ex post*. Of na publicatie daadwerkelijk een statistisch significant koerseffect wordt gemeten, hoeft op zichzelf namelijk niet doorslaggevend te zijn voor de beoordeling van de materialiteit.⁵¹ Tal van factoren kan er immers voor zorgen dat bepaalde (vooral nog vertrouwelijke) informatie die *ex ante* als *material* is aangemerkt, bij bekendmaking – *ex post* dus – toch niet blijkt te resulteren in een significante koersreactie. Een mogelijke verklaring kan bijvoorbeeld zijn dat de bekendmaking samenvalt met de publicatie van andere informatie die een tegengesteld koerseffect heeft.

5. Slot

Ik sluit af met een korte rechtsvergelijkende noot. Wanneer de onderhavige kwestie zou worden beoordeeld naar Nederlands recht in het kader van de publicatieverplichting *ex art. 5:25i lid 2 Wft*, dan zou de uitkomst mijns inziens geen andere moeten zijn. Ook naar Nederlands recht heeft immers te gelden dat de koersgevoeligheid van litigieuze informatie contextueel wordt bepaald, en dat hiervoor geen vaste vuistregels beschikbaar zijn. Ook de vuistregel inhoudende dat de koersgevoeligheid van een bepaalde onzekere gebeurtenis kan worden afgemeten aan de statistische significantie van de onderliggende informatie, moet dus naar Nederlands recht worden verworpen. Voor het (beursgenoteerde) farmaceutische of *retail*bedrijf dat wordt geconfronteerd met klachten/signalen over mogelijke bijwerkingen van door haar afgezette producten (eventueel resulterend in productaansprakelijkheidsclaims), betekent dit dat zij – althans wat betreft de koersgevoeligheid – deze klachten/signalen op hun eigen merites zal moeten beoordelen. Het hierboven uiteengezette *P/M*-raamwerk zou daarbij behulpzaam kunnen zijn. De al of niet aanwezigheid van statistische significantie vormt bij deze beoordeling niet meer dan een enkel gezichtspunt.

A.C.W. Pijls

⁵¹ De (appelrechter van de) *Third Circuit* acht voor het *materiality*-oordeel echter wel maatgevend of *ex post* al of niet een (statistisch) significant koerseffect wordt gemeten. Zie de uitspraken *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, 274-275 (3d Cir. 2005). 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).