

Een bijzonder type *gevolgschade* bij misleidende berichtgeving op de beurs¹

A.C.W. Pijls

1. De beursvennootschap die haar (effectenrechtelijke) informatieverplichtingen schendt – en/of zich schuldig maakt aan marktmanipulatie – handelt onrechtmatig jegens het beleggende publiek. Dit onrechtmatig handelen kan bestaan uit het publiceren van een misleidend prospectus, het publiceren van misleidende verslaggeving, het achterhouden van koersgevoelige informatie en/of het verspreiden van misleidende ad hoc berichten. Het creëren van een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap leidt tot onzuivere koersvorming. Beleggers kunnen hierdoor schade lijden. Deze schade wordt (definitief) geleden op het moment dat de misleiding bekend wordt en de door de misleiding veroorzaakte koersinflatie (dientengevolge) uit de koers verdwijnt.

Een complicatie die zich in de praktijk niet zelden voordoet, is dat de koersdaling die als gevolg van de bekendwording van de misleiding intreedt, niet alleen het koerseffect van (het bekend worden van) de misleidende informatie zelf weerspiegelt, maar tevens het koerseffect van verschillende typen *gevolgschade*.² Wat betreft deze *gevolgschade* kan bijvoorbeeld 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 vennootschap en/of in de kwaliteit van de interne risicobeheersings- en controlesystemen.³ Ook kan 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 te voeren juridische procedures, zoals bijvoorbeeld proceskosten, kosten voor juridische bijstand of een eventueel te betalen schadevergoeding.⁴ Het is laatstgenoemd type koersverlies dat in dit opstel centraal staat.⁵ Ik behandel in dit verband twee vragen. Ten eerste de vraag hoe dit type koersverlies kan worden gekwalificeerd. Meer specifiek ga ik in op de vraag of het kan worden aangemerkt als zogenaamde ‘afgeleide schade’. Ten tweede de vraag of deze component van het koersverlies voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer de *vennootschap* hiervoor aansprakelijk wordt gehouden. De (mijns inziens niet minder interessante) vraag of dit type koersverlies voor vergoeding in aanmerking komt, wanneer – in plaats van de *vennootschap* – een bij de

¹ Met dank aan Vino Timmerman voor zijn waardevolle commentaar bij het concipiëren van deze tekst.

² Zie over deze complicatie in de Amerikaanse literatuur onder meer Alexander 1994, p. 1435-1440; Ferrell & Saha 2007, p. 181-185; Ferrell & Saha 2009, p. 105-106; Black 2009, p. 169-182; Cornell & Rutten 2009, p. 3-12; Dunbar & Sen 2009, p. 238-239. Zie over deze complicatie in de Nederlandse literatuur de prachtige dissertatie van De Jong 2010, p. 191-192 en p. 245.

³ Ten aanzien van dit koersverlies wordt in de financieel-economische literatuur ook wel gerefereerd aan ‘*reputational loss*’. Zie voor empirisch bewijs dat dit effect zich in de praktijk nogal eens voordoet onder meer Karpoff, Lee & Martin 2008 en Armour, Mayer & Polo 2011. Genoemde auteurs kennen aan het begrip *reputational loss/reputational harm* overigens een bredere betekenis toe dan ik hier doe. Ook het koerseffect dat voortkomt uit het door de markt alvast inprijzen van tegenvallende toekomstige resultaten en hogere verwachte financieringskosten vanwege de – als gevolg van de misleiding – verslechterde reputatie van de vennootschap, scharen zij onder *reputational loss/reputational harm*. Zie over deze vorm van *reputational loss* ook Alexander 1994, p. 1435.

⁴ Zie voor empirisch bewijs dat ook dit effect zich in de praktijk nogal eens voordoet onder meer Karpoff, Lee & Martin 2008 en Gande & Lewis 2009. En 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 2012, p. 8-21.

⁵ Er kunnen zich als gevolg van het bekend worden van de misleiding ook nog andere typen *gevolgschade* dan de in de hoofdttekst genoemde voordoen, maar die laat ik hier verder buiten beschouwing.

misleiding betrokken *derde* (zoals een adviseur of een bestuurder) hiervoor aansprakelijk wordt gehouden, laat ik in dit opstel buiten beschouwing. (Het antwoord op) deze vraag bewaar ik graag voor een volgende gelegenheid.

Voor het vervolg doe ik een aantal aannames. Ik ga uit van de fictieve situatie waarin beursvennootschap X een bepaalde mededeling (of omissie) heeft gedaan waarmee de (financiële) toestand van de vennootschap te positief werd voorgesteld, en welke in rechte (inmiddels) als misleidend is aangemerkt.⁶ Hierbij neem ik aan dat in rechte (inmiddels) is komen vast te staan dat deze misleidende mededeling de beurskoers daadwerkelijk heeft beïnvloed. De beleggers die in het tijdvak van de misleiding aandelen hebben gekocht stellen de vennootschap voor de misleiding (en de daardoor veroorzaakte koersschade) aansprakelijk, en zij eisen schadevergoeding ter zake van (onder meer) het koersverlies dat is terug te voeren op het door de markt alvast inrijzen van een (als gevolg van de misleiding) verwachte toekomstige vermindering van het vennootschapsvermogen. Aangenomen wordt dat alleen de vennootschap ter zake van de misleiding een rechtens 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. Verder wordt aangenomen dat tussen partijen niet in geschil is dat het hier bedoelde koerseffect zich daadwerkelijk heeft voorgedaan, en dat de omvang ervan met een redelijke mate van waarschijnlijkheid kan worden vastgesteld.⁷ De enige vraag die in het processuele debat (nog) centraal staat, is de *materieelrechtelijke* vraag of dit stukje koersverlies al of niet voor vergoeding in aanmerking komt. Overigens zal het in de praktijk bijna altijd zo zijn dat de benadeelde beleggers tevens schadevergoeding vorderen ter zake van het koersverlies dat (direct) is terug te voeren op (het bekend worden van) de litigieuze informatie zelf (de zogenaamde ‘eigenlijke koersinflatie’), maar dat laat ik hier verder buiten beschouwing. Verder abstraheer ik ook van allerlei andere mogelijke koerseffecten die zich in de praktijk nog kunnen voordoen. De hiernavolgende analyse is met andere woorden *ceteris paribus*.

2. Ik begin met de kwalificatievraag. Kan de hier bedoelde component van het koersverlies worden aangemerkt als zogenaamde ‘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*.⁸ Ik neig ernaar deze vraag ontkennend te beantwoorden.^{9, 10} Weliswaar hangt het onderhavige koersverlies samen met uitgaven die de vennootschap in de toekomst –

⁶ Met de (rechterlijke) vaststelling dat de gewraakte mededeling misleidend was, staat vast dat de vennootschap onrechtmatig heeft gehandeld jegens het beleggende publiek.

⁷ Ik wijs erop dat in geval van misleiding op de primaire markt dit koerseffect zich in mindere mate zal voordoen. Dit omdat het bedrag dat de benadeelde beleggers als gevolg van de misleiding te veel voor nieuw uitgegeven aandelen hebben betaald (en waarvoor ze moeten worden gecompenseerd), zich – als het goed is – nog in het vermogen van de vennootschap bevindt. Dat is anders in geval van misleiding op de secundaire markt, omdat in dat geval de door de benadeelde beleggers betaalde koersinflatie niet ten goede is gekomen aan (het vermogen van) de vennootschap, maar aan beleggers die hun aandeel tegen een geïnflateerde prijs hebben verkocht.

⁸ 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 of 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 of 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 2012, p. 311-312.

⁹ Assink beantwoordt deze vraag eveneens – zij het iets stilliger dan ik – ontkennend, zie Assink 2012, p. 312.

¹⁰ Zie ik het goed, dan wenst De Jong deze schade wel aan te merken als afgeleide schade, zie De Jong 2010, p. 191.

naar verwachting – zal moeten doen, maar op het moment dat 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 (rechtens relevante) vermogensschade gematerialiseerd.¹¹ 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 koersverlies dat voortkomt uit het door de markt alvast inprijzen van verwachte toekomstige uitgaven, aan te merken als afgeleide schade. Doet men dat wel, dat moet dit type afgeleide schade in ieder geval worden onderscheiden van het type afgeleide schade zoals we dat kennen uit de bekende Poot/ABP-doctrine.¹² Het verschil tussen beide afgeleide schadetypen is dat bij laatstgenoemd 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*.

3. 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 het daardoor veroorzaakte koersverlies aansprakelijk houden.¹³ Gegeven het feit dat de onderhavige gevolgschade onmiskenbaar in *condicio-sine-qua-non-verband* (hierna: ‘csqn-verband’) staat met het onrechtmatige handelen van de vennootschap (in casu het doen van een misleidende mededeling of omissie), 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. Bij de beantwoording van deze vraag zal ik vooral gebruikmaken van zogenaamde ‘beleidsmatige’ argumenten. Dit acht ik 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.

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 op het moment dat de misleiding begon reeds

¹¹ 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, r.o. 3.4.5 en HR 4 mei 2012, *LJN* BV6769, r.o. 3.4.3.

¹² 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 (Poot/ABP), r.o. 3.4.1-3.4.4.

¹³ Zonder te onderscheiden naar 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.

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.¹⁴ Daarom acht ik voor het antwoord op de vraag of dit koersverlies voor eerstgenoemde beleggers voor vergoeding in aanmerking komt, relevant het antwoord op de vraag of het voor laatstgenoemde beleggers voor vergoeding in aanmerking komt.

Laatstgenoemde vraag moet mijns inziens ontkennend worden beantwoord. In de eerste plaats acht ik verdedigbaar om te betogen 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 dat de misleidende mededeling of omissie (voor de eerste keer) werd gedaan *zittende* aandeelhouders.¹⁵ 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.¹⁶ En omdat in deze opvatting jegens laatstgenoemde aandeelhouders niet onrechtmatig wordt gehandeld, is er ook geen grondslag om jegens hen enige verplichting tot (het betalen van) schadevergoeding aan te nemen, en dus ook niet een verplichting tot (het betalen van) schadevergoeding ter zake van 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. Voor zover men echter van mening is dat de vennootschap die een misleidende voorstelling van zaken geeft onrechtmatig handelt jegens het beleggende publiek *in abstracto*, en daarmee dus ook jegens de (op het moment dat 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.¹⁷ 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 (op het moment dat 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 voor zover vergoeding van dit koersverlies niet reeds op het beschermingsbereik van de geschonden norm afstuit, staat mijns inziens ook de toerekeningsfactor verwijderdheid van de schade 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 om aan te nemen dat de vennootschap die het beleggende publiek misleidt ook verplicht is de (op het moment

¹⁴ Voor zover het koersverlies dat intreedt naar aanleiding van de corrigerende mededeling (direct) is terug te voeren op (het bekend worden van) de misleidende informatie zelf, 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.

¹⁵ Dit is wellicht anders voor zover 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 hier verder buiten beschouwing.

¹⁶ Vgl. voor de situatie waarin de misleiding bestaat uit het (ten onrechte) geven van een negatieve voorstelling van zaken, en waarin de in het tijdvak van de misleiding *verkopende* aandeelhouders schade lijden de uitspraak Rb. Utrecht 30 maart 2011, *JOR* 2011/191 m.nt. T.M. Stevens (VEB/Super de Boer), r.o. 4.26.

¹⁷ 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 2011 (6-IV*), nr. 131.

dat 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 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 (het betalen van) schadevergoeding ontstaat.¹⁸ 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 valt het – althans in geval van (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.¹⁹

Voor de beleggers die op het moment dat 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 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.²⁰ Beide groepen beleggers lijden deze schade namelijk op exact dezelfde wijze en in exact gelijke mate, en dan acht ik het niet redelijk om wat betreft de vergoeding ervan tussen beide groepen te differentiëren. Economisch gezien zie ik althans geen enkel steekhoudend argument dat een dergelijke differentiatie zou kunnen rechtvaardigen.²¹

4. Een tweede (eveneens beleidsmatig) argument dat ervoor pleit de gevolgschade van de in het tijdvak van de misleiding toetredende beleggers *niet* voor vergoeding in aanmerking te laten komen, is dat wanneer zij *wel* voor vergoeding in aanmerking zou komen, dit tot een onwenselijk *feedback*-effect in de koers zou leiden.²² Dit *feedback*-effect wordt als volgt ingezien. Veronderstellenderwijs ervan uitgaande dat deze 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 dit zal op zijn beurt weer in de koers worden ingeprijsd. Dit proces zal zich nog een aantal keren herhalen totdat de koers uiteindelijk een (nieuw) evenwicht bereikt.²³ Dit *feedback*-effect representeert als het

¹⁸ Denk bijvoorbeeld aan de situatie waarin de vennootschap inbreuk pleegt op het patent van een derde, en uit dien hoofde schadevergoeding aan deze derde moet betalen.

¹⁹ Zie over deze rangordeproblematiek in de context van een ander soort schade dan de hier bedoelde gevolgschade Van Anel & Rutten 2008, p. 180.

²⁰ Vgl. Alexander 1994, p. 1439; Ferrell & Saha 2009, p. 106.

²¹ Bewust breng ik ter ondersteuning van mijn betoog hier niet het vennootschapsrechtelijke gelijkheidsbeginsel (art. 2:92 BW) in stelling. Dit beginsel is op het onderhavige probleem namelijk niet (direct) van toepassing.

²² Zie voor een modelmatige uitwerking van dit *feedback*-effect Booth 2011, p. 9-15 en p. 54-58.

²³ Zie voor dit evenwicht Booth 2011, p. 54.

ware het mechanisme dat ervoor zorgt dat de hier bedoelde gevolgschade *volledig* voor rekening van de (op het moment dat 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 in geval van misleiding op de *secundaire* markt), is dit een zeer onwenselijke uitkomst.²⁴ Zo'n onwenselijke uitkomst wordt voorkomen, wanneer vergoeding van het koersverlies dat samenhangt met in de koers (bij voorbaat) ingeprijste verwachte toekomstige uitgaven simpelweg wordt afgewezen.

5. Voor zover men onverhoopt van mening is dat deze gevolgschade voor de in het tijdvak van de misleiding *toetredende* aandeelhouders *wel* voor vergoeding in aanmerking dient te komen, dan moet men denk ik consequent zijn, en dan zou men ook moeten vinden dat zij voor de zittende aandeelhouders voor vergoeding in aanmerking komt. Ook in deze (onverhoopte) opvatting zie ik namelijk geen steekhoudende argumenten om wat betreft de vergoeding tussen beide groepen te differentiëren. Het uiteindelijke resultaat waar deze opvatting dan toe leidt, is dat *alle* beleggers die op het moment dat 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) aandeelhouderschap – uiteindelijk zelf *volledig* voor betaalt.²⁵ We hebben dan dus te maken met een soort verkapte dividenduitkering, geconstrueerd via een schadevergoedingsverplichting van de vennootschap.²⁶ 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'.²⁷ Mijns inziens is geen enkele aandeelhouder bij een dergelijke uitkering gebaat. Wanneer de aandeelhouders immers dividend uitgekeerd wensen te zien, dan kunnen ze hiervoor beter de reguliere (vennootschapsrechtelijke) weg bewandelen, zonder dat de uitkering gepaard gaat

²⁴ Zie over de relatief zwakke compensatoire ratio voor het vergoeden van koersschade bij misleiding in de *secundaire* markt, en over de relatief sterke compensatoire ratio voor het vergoeden van koersschade bij misleiding in de *primaire* markt uitgebreid Fox 2009a en Fox 2009b.

²⁵ Ik wijs erop dat op het moment dat 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 (nagenoeg) volledig zelf financieren. De door de vennootschap te betalen schadevergoeding werd immers reeds in de koers ingeprijd toen de misleiding naar buiten kwam.

²⁶ Voor zover de beleggers die tijdens het tijdvak van de misleiding hun aandelen te duur hebben aangekocht voor de door hen betaalde koersinflatie worden gecompenseerd, kan men volgens mij niet spreken van een verkapte dividenduitkering. Het belangrijkste verschil tussen dit geval en het in de hoofdttekst 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 hoofdttekst genoemde geval gaat om een 'vermogensverschuiving' van aandeelhouders naar zichzelf.

²⁷ Wanneer alle beleggers die op het moment van de corrigerende mededeling aandeelhouder zijn de onderhavige gevolgschade krijgen vergoed, dan is het overigens zeer de vraag of in de praktijk de hierboven *sub 4* bedoelde evenwichtskoers ooit wordt bereikt.

met de hoge transactiekosten van het aansprakelijkheidsrecht. En in de situatie dat *wel* sprake is van (dreigende) insolventie, speelt uiteraard wederom het probleem dat zo'n verkapte dividenduitkering moeilijk valt te rijmen met de achtergestelde positie van aandeelhouders in de vennootschappelijke orde ten opzichte van schuldeisers.²⁸

6. Mijn conclusie is 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!

Literatuurlijst

Alexander 1994

J.C. Alexander, 'The Value of Bad News in Securities Class Actions', *UCLA Law Review* 1994, p. 1421-1469.

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, p. 173-188.

Armour, Mayer & Polo 2011

J. Armour, C. Mayer & A. Polo, 'Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets', http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1678028, 2011.

Assink 2012

B.F. Assink, 'Vraagtekens rond afgeleide schade', in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Onderneming & aandeelhouder* 2012, p. 305-350.

Black 2009

B. Black, 'Reputational Damages in Securities Litigation', *The Journal of Corporation Law* 2009, p. 169-182.

Booth 2011

R.A. Booth, 'Class Conflict in Securities Fraud Litigation', http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1811768, 2011.

Caskey 2012

J. Caskey, 'The pricing effects of securities class action lawsuits and litigation insurance', http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1660162, 2012.

Cornell & Rutten 2009

B. Cornell & J. Rutten, 'Collateral Damage and Securities Litigation', http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1342660, 2009.

²⁸ Vgl. Van Andel & Rutten 2008, p. 180.

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.

Ferrell & Saha 2007

A. Ferrell & A. Saha, 'The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*', *The Business Lawyer* 2007, 163-186.

Ferrell & Saha 2009

A. Ferrell & A. Saha, 'Securities Litigation and the Housing Market Downturn', *The Journal of Corporation Law* 2009, p. 97-122.

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 violations when issuers do not trade?', *Wisconsin Law Review* 2009, p. 297-332.

Gande & Lewis 2009

A. Gande & C. Lewis, 'Shareholder-Initiated Class Action Lawsuits: Shareholder Wealth Effects and Industry Spillovers', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2009, p. 823-850.

De Jong 2010

B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010.

Karpoff, Lee & Martin 2008

J. Karpoff, D. Lee & G. Martin, 'The Cost to Firms of Cooking the Books', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2008, p. 581-611.

Kroeze 2004

M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2004.