

EUR Research Information Portal

Misleidende berichtgeving op de beurs. Enkele aspecten van causaal verband en schade

Publication status and date:

Published: 01/01/2009

Document Version

Peer reviewed version

Citation for the published version (APA):

Pijls, A. (2009). Misleidende berichtgeving op de beurs. Enkele aspecten van causaal verband en schade. *TvOB, Tijdschrift voor vennootschapsrecht, rechtspersonenrecht en ondernemingsbestuur*, 2009(5), 131-142.
<http://hdl.handle.net/1765/102159>

[Link to publication on the EUR Research Information Portal](#)

Terms and Conditions of Use

Except as permitted by the applicable copyright law, you may not reproduce or make this material available to any third party without the prior written permission from the copyright holder(s). Copyright law allows the following uses of this material without prior permission:

- you may download, save and print a copy of this material for your personal use only;
- you may share the EUR portal link to this material.

In case the material is published with an open access license (e.g. a Creative Commons (CC) license), other uses may be allowed. Please check the terms and conditions of the specific license.

Take-down policy

If you believe that this material infringes your copyright and/or any other intellectual property rights, you may request its removal by contacting us at the following email address: openaccess.library@eur.nl. Please provide us with all the relevant information, including the reasons why you believe any of your rights have been infringed. In case of a legitimate complaint, we will make the material inaccessible and/or remove it from the website.

Misleidende berichtgeving op de beurs

Enkele aspecten van causaal verband en schade

*Mr. drs. A.C.W. Pijls*¹

1. Inleiding

Misleidende berichtgeving op de beurs leidt tot onzuivere koersvorming. Beleggers kunnen hierdoor schade lijden.² Deze schade wordt (definitief) geleden op het moment dat de misleiding bekend wordt en de koers als gevolg daarvan daalt. Beleggers hebben alleen recht op *schadevergoeding* als (en voor zover) het door hen geleden koersverlies in causaal verband staat met de misleidende informatie. Is in rechte de normschending van de uitgevende instelling eenmaal vastgesteld, dan zal het processuele debat zich rondom deze causaliteits- en schadevraag concentreren. De discussie over de causaliteits- en schadeproblematiek in geval van misleidende berichtgeving is wat mij betreft nog niet (volledig) uitgekristalliseerd.³ In deze bijdrage wil ik de aandacht vestigen op enkele materieel- en procesrechtelijke aspecten.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 begin ik met de probleemstelling. In paragraaf 3 wordt beknopt het theoretisch kader omtrent het causaal verband uiteengezet. In paragraaf 4 wordt dit theoretische kader vertaald naar de problematiek van aansprakelijkheid voor misleidende informatie. Hierbij worden twee feitelijke vorderingsgrondslagen onderscheiden. Voor beide vorderingsgrondslagen worden vervolgens de stappen *condicio sine qua non* en toerekening doorlopen. In paragraaf 5 wordt daarna uitgebreid het processuele debat over het causaal verband (en de schade) behandeld. Achtereenvolgens wordt ingegaan op de methode van vermogensvergelijking (paragraaf 5.1), de vraagstelling aan deskundigen (paragraaf 5.2), de vaststelling van het

¹ Promovendus aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

² Zie over aansprakelijkheid voor misleidende informatie recent onder meer W.J.M. van Andel & K. Ruten, 'Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving', in *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008*, p. 173-188; M.J. van Ginneken, 'Civielrechtelijke aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving', in: *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer, p. 151-165. Zie ook de verschillende bijdragen van Strik: D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving in het licht van de Transparantierichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2005-5, p. 146-152; 'Aansprakelijkheid van bestuurders op grond van art. 2:139 en 150 BW', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, p. 151-165; 'De ondertekening van de "in control"-verklaring en financiële verslaggeving naar Nederlands en Amerikaans recht', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2008-2009*, p. 129-166.

³ Het is volgens mij vooral De Jong geweest die voor het Nederlandse recht deze discussie een enorme impuls heeft gegeven. Zie zijn mooie bijdragen: B.J. de Jong, 'Schadeberekening bij securities class actions', *Ondernemingsrecht* 2007-6, p. 237-243 en 'Class action made difficult', *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 514-522. In dit tijdschrift heeft onder meer Raaijmakers eerder over deze problematiek geschreven, zie haar bijdrage: K. Raaijmakers, 'Causaliteit bij aansprakelijkheid van uitgevende instellingen voor misleidende informatie: toepassing van de "fraud on the market theory"', *TvOB* 2008-3, p. 66-73. Zie ook de reactie van B.J. de Jong, 'Fraud on the market revisited', *TvOB* 2008-4, p. 137-140. Zelf schreef ik eerder 'Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2009-4, p. 183-192.

condicio sine qua non-verband (paragraaf 5.3) en de vaststelling van de (omvang van de) schade (paragraaf 5.4). Benadrukt zij dat de materieelrechtelijke beoordeling van het toerekeningsverband en de bijbehorende maatstaven van art. 6:98 BW in deze bijdrage niet worden behandeld. Ook het eigen schuld vraagstuk blijft buiten beschouwing.

2. Probleemstelling

Misleidende berichtgeving op de beurs kan zich op verschillende manieren manifesteren.⁴ Grosso modo kunnen vier (groepen van) gevallen worden onderscheiden. In de eerste plaats kan men denken aan de uitgevende instelling die effecten aanbiedt op basis van een misleidend prospectus.⁵ In de tweede plaats kan gedacht worden aan de uitgevende instelling die misleidende jaar- of halfjaarcijfers of een misleidend kwartaalbericht publiceert (het gaat hier om de zogenaamde periodieke informatieverplichtingen).⁶ In de derde plaats denke men aan de uitgevende instelling die nalaat (tijdig) koersgevoelige informatie te publiceren (het gaat hier om een zogenaamde incidentele informatieverplichting).⁷ Tot slot kan men denken aan de uitgevende instelling die - zonder daartoe verplicht te zijn - een positieve mededeling de wereld instuurt die later misleidend blijkt te zijn. Voor de hiernavolgende analyse maakt het in beginsel niet uit welke casuspositie voor ogen wordt gehouden. Als uitgangspunt wordt genomen de uitgevende instelling die op enigerlei wijze het beleggende publiek misleidt.

Een aantal veronderstellingen vooraf. Uitgegaan wordt van de situatie waarbij als gevolg van misleidende berichtgeving (het vermoeden bestaat dat) tussen tijdstip T_0 en tijdstip T_1 de beurskoers (kunstmatig) was geïnflateerd. Op tijdstip T_1 is de misleiding naar buiten gekomen waardoor tussen tijdstip T_1 en tijdstip T_2 de koers in korte tijd is gedaald.⁸ Op tijdstip T_2 had de koers de misleidende informatie min of meer verwerkt en vanaf dat moment begon de koers zich weer te stabiliseren. Beleggers die het aandeel⁹ tussen tijdstip T_0 en tijdstip T_1 hebben aangekocht zijn (beweerdelijk) misleid en stellen zich op

⁴ Over (de toenemende uitbreiding van) informatieverplichtingen van uitgevende instellingen is de afgelopen jaren veel geschreven. Onder meer de recente implementatie van de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG, *PbEG* L 390/38) heeft weer de nodige pennen in beweging gezet. Zie recent onder meer A.N. Krol & C.W. Lieverse, 'Implementatie van de transparantierichtlijn', *FR* 2009-12, p. 401-413; A.A.F. Netiv, 'Nieuwe regelgeving inzake financiële verslaggeving', *Bb* 2009, 12. Zie ook de Actualiteiten in *Ondernemingsrecht* van G.T.J. Hoff, *Ondernemingsrecht* 2008, 23; *Ondernemingsrecht* 2008, 90; *Ondernemingsrecht* 2008, 160.

⁵ Opgemerkt zij dat het leerstuk van prospectusaansprakelijkheid zich niet beperkt tot (beleggers in) de primaire markt. Het prospectus heeft namelijk een zogenaamde 'nawerking'. Prospectusaansprakelijkheid kan zich daarom ook uitstrekken tot (beleggers in) de secundaire markt.

⁶ Zie art. 5:25c, art. 5:25d en art. 5:25e Wft.

⁷ Zie art. 5:25i (jo. 5:53) Wft voor de verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie. Zie ook art. 5:25h over de verplichting tot het informeren van aandeelhouders en obligatiehouders over wijzigingen in de rechten verbonden aan door haar uitgegeven effecten.

⁸ Een eventuele 'paniekreactie' waarbij als gevolg van het naar buiten komen van de misleiding de koers van de ene op de andere dag volledig instort, maar waarbij zij na verloop van tijd (als de 'paniek' weer is weggeëbd) weer aantrekt, laat ik buiten beschouwing.

⁹ In deze bijdrage ga ik uit van de door de misleidende informatie (beweerdelijk) veroorzaakte koersinflatie ten aanzien van de koers van het *aandeel*. De hiernavolgende analyse is (nagenoeg) gelijk voor andersoortige effecten dan aandelen.

het standpunt dat de uitgevende instelling jegens hen onrechtmatig heeft gehandeld.¹⁰ Zij vorderen (in rechte) schadevergoeding ten bedrage van het door de misleidende informatie veroorzaakte koersverlies. De procedure bevindt zich inmiddels in het stadium waarin de normschending van de uitgevende instelling niet langer ter discussie staat,¹¹ zodat het debat zich alleen nog toespitst op de causaliteits- en schadevraag. Aangenomen wordt dat de periode waarin de misleiding plaatsvond, samenviel met een algemeen negatief marktsentiment. Dit betekent dat met het litigieuze aandeel vergelijkbare aandelen (bijvoorbeeld aandelen uit dezelfde sector) gedurende deze periode eveneens een dalend verloop kenden. Hierdoor bestaat in het processuele debat onzekerheid over de vraag waardoor de koerscorrectie van het litigieuze aandeel werd veroorzaakt. Is de koerscorrectie (volledig) terug te voeren op de (bekendmaking van de) misleidende informatie, of is zij (deels) toe te schrijven aan het algemene marktrisico (lees: beleggingsrisico)? Ook wordt aangenomen dat de eisende beleggers hun aandeel tussen tijdstip T_0 en tijdstip T_2 niet hebben verkocht, zodat geen punt van discussie is of de beleggers überhaupt wel schade hebben geleden.¹² Ook neem ik aan dat de beleggers allen slechts één aandeel hebben aangekocht, waardoor het debat beperkt blijft tot de door de misleiding veroorzaakte *schade per aandeel*. Tot slot zij opgemerkt dat ik ten aanzien van de periode T_0 - T_2 zal refereren aan de ‘litigieuze periode’.

Nog een terminologische kwestie: wanneer in het hiernavolgende wordt gesproken van (het verspreiden van) misleidende informatie wordt bedoeld op twee situaties: enerzijds de situatie waarbij (actief) misleidende informatie wordt gepubliceerd, anderzijds de situatie waarbij bepaalde relevante informatie (lees: koersgevoelige informatie)¹³ ten onrechte *niet* wordt gepubliceerd als gevolg waarvan een misleidend beeld kan worden gecreëerd. De term ‘misleidende informatie’ kent derhalve een ruimte interpretatie.

¹⁰ Gaat het om een misleidend prospectus (gevalsonderscheiding 1), dan zal de grondslag van aansprakelijkheid zijn gelegen in de regeling *Onerlijke handelspraktijken* (art. 6:193a-art. 6:193j BW) dan wel de regeling *Misleidende reclame* (art. 6:194-6:196 BW). Gaat het om misleidende verslaggeving, dan zal de grondslag van aansprakelijkheid zijn gelegen in art. 2:139 BW. In overige gevallen zal de grondslag van aansprakelijkheid zijn gelegen in art. 6:162 BW.

¹¹ In geval van een misleidend prospectus bestaat het onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling eruit dat zij informatie heeft verspreid die de ‘gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende belegger’ op het verkeerde kon zetten. In geval van publicatie van misleidende verslaggeving of van een enkele (onverplichte) positieve mededeling zal dit oordeel zijn geformuleerd in termen als de ‘redelijk handelende belegger’ of de ‘redelijk geïnformeerde en zorgvuldig handelende belegger’. In geval van het ten onrechte niet publiceren van koersgevoelige informatie betreft het onrechtmatige handelen het achtergehouden van informatie die ‘indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers (...)’, zie art. 5:53 lid 1 Wft.

¹² Zouden de beleggers hun aandeel tussentijds wel hebben verkocht, dan zou eventueel door hen geleden schade door een geïnflateerde verkoopprijs reeds (gedeeltelijk) zijn gecompenseerd.

¹³ Het bekende criterium ter bepaling van de koersgevoeligheid van informatie is ‘informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren’, zie art. 1 lid 2 van Richtlijn 2003/124/EG (*PbEG* 2003, L 339/70). Zie recent onder meer de volgende uitspraken: Vzr. Rb. Rotterdam 8 juli 2009, *JOR* 2009, 234, m.nt. G.T.J. Hoff; Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009, 10, m.nt. F.G.H. Kristen; Vzr. Rb. Rotterdam 3 september 2008, *JOR* 2008, 274, m.nt. G.T.J. Hoff; Vzr. Rb. Rotterdam 21 juli 2008, *JOR* 2008, 273, m.nt. G.T.J. Hoff; Hof Amsterdam 1 maart 2007, *JOR* 2008, 199, m.nt. F.G.H. Kristen. Zie over het begrip koersgevoelige informatie ook F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht*, diss. Tilburg 2004, p. 344-361 en M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens, ‘Openbaarmaking van koersgevoelige informatie’, in: Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 201-242.

3. Causaal verband: condicio sine qua non en toerekening

In de heersende doctrine worden voor het juridisch causaal verband twee stappen onderscheiden: condicio sine qua non ('csqn') en (redelijke) toerekening. Het csqn-verband vereist dat bij afwezigheid van de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis geen schade zou zijn ingetreden. Het is in beginsel aan de benadeelde om dit aan te tonen. Is aan het csqn-verband voldaan, dan is vervolgens de vraag of de schade aan de aansprakelijk gestelde partij (naar de maatstaven van art. 6:98 BW) kan worden toegerekend. De gedaagde is als eerste aan zet om te beargumenteren dat de schade in een zodanig ver verwijderd verband tot de aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis staat dat (volledige) toerekening onredelijk is.¹⁴ Bewust wordt hier gesproken van 'beargumenteren' in plaats van 'bewijzen', aangezien de vraag of de schade aan de aansprakelijk gestelde persoon kan worden toegerekend in beginsel een rechtsvraag betreft. Dit houdt in dat het toerekeningsoordeel primair aan de hand van juridische maatstaven geschiedt, 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. Voormelde stappen csqn en toerekening verhouden zich aldus tot elkaar dat indien eenmaal is vastgesteld dat de (beweerdelijk) geleden schade in csqn-verband staat met een bepaalde normschending, het toerekeningscriterium van art. 6:98 BW in beginsel¹⁵ fungeert als een aansprakelijkheidsbeperkende voorwaarde. Er zijn immers vele (schadelijke) gevolgen denkbaar die in csqn-verband staan met de begane normschending, maar er dient alleen aansprakelijkheid te bestaan voor die gevolgen welke naar de maatstaven van art. 6:98 BW (redelijkerwijs) aan de laedens kunnen worden toegerekend.

4. Causaal verband (en schade) bij misleidende informatie

Voor zowel (het oordeel over) het causaal verband als de schade geldt dat beide steeds moeten worden beoordeeld vanuit de feitelijke grondslag waarmee de eiser zijn vordering staaft. Anders gezegd, de feitelijke grondslag van de vordering bepaalt ten principale het perspectief dat bij het beoordelen van het causaal verband en de schade tot uitgangspunt moet worden genomen. Dit vloeit voort uit het feit dat bij zowel het causaal verband als de schade steeds 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 feitelijke vorderingsgrondslag is daarmee bepalend voor hoe de hypothetische wereld zonder

¹⁴ Zie hierover onder meer Asser-Hartkamp/Sieburgh 2009 (6-II), nr. 76 en nr. 82 en zie HR 2 oktober 1998, *NJ* 1998, 831, r.o. 3.10 en de paragrafen 3.30-3.36 van de conclusie van A-G Spier bij dit arrest. Zie over dit arrest ook W.D.H. Asser 2004, *Bewijslastverdeling*, Deventer: Kluwer, nr. 182.

¹⁵ Opgemerkt zij dat in de doctrine ook (categorieën van) gevallen worden onderscheiden waarbij het criterium van redelijke toerekening een zelfstandige grondslag vormt voor het vestigen van causaliteit. Zie hiervoor Asser-Hartkamp/Sieburgh 2009 (6-II), nr. 79-81, nr. 87-89 en nr. 91 e.v.

normschending moet worden beoordeeld en het is derhalve deze vorderingsgrondslag die het vertrekpunt moet vormen bij ieder oordeel over causaal verband en schade.¹⁶

4.1 Twee feitelijke grondslagen

Voor beleggers die (beweerdelijk) zijn benadeeld wegens misleidende berichtgeving op de beurs, kan mijns inziens een tweetal feitelijke grondslagen worden onderscheiden.¹⁷ In de eerste plaats kunnen de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij als gevolg van de misleidende informatie een te hoge prijs voor hun aandeel hebben betaald. Deze beleggers vorderen (primair) een bedrag aan schadevergoeding ter hoogte van het te veel betaalde. Voor het (oordeel over het) causaal verband en de schade moet nu de volgende denkexerctie worden uitgevoerd: zou bij afwezigheid van de misleidende informatie (op het moment van aankoop) de beurskoers lager zijn geweest? Is het antwoord op deze vraag ontkennend, dan komt het causaal verband niet vast te staan en wordt de vordering van de beleggers afgewezen. Is het antwoord daarentegen bevestigend, dan staat daarmee in beginsel¹⁸ vast dat schade is geleden. De (omvang van de) schade wordt vervolgens vastgesteld vanuit het *perspectief* van voormelde vorderingsgrondslag. Beoordeeld moet worden hoeveel lager de beurskoers zou zijn geweest - of anders gezegd: hoeveel minder zouden de beleggers voor hun aandeel hebben betaald - wanneer de beurskoers niet door misleidende informatie omhoog was gedreven.

In de tweede plaats kunnen de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij door de misleidende informatie daadwerkelijk zijn misleid. Deze beleggers stellen zich op het standpunt dat zij als gevolg van de misleidende informatie een (achteraf) ongewenste beleggingsbeslissing hebben genomen; bij juiste en volledig informatie zouden zij het litigieuze aandeel niet hebben aangekocht. De denkexerctie die in dit geval voor het causaal verband en de schade moet worden uitgevoerd is of de beleggers bij afwezigheid van de misleidende informatie inderdaad een andere beleggingsbeslissing zouden hebben genomen. Luidt het antwoord op deze vraag ontkennend, dan is geen sprake van causaal verband en moet de vordering van de beleggers worden afgewezen. Luidt het antwoord daarentegen bevestigend, dan is de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling in beginsel¹⁹ gegeven en vindt de schadevaststelling wederom plaats vanuit het perspectief van de grondslag die de beleggers hun vordering hebben gegeven. De belegger moet zoveel mogelijk in de (vermogens)positie worden gebracht waarin hij zou hebben verkeerd wanneer hij in het geheel niet in het litigieuze aandeel zou hebben geïnvesteerd (hij zou bijvoorbeeld helemaal niet in aandelen hebben belegd of hij zou in plaats van in het litigieuze aandeel in een ander aandeel hebben belegd).

4.2 Eerste grondslag: csqn en toerekening

¹⁶ Zie voor een illustratief voorbeeld van hoe de feitelijke vorderingsgrondslag het perspectief van de causaliteit en de schade kan bepalen het arrest HR 30 mei 2008, *JOR* 2008, 209 m.nt. B.J. De Jong. Zie ook het commentaar bij dit arrest van H.M. Vletter-van Dort en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 364-368.

¹⁷ De Jong onderscheidt in dit verband twee categorieën beleggers, zie De Jong 2007, t.a.p., p. 515.

¹⁸ Een eventueel toerekeningsverweer in het kader van art. 6:98 BW laat ik hier buiten beschouwing.

¹⁹ *Idem*.

Voor de beleggers die kiezen voor bovengenoemde eerste vorderingsgrondslag is voor het (oordeel over het) causaal verband in beginsel niet relevant is of zij al of niet (direct of indirect) van de misleidende informatie hebben kennis genomen. Deze beleggers leggen namelijk niet aan hun vordering ten grondslag dat zij schade hebben geleden *omdat* zij op de misleidende informatie zijn afgegaan, maar omdat zij *als gevolg* van de door de misleidende informatie veroorzaakte koersinflatie te veel voor hun aandeel hebben betaald. Zij beweren met andere woorden slechts te hebben vertrouwd op de integriteit van de beurskoers en menen achteraf in dit vertrouwen te zijn beschaamd.²⁰ Kan voor deze beleggers worden vastgesteld dat de misleidende informatie daadwerkelijk heeft geresulteerd in een hogere aandelenkoers, dan is het causaal verband (in de zin van csqn) daarmee gegeven. De beleggers zouden immers een lagere prijs hebben betaald wanneer de informatie niet misleidend was geweest. 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 betoogd zou kunnen worden dat deze omstandigheid het (reeds gevestigde) causaal verband zou kunnen doorbreken.²¹ De redenering is dan dat de schade van de belegger niet is veroorzaakt door (het verspreiden van) de misleidende informatie, maar door de eigen aankoop van de belegger.²² Men moet goed voor ogen houden om wat voor verweer het hier gaat. Het gaat hier niet om een stelling van de eiser die relevant is voor de beoordeling van het csqn-verband, maar om een stelling van gedaagde die geplaatst moet worden in de sleutel van het toerekeningsverband. Het is dus aan de gedaagde om te *beargumenteren* (en om de bij wijze van verweer aangevoerde feiten te *bewijzen*),²³ dat 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.²⁴ In het kader van deze bijdrage ga ik hier niet op in.

Overigens zij opgemerkt dat wanneer de normschending van de uitgevende instelling bestaat uit het niet (tijdig) publiceren van koersgevoelige informatie,²⁵ het verweer dat het causaal verband is doorbroken omdat niet (direct of indirect) van de misleidende informatie is kennis genomen, uiteraard is uitgesloten. In dat geval is op het moment van aankoop de relevante immers (nog) niet gepubliceerd, zodat het onmogelijk is de belegger tegen te werpen dat hij niet op deze (niet-gepubliceerde!) informatie is afgegaan.

4.3 Tweede grondslag: csqn en toerekening

²⁰ Zie in dit verband het bekende Aeilkema/Veenkoloniale Bank-arrest, HR 11 december 1931, *NJ* 1932, 161.

²¹ Vgl. de redenering van het Hof Den Haag in de Aeilkema/Veenkoloniale Bank-zaak, Hof 's-Gravenhage 19 februari 1931, *NJ* 1931, 1080.

²² In de literatuur wordt ten aanzien van deze figuur gerefereerd aan 'doorbreking van het causaal verband door tussenkomend menselijk handelen'.

²³ Zie voetnoot 14.

²⁴ 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.

²⁵ Zie probleemstelling gevalsonderscheiding 4.

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 aangekocht, kan voor het causaal verband wel relevant zijn of zij (direct of indirect) van de misleidende informatie hebben kennis genomen. Het hangt ervan af op welke wijze zij hun stelling dat de misleidende informatie csqn was voor hun aankoop - en daarmee voor hun schade - nader onderbouwen. Mijns inziens kan dit op drie manieren.²⁶ Ten eerste kunnen deze beleggers zich op het standpunt stellen dat ze direct op de misleidende informatie zijn afgegaan en dat zij hun aankoop daadwerkelijk zelf op de informatie hebben gebaseerd. In dat geval is voor het (oordeel over het) causaal verband uiteraard relevant of de beleggers al of niet van de misleidende informatie hebben kennis genomen, simpelweg omdat zij dit stellen. Ten tweede kunnen de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij hun beslissing tot aankoop hebben genomen na overleg met een deskundig adviseur.²⁷ In dit geval moeten zij kunnen aantonen dat de adviseur (namens hen) op de misleidende informatie is afgegaan. Tot slot kunnen de beleggers zich op het standpunt stellen dat zij hun aankoop hebben gebaseerd op een door de misleidende informatie teweeggebrachte positieve marktstemming. In dit laatste geval is voor het causaal verband niet relevant of de beleggers (direct of indirect) op de misleidende informatie zijn afgegaan. Het volstaat voor de beleggers om aan te tonen dat de misleidende informatie heeft geleid tot een (misleidende) positieve marktstemming en dat zij zich bij hun beslissing tot aankoop vervolgens door deze marktstemming hebben laten leiden.²⁸ Overigens zal de situatie waarbij de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij op een (misleidende) positieve marktstemming zijn afgegaan, zich vooral voordoen in geval van (publicatie van) een misleidend prospectus.²⁹ Het is namelijk niet erg waarschijnlijk - doch ook niet onmogelijk - dat misleidende verslaggeving³⁰ of een enkele (onverplichte doch misleidende) positieve mededeling³¹ een positieve marktstemming kan veroorzaken.

Opgemerkt zij dat wanneer de normschending van de uitgevende instelling bestaat uit het niet (tijdig) publiceren van koersgevoelige informatie,³² de beleggers zich niet op het standpunt zullen stellen dat zij (direct of indirect) van de misleidende informatie hebben kennis genomen. In dat geval is op het moment van aankoop de relevante immers nog niet gepubliceerd, zodat beleggers daarop ook niet kunnen zijn afgegaan. Zij kunnen hoogstens op een - door het niet publiceren van koersgevoelige informatie in stand gehouden - te positief (en daarmee misleidend) beeld zijn afgegaan. De onderhavige vorderingsgrondslag is in geval van niet (tijdige) publicatie van koersgevoelige informatie echter geenszins uitgesloten. Goed denkbaar is namelijk dat de (financiële) situatie van de uitgevende instelling zodanig is verslechterd, dat de beleggers (kunnen

²⁶ Op welke wijze beleggers hun stelling(en) ter adstructie van de misleiding kunnen bewijzen en welke waarderingsmaatstaf voor dit bewijs moet worden gehanteerd, blijft in deze bijdrage buiten beschouwing.

²⁷ 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.

²⁸ Wellicht dat hierover meer duidelijkheid ontstaat na de - binnenkort te verwachten - uitspraak van de Hoge Raad inzake World Online.

²⁹ Zie probleemstelling gevalsonderscheiding 1.

³⁰ Zie probleemstelling gevalsonderscheiding 2.

³¹ Zie probleemstelling gevalsonderscheiding 3.

³² Zie probleemstelling gevalsonderscheiding 4.

aantonen dat zij) bij bekendheid met deze situatie volledig van aankoop zouden hebben afgezien.³³

Slagen de beleggers erin hun stelling dat zij bij afwezigheid van de misleidende informatie niet in het litigieuze aandeel zouden hebben geïnvesteerd te bewijzen, dan staat daarmee in beginsel vast dat het volledig door hen geleden koersverlies in csqn-verband staat met de misleidende informatie. Vervolgens is de vraag of het (volledige) koersverlies als schade aan de uitgevende instelling kan worden toegerekend. Op de uitgevende instelling rust de *argumenteerlast* (en de bewijslast van de bij wijze van verweer aangevoerde feiten) om aannemelijk te maken dat (volledige) toerekening onredelijk is. Het meest voor de hand liggende verweer dat de uitgevende instelling in dit verband kan voeren is dat het koersverlies niet (volledig) door de misleidende informatie werd veroorzaakt maar (mede) door een algemeen negatief marktsentiment. Hierdoor staat het koersverlies niet in een zodanig verband met de misleidende informatie dat dit haar (volledig) kan worden toegerekend. Mijns inziens snijdt een dergelijk verweer hout. Het processuele debat waartoe het uitnodigt, wordt behandeld in de volgende paragraaf. Wanneer de beleggers aan hun vordering ten grondslag leggen dat zij *indirect* op de misleidende informatie of op een (misleidende) positieve marktstemming zijn afgegaan, zou de uitgevende instelling daarnaast 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 aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis, dat deze haar redelijkerwijs niet kan worden toegerekend. Het niet direct op de misleidende informatie hebben vertrouwd heeft met andere woorden het (reeds gevestigde) causaal verband doorbroken.³⁴ Of dit verweer kan worden gehonoreerd moet worden beoordeeld aan de hand van de (normatieve) maatstaven van art. 6:98 BW. Zoals gezegd ga ik hier in deze bijdrage niet op in.

Behoudens een verweer in het kader van het toerekeningsverband, laat zich ook een verweer in het kader van het csqn-verband denken (dit verweer laat zich althans in deze sleutel plaatsen).³⁵ Voor de beleggers die bij afwezigheid van de misleidende informatie niet in het litigieuze aandeel zouden hebben belegd, is namelijk geenszins uitgesloten dat zij ook bij juiste en volledige informatie alsnog koersverlies zouden hebben geleden. Dit koersverlies zouden zij bijvoorbeeld hebben geleden door te investeren in een alternatief beleggingsobject dat (als gevolg van hetzelfde negatieve marktsentiment) tijdens de litigieuze periode eveneens in waarde is gedaald. Het verweer van de uitgevende instelling zou dan aldus kunnen luiden dat de beleggers het koersverlies sowieso zouden

³³ Zie in dit verband bijvoorbeeld de vorderingsgrondslag van de eisers in de procedure die (onder meer) de Stichting Fortiseffect heeft aangespannen tegen de Nederlandse staat en Fortis: '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', Rb. Amsterdam 17 september 2009, *LJN*: BJ7905, r.o. 3.2 slot.

³⁴ Zoals gezegd is dit verweer niet aan de orde in geval van het niet (tijdig) publiceren van koersgevoelige informatie.

³⁵ Dit verweer kan ook in de sleutel van de (al of niet aanwezigheid van) schade worden geplaatst. Zie hierover de volgende paragraaf.

hebben geleden.³⁶ Hoewel ik geen enkel dogmatisch bezwaar zie om een dergelijk verweer in rechte te honoreren, is de moeilijkheid uiteraard gelegen in de bewijslastverdeling. Want op wie rust nu eigenlijk de bewijslast (en daarmee het bewijsrisico) van de stelling dat in de hypothetische situatie waarin niet in het litigieuze aandeel zou zijn geïnvesteerd, de beleggers eveneens koersverlies zouden hebben geleden? Moeten de beleggers bewijzen dat zij bij afwezigheid van de misleidende informatie hun geld niet in een ander verliesgevend beleggingsobject zouden hebben geïnvesteerd? Of moet de uitgevende instelling bewijzen dat de beleggers ook op een andere belegging sowieso koersverlies zouden hebben geleden? Zonder er op deze plaats al te zeer over uit te willen weiden, vloeit mijns inziens uit de hoofdregel van art. 150 Rv. voort dat in beginsel de beleggers hier als eerste aan zet zijn. Zij moeten dus in eerste instantie helderheid verschaffen over de wijze waarop zij in de hypothetische situatie zonder misleiding hun thans belegde gelden zouden hebben aangewend.

5. Het processuele debat over de oorzaak van het koersverlies

De vraag waardoor het door de beleggers geleden koersverlies is veroorzaakt, zal in de praktijk niet zelden inzet zijn van hevig processueel debat. De meeste procedures zullen zich namelijk niet beperken tot gevallen van opzettelijke misleiding waarbij na bekendmaking van de misleiding de koers van de ene op de andere dag verdamppt. In dergelijke situaties zal de causale relatie evident aanwezig zijn. In de meeste gevallen zal evenwel onduidelijk zijn of de misleidende informatie de beurskoers inderdaad omhoog heeft gestuwd (of kunstmatig hoog heeft gehouden) en of de latere koerscorrectie daadwerkelijk (gedeeltelijk) is toe te schrijven aan de misleidende informatie. Zeker wanneer de koerscorrectie samenvalt met een (over de gehele beurslinie bestaand) negatief marktsentiment, zal het processuele debat over de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling zich rondom het causaal verband (en de schade) concentreren.

De sleutel waarin dit debat is geplaatst, zal afhankelijk zijn van de feitelijke grondslag die de beleggers aan hun vordering ten gronde leggen. Hetzelfde heeft te gelden voor de bewijslastverdeling. Leggen de beleggers aan hun vordering ten grondslag dat zij (als gevolg van de misleidende informatie) te veel voor hun aandelen hebben betaald, dan zal het debat zijn geplaatst in de sleutel van het csqn-verband. Volgens de hoofdregel van art. 150 Rv. rust op de beleggers de bewijslast (en in geval van betwisting: het bewijsrisico) om aan te tonen dat ze bij afwezigheid van de misleidende informatie minder voor hun aandeel zouden hebben betaald. Ik verwijs naar mijn betoog in paragraaf 4.2. Bij deze eerste vorderinggrondslag kan het debat overigens evenzeer zijn geplaatst in de sleutel van (het bestaan van) de schade. Het csqn-verband en de schade zijn hier namelijk - om met Akkermans te spreken -³⁷ 'uitwisselbare perspectieven'. Immers, wordt de misleidende informatie tot uitgangspunt genomen, dan is de vraag of de misleidende informatie bij de belegger tot *schade* (in de vorm van koersverlies) heeft geleid. Wordt het door de belegger geleden koersverlies tot uitgangspunt genomen, dan is de vraag of

³⁶ Is het verweer in de sleutel van de schade geplaatst, dan luidt het als volgt: 'het koersverlies zou sowieso zijn geleden er derhalve is er geen (rechtens relevante) schade'.

³⁷ A.J. Akkermans, *De 'omkeringsregel' bij het bewijs van causaal verband* (oratie Amsterdam VU), Den Haag: BJu 2002, p. 27-30.

zij door de misleiding is *veroorzaakt*.³⁸ Leggen de beleggers daarentegen aan hun vordering ten grondslag dat zij bij juiste en volledige informatie in het geheel niet in het litigieuze aandeel zouden hebben belegd, dan zal het debat zijn geplaatst in de sleutel van het toerekeningsverband. De uitgevende instelling is dan als eerste aan zet om te beargumenteren (en de wijze van verweer aangevoerde feiten te bewijzen) dat het onredelijk is haar het (volledige) koersverlies toe te rekenen. Ik verwijs naar paragraaf 4.3.

In het vervolg van deze bijdrage ga ik ervan uit dat het debat wordt gevoerd in het kader van het csqn-verband (of om het even: de schade). Zou het debat worden gevoerd in het kader van het toerekeningsverband, dan is de hiernavolgende analyse overigens niet veel anders, met dien verstande dat de gehele processuele constellatie uiteraard spiegelbeeldig moet worden bekeken.

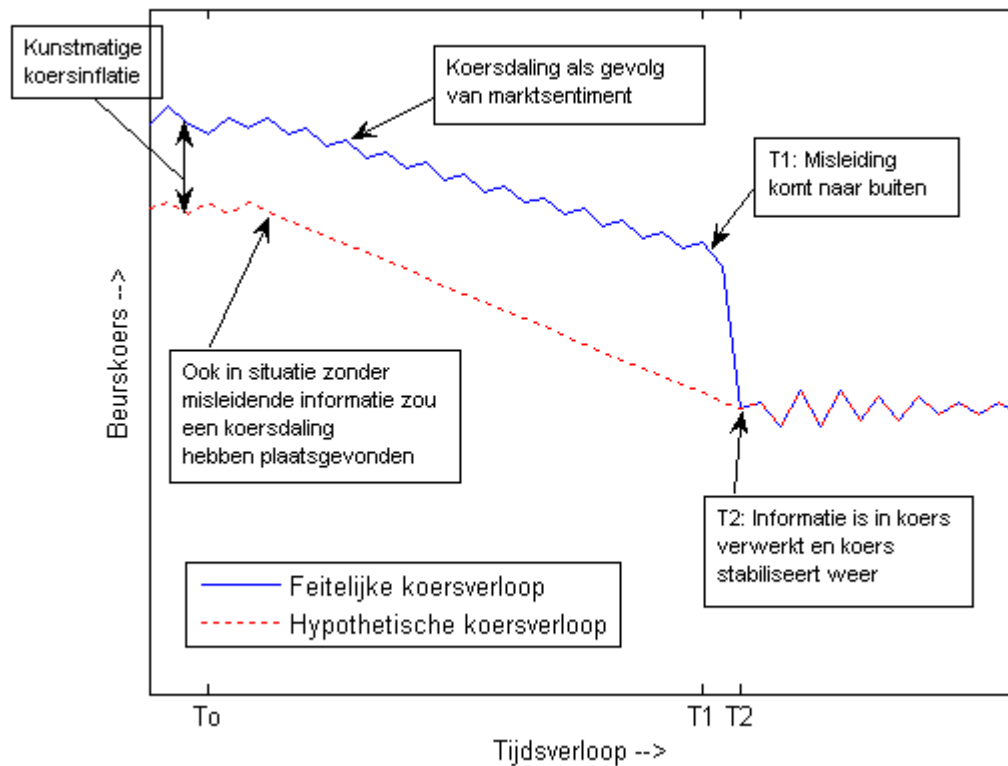
5.1 Vermogensvergelijking

Voor de beoordeling van het csqn-verband moet de feitelijke situatie zoals die is nadat de normschending heeft plaatsgevonden worden vergeleken met de hypothetische situatie zoals die zou zijn geweest als de normschending was uitgebleven. Vertaald naar de causaliteitsvraag die zich aandient voor de beleggers die menen als gevolg van de misleidende informatie te veel voor hun aandeel te hebben betaald, betekent dit dat het feitelijke koersverloop zoals zich dat in de (huidige) situatie met misleidende informatie heeft gemanifesteerd moet worden vergeleken met het hypothetische koersverloop zoals zich dat zou hebben gemanifesteerd in de (hypothetische) situatie zonder misleidende informatie.³⁹ Is het hypothetische koersverloop gelijk aan het feitelijk koersverloop, dan is over de litigieuze periode geen sprake geweest van een kunstmatig hoge beurskoers, en dan kan het csqn-verband tussen de misleidende informatie en het door de beleggers geleden koersverlies niet worden aangenomen. Ligt het hypothetische koersverloop echter beneden het feitelijke koersverloop, dan moet men aannemen dat de beurskoers gedurende de litigieuze periode was geïnfleerd. De beleggers die tijdens de litigieuze periode hebben aangekocht hebben dus te veel voor hun aandeel betaald en dat betekent dat het csqn-verband is komen vast te staan. Of anders gezegd: aannemelijk is geworden dat de beleggers (rechtens relevante) schade hebben geleden. Zie voor de in paragraaf 2

³⁸ Voor een heldere uiteenzetting van het causale karakter van het schadebegrip verwijs ik naar het (mijns inziens) nog immer belangwekkende proefschrift van A.R. Bloembergen 1965, p. 14-15.

³⁹ In het Amerikaanse recht is het concept van het vergelijken van het feitelijke koersverloop met het hypothetische koersverloop voornamelijk ontwikkeld in het kader van de schadeberekening bij zogenoemde 'securities class actions'. Dit 'framework' van de 'price line' en de 'value line' is in de literatuur uitvoerig behandeld. Zie uit de rijkgeschakeerde literatuur onder meer J. Koslow, 'Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement', 59 *Fordham Law Review* 811, April 1991; J.C. Alexander, 'The Value of Bad News in Securities Class Actions', 41 *UCLA Law Review* 1421, August 1994; J.W. Eisenhofer, G.C. Jarvis & J.R. Banko, 'Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation', *The Business Lawyer* 2004, p. 1424-1428; M.B. Fox, 'Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions', *The Business Lawyer* 2005, p. 507-532 en R.A. Fumerton, 'Market Overreaction and Loss Causation', *The Business Lawyer* 2006, p. 89-101. Zie over de price line en value line ook uitgebreid De Jong 2007, t.a.p., p. 239-241.

geschetste casus onderstaande figuur voor een grafische illustratie van het hypothetische koersverloop.



Figuur 1: Op tijdstip T_0 is er sprake van koersinflatie als gevolg van misleidende informatie. Deze koersinflatie houdt aan tot tijdstip T_1 waarop de misleiding naar buiten komt. Op dat moment vindt er in korte tijd een koerscorrectie plaats. Op tijdstip T_2 heeft de koers de informatie min of meer verwerkt. De schade die de beleggers op tijdstip T_2 (definitief) lijden is niet gelijk aan het totaal geleden koersverlies ten opzichte van hun aankoopprijs. Dit koersverlies moet worden gecorrigeerd voor het algemene marktsentiment.

Aangezien het feitelijke koersverloop een vaststaand gegeven is (dit kan eenvoudig worden geconstrueerd op basis van de historische koersgegevens), volgt uit voorgaande vermogensvergelijking dat het al of niet vaststaan van het csqn-verband - of al naar gelang het perspectief: het al of niet bestaan van (rechtens relevante) schade - volledig wordt bepaald door het hypothetische koersverloop. De consequentie hiervan is dat het processuele debat over het csqn-verband zich voornamelijk rondom dit hypothetische koersverloop zal concentreren. Volgens de hoofdregel van art. 150 Rv. zijn de eisende beleggers als eerste aan zet om het hypothetische koersverloop aannemelijk te maken.⁴⁰ Meestal zullen zij hierbij de hulp van een (partij)deskundige inroepen. In de praktijk zullen zij altijd wel een deskundige (bereid) vinden die aan de hand van redelijke

⁴⁰ Opgemerkt zij dat het van het (verloop van het) processuele debat en van de over en weer betrokken stellingen zal afhangen of de discussie over het hypothetische koersverloop zich reeds in de fase van de stelplicht en de (gemotiveerde) betwisting zal voltrekken, of dat zij eerst in de fase van bewijslevering zal ontbranden. In het hiernavolgende ga ik van dit laatste uit.

veronderstellingen een hypothetisch koersverloop kan beredeneren dat lager ligt dan het feitelijke koersverloop. Dit betekent dat de beleggers altijd wel een deskundigenbericht zullen kunnen inbrengen waaruit (op basis van het daarin beredeneerde hypothetische koersverloop) geen andere conclusie spreekt dan dat csqn-verband moet worden aangenomen. Vervolgens is het aan de gedaagde om het aldus door de beleggers aannemelijk gemaakte csqn-verband te weerleggen. De uitgevende instelling zal moeten beredeneren dat het hypothetische koersverloop in de (hypothetische) situatie zonder misleidende informatie gelijk is aan het feitelijke koersverloop in de (huidige) situatie met misleidend informatie.⁴¹ Verschilt het hypothetische koersverloop immers niet van het feitelijke koersverloop, dan betekent dit dat de koerscorrectie volledig werd veroorzaakt door externe (markt)factoren. Wat betreft de beschikbaarheid van deskundigen geldt voor de uitgevende instelling hetzelfde als voor de beleggers. Ook de uitgevende instelling zal altijd wel een deskundige (bereid) vinden die kan beredeneren dat het hypothetisch koersverloop samen moet vallen met het feitelijke koersverloop. Het uiteindelijke resultaat is dat er in het processuele debat twee (op het eerste gezicht niet ongeloofwaardig te achten) deskundigenberichten worden ingebracht die beide tot een tegengestelde uitkomst leiden. Het processuele debat lijkt hiermee uit te draaien op een ware 'battle of experts'. Om aan deze battle te ontkomen, doet de rechter er verstandig aan om (al dan niet op verzoek van (een der) partijen) een onafhankelijke deskundige te benoemen.⁴² Dit is ook wat in de praktijk bij dergelijke complexe causaliteits- en schadevraagstukken meestal gebeurt. Het horen van een deskundige voorkomt dat de rechter zijn oordeel te veel afhankelijk moet stellen van een keuze voor een van beide deskundigenberichten. Voor de onderhavige problematiek ligt het raadplegen van een financieel-economisch deskundige het meest voor de hand. Wel zij opgemerkt dat volgens vaste rechtspraak geldt dat het aan de rechter (die over de feiten oordeelt) is overgelaten of hij al of niet deskundigenadvies wenst in te winnen.⁴³ Bij dit oordeel komt hem een grote mate van vrijheid toe.

Overigens moet worden benadrukt dat het bij het reconstrueren van het hypothetische koersverloop allerm minst om een triviale exercitie gaat. In de praktijk geschiedt dit meestal aan de hand van een zogenaamde 'event-study'. Dit houdt in dat aan de hand van redelijke veronderstellingen wordt geprobeerd het koersverloop van het litigieuze aandeel over de litigieuze periode te relateren aan het koersverloop van een zogenaamde 'benchmark' over deze periode. Deze benchmark bestaat uit aandelen afkomstig uit dezelfde sector als het litigieuze aandeel, zodat op basis van koersbewegingen van (met het litigieuze aandeel) vergelijkbare aandelen een prognose kan worden verkregen over de koersbewegingen die het litigieuze aandeel in de hypothetische situatie zonder misleidende informatie zou hebben vertoond. Hierbij zal mede aandacht worden besteed aan de vraag in hoeverre de markt van het litigieuze aandeel al of niet efficiënt kan worden geacht. De gedachte achter marktefficiëntie is dat binnen een efficiënte markt alle

⁴¹ Ontbrandt het debat over het hypothetische koersverloop reeds in de fase van de stelplicht en de betwisting, dan zal dit verweer van de uitgevende instelling de vorm van een gemotiveerde betwisting moeten aannemen. Zie vorige voetnoot.

⁴² Zie art. 194 Rv.

⁴³ Zie onder meer HR 8 oktober 2004, *NJ* 2006, 478, r.o. 3.9; HR 12 november 2004, *LJN*: AP9636, r.o. 3.4.2; HR 13 januari 2006, *RvdW* 2006, 87, r.o. 3.4.5.

publiek beschikbare informatie in de koers is verwerkt, zodat het publiceren van misleidende informatie de beurskoers positief of negatief beïnvloedt.⁴⁴ Voor een nadere uiteenzetting van het concept event study en van de reconstructie van het hypothetische koersverloop verwijs ik naar de overvloedige literatuur hierover in het Amerikaanse recht⁴⁵ en naar de eerdere artikelen van De Jong.⁴⁶

5.2 Vraagstelling aan deskundigen

Teneinde meer duidelijkheid te krijgen over de hypothetische situatie zonder misleidende informatie, dienen de volgende twee punten in de deskundigenopdracht in ieder geval aan de orde te komen:

1. Het csqn-verband (of het bestaan van schade): de deskundige zal (expliciet) gevraagd moeten worden of het koersverlies van de beleggers in de situatie zonder misleidende informatie even groot zou zijn geweest als het feitelijk door hen geleden koersverlies. Hierbij kan hem in overweging gegeven worden om desgewenst zijn oordeel in een kanspercentage te formuleren.
2. De omvang van de schade: ook moet de deskundige gevraagd worden of hij een prognose kan geven van het hypothetische koersverloop in de situatie zonder misleidende informatie. Ook hierbij kan hem in overweging gegeven worden om desgewenst het verloop van de hypothetische koerslijn in termen van kansscenario's te beschrijven.

De reden om de vraagstelling aan de deskundige op te knippen in twee deelvragen hangt samen met de regels van stelplicht en bewijslast. Zoals gezegd ligt wat betreft het bewijs van het csqn-verband (of het *bestaan* van de schade) de bewijslast en - bij betwisting - het bewijsrisico bij de beleggers. Dat geldt niet - althans in mindere mate - voor het bewijs van de *omvang* van de schade. Staat als zodanig vast dat er schade is geleden, dan is de rechter bij het bewijs van de *omvang* van de schade immers niet gebonden aan de normale regels van stelplicht en bewijslast.⁴⁷ Dit houdt (onder meer) in dat voor het bewijs van de omvang van de schade in principe geldt dat het bewijsrisico zich niet kan realiseren.⁴⁸ Dit in tegenstelling tot het bewijs van het bestaan van de schade (of csqn-

⁴⁴ Zie over de zogenaamde 'Efficient Capital Markets Hypothesis' het bekende werk E.F. Fama, 'Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work', 25 *J. Fin.* 383, 1970. Zie onder meer ook B.G. Malkiel, 'The Efficient Market Hypothesis and Its Critics', 17 *J. Econ. Perspectives* 59, 2003. Zie hierover in het Nederlandse recht Kristen 2004, t.a.p., p. 850-853 en M. Nelemans, *Het verbod vanmarktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, p. 20-30.

⁴⁵ Zie behoudens de in voetnoot 39 genoemde werken onder meer ook J.C. Alexander, 'Rethinking Damages in Securities Class Actions', 48 *Stanford Law Review* 1487, 1996 en A. Ferrel & A. Saha, 'The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: the Implications of *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*', *The Business Lawyer* 2007, p. 163-186.

⁴⁶ De Jong 2007, t.a.p., p. 239-241 en De Jong 2007, t.a.p., p. 520-521.

⁴⁷ Zie HR 30 januari 1953, *NJ* 1953, 624; HR 25 april 1958, *NJ* 1958, 417; HR 18 april 1986, *NJ* 1986, 567; HR 8 juli 1992, *NJ* 1992, 714; HR 15 november 1996, *NJ* 1998, 314; HR 16 oktober 1998, *NJ* 1999, 196; HR 28 mei 1999, *NJ* 1999, 564; HR 27 juni 2008, *NJ* 2008, 476. Zie ook *Parlementaire Geschiedenis Boek 6 BW*, p. 339 (MvA II).

⁴⁸ Het uitgangspunt dat de rechter bij het bewijs van de *omvang* van de schade niet gebonden is aan de normale regels van stelplicht en bewijslast, staat in de literatuur onder druk. Zie hierover zeer helder G. de Groot & A.J. Akkermans, 'Schadevaststelling, bewijslastverdeling en deskundigenbericht', *NTBR* 2007-

verband), waar het bewijsrisico zich uiteraard wel kan realiseren. De gedachte is dat onzekerheid over het *bestaan* van de schade *wel* aan vergoeding in de weg kan staan, maar dat dit niet geldt voor onzekerheid over de *omvang* van de schade.⁴⁹ De omstandigheid dat bij een bepaalde bewijsvraag het bewijsrisico zich al of niet kan realiseren, is zonder meer relevant voor de wijze waarop met eventuele kansscenario's van deskundigen moet worden omgegaan. Dat is precies de reden waarom mijns inziens bovengenoemde vragen moeten worden onderscheiden. In het navolgende wordt besproken op welke wijze de (bewijs)onzekerheden uit het deskundigenbericht in het kader van de twee te onderscheiden vragen voor het rechterlijk oordeel van belang zijn. Overigens zij benadrukt dat - hoezeer dit voor juristen ook van belang is - voor de deskundige irrelevant is op welke partij ten aanzien van het csqn-verband en de schade de bewijslast rust en welke bewijswaarderingsmaatstaf moet worden gehanteerd.⁵⁰ De deskundige hoeft immers geen knopen door te hakken, dat is voorbehouden aan juristen. Het enige wat de deskundige moet doen is op basis van financieel-economische inzichten (eventueel met behulp van statistische technieken) het hypothetische koersverloop zo nauwkeurig mogelijk in kaart (proberen te) brengen.⁵¹ Het is vervolgens aan de juristen om het deskundigenbericht te 'vertalen' en om te bepalen wat in juridische zin kan worden gezegd over het hypothetische koersverloop in de situatie zonder misleidende informatie.

De reden om de deskundige expliciet te vragen naar (de omvang van) het door de beleggers geleden koersverlies in de hypothetische situatie zonder misleidende informatie - en niet simpelweg naar de 'causale relatie' tussen misleidende informatie en koersverlies -, is eveneens gelegen in de omstandigheid dat het aan de rechter is voorbehouden om knopen door te hakken. Door de vraagstelling aan de deskundige aldus te formuleren wordt deze zoveel mogelijk van zijn normatieve karakter ontdaan. Zou de deskundige daarentegen worden gevraagd een oordeel te geven over de vraag in hoeverre het koersverlies door de misleidende informatie is veroorzaakt, dan zou hij wellicht in de verleiding kunnen worden gebracht zijn eigen bevindingen te vertalen naar juridische begrippen als causaal verband en schade. Begrippen waar hij vanuit zijn eigen expertise waarschijnlijk niet erg bekend mee zal zijn.⁵² Men mag echter niet uit het oog verliezen

10, p. 501-509. Zie in dit verband ook HR 5 juni 2009, *NJ* 2009, 257. Interessant is vooral r.o. 3.3.2 derde volzin: 'Die bepaling [art. 6:97 BW] 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 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' (toevoeging *ACWP*).

⁴⁹ De rechtvaardiging hiervoor is dat wanneer ten processe eenmaal vast staat dat de gelaedeerde (als gevolg van een aansprakelijkheidsvestigende gebeurtenis) schade heeft geleden, hem niet kan worden tegengeworpen dat hij de omvang van de schade niet (exact) aannemelijk kan maken.

⁵⁰ Zie hierover in de context van (door letsel veroorzaakte) arbeidsvermogensschade A.J. Akkermans, 'Causaliteit bij letselschade en medische expertise', *Tijdschrift voor Vergoeding Personenschade* (TVP) 2003-4, p. 101.

⁵¹ Vgl. Akkermans 2003, t.a.p., p. 101.

⁵² Zie over deze problematiek in het kader van letselschade onder meer A.J. Akkermans & A.J. Van, 'De medische expertise bij personenschade: knelpunten en mogelijke oplossingen', *TVP* 2002-2, p. 57-61; A.J. Van, 'Vraag het aan de deskundige! Maar hoe?', *TVP* 2003-4, p. 105-110; A.J. Akkermans, 'Verbeterde vraagstelling voor medische expertises: Een inventarisatie van knelpunten, verbeteringen, en mogelijke

dat vaststelling van causaliteit en schade iets meer behelst dan simpelweg het vergelijken van twee situaties. Bij de vergelijking moeten ook normatieve factoren in de beschouwing worden betrokken (zie mijn betoog hierna). Hiertoe zal een financieel-economische expert in beginsel niet zijn geëquipeerd.

5.3 Kan het csqn-verband worden vastgesteld?

Aangezien voor eerstgenoemde vraag de bewijslast en het bewijsrisico op de beleggers rust, moet op basis van het deskundigenbericht met een redelijke mate van waarschijnlijkheid kunnen worden vastgesteld dat het koersverlies niet (in deze mate) zou zijn ingetreden als geen sprake zou zijn geweest van misleidende informatie. Kan dit niet met een redelijke mate van waarschijnlijkheid worden vastgesteld, dan moet - ervan uitgaande dat rechter het deskundigenbericht overneemt -⁵³ de vordering van de beleggers in beginsel⁵⁴ worden afgewezen. Wat in deze context precies moet worden verstaan onder een 'redelijke mate van waarschijnlijkheid', durf ik in het algemeen niet te zeggen. De formulering 'redelijke mate van waarschijnlijkheid' beoogt in ieder geval uit te drukken dat de aan het bewijs te stellen eisen niet al te stringent kunnen zijn. Het gaat hier immers om het bewijs van 'feiten' die zich in een hypothetische (niet-bestaande) situatie hebben voorgedaan. Dergelijke feiten kunnen onmogelijk met 100% zekerheid worden vastgesteld. Het maximaal haalbare is dat de feiten met een zekere mate van waarschijnlijkheid worden vastgesteld.⁵⁵ Verder is van belang dat de eisen die aan het bewijs van het csqn-verband worden gesteld, niet los gezien kunnen worden van de strekking van de geschonden norm in relatie tot de opgevoerde schadepost. De strekking van de in casu geschonden norm ('gij zult geen misleidende informatie publiceren en/of geen misleidend beeld creëren') is ten eerste om beleggers te beschermen tegen het risico dat zij op basis van ondeugdelijke informatie beleggingsbeslissingen nemen. Zijn met (het publiceren van) de misleidende informatie tevens effectenrechtelijke gedragsnormen uit de Wft overtreden (wat meestal het geval zal zijn), dan geldt voor de strekking van de geschonden norm tevens dat zij beschermt tegen het risico dat het koersvormingsproces op de effectenmarkt op onzuivere wijze plaatsvindt.⁵⁶ Primaire doelstelling van de effectenrechtelijke wet- en regelgeving is immers een adequate werking van de effectenmarkten en afgeleide doelstelling hiervan - men zou ook kunnen zeggen een

verdere aanpak', *TVP* 2005-3, p. 69-80. Zie over de rol van de deskundige in het schadevaststellingsproces in het algemeen het decemбернаummer van het *NTBR* 2007.

⁵³ Over de (beperkte) motiveringsplicht van de rechter kom ik nog te spreken.

⁵⁴ Dit is alleen anders wanneer men een oplossing via het leerstuk van proportionele aansprakelijkheid wenst te aanvaarden. In deze bijdrage ga ik hier niet op in.

⁵⁵ Natuurlijk zij toegegeven dat voor in het civiele proces te bewijzen feiten in het algemeen geldt dat ze niet met wiskundige exactheid hoeven te worden aangetoond. In zoverre geldt voor alle te bewijzen feiten dat ze met een zekere mate van waarschijnlijkheid moeten worden vastgesteld. Bedoeld wordt hier dat voor het bewijs van het causaal verband (of de schade) in het algemeen een mildere bewijswaardingsmaatstaf wordt gehanteerd dan voor het bewijs van andersoortige feiten (lees: feiten die niet zijn gelegen in een hypothetische situatie).

⁵⁶ Volgens de wetgever heeft de financiële (gedrags)toezichtswetgeving (mede) als doelstelling het bevorderen van een efficiënte werking van de financiële markten, zie onder meer de Memorie van Toelichting bij het (eerste) voorstel voor de Wft, *Kamerstukken II*, 2003/04, 29 708, nr. 3, p.28.

middel om de primaire doelstelling te verwezenlijken ⁵⁷ is beleggersbescherming opdat beleggers vertrouwen hebben (en houden) in een correcte handel op deze markt.⁵⁸ De schade die de beleggers opvoeren is door de misleidende informatie veroorzaakt *koersverlies*. Men kan dus spreken van een nauw verband tussen enerzijds de beschermende strekking van de norm en anderzijds het risico dat zich heeft verwezenlijkt. Hoewel ik weg wil blijven van de bekende omkeringsregel, kan dit gezichtspunt relevant zijn voor de bewijswaarderingsmaatstaf.⁵⁹ Ik benadruk dat deze stelling niet opgaat wanneer een schakel in de causale keten wordt opgeschoven en gekeken wordt naar de schadepost die bestaat uit gederfde winst. De geschonden norm strekt er immers niet - althans niet specifiek - toe om beleggers te beschermen tegen het risico dat zij (door te veel te betalen voor hun aandeel) rendement mislopen op een alternatieve belegging.

5.4 Zo ja, wat is de omvang van de schade?

Kan *wel* met een redelijke mate van waarschijnlijkheid worden vastgesteld dat het koersverlies niet (in deze mate) zou zijn ingetreden als geen sprake zou zijn geweest van misleidende informatie, dan staat daarmee vast dat de beleggers schade hebben geleden (of anders geformuleerd: dan staat daarmee vast dat aan het csqn-vereiste is voldaan).⁶⁰ Vervolgens is de vraag hoeveel deze schade bedraagt. Voor het antwoord op deze vraag hebben we de prognose van het hypothetische koersverloop en de eventueel bijbehorende kansscenario's uit het deskundigenbericht tot onze beschikking. Heeft de deskundige het hypothetische koersverloop met een redelijke mate van zekerheid in kaart kunnen brengen, dan kan de rechter de schade in beginsel begroten op het bedrag zoals dat volgt uit het aldus verkregen hypothetische koersverloop. De hoogte van de schade laat zich simpelweg vaststellen door het verschil te nemen tussen de feitelijke en de hypothetische koersprijs op het moment van aankoop (of anders uitgedrukt: door het verschil te nemen tussen het feitelijke koersverlies en hypothetische koersverlies). Hierbij zij opgemerkt dat de rechter zijn beslissing om het deskundigenbericht op dit punt te volgen, slechts summier hoeft te motiveren.⁶¹ Hij kan in principe volstaan met de motivering dat de

⁵⁷ Aldus Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: BJu, p. 31. Zie ook Grundmann-van de Krol, 'Beleggersbescherming: Van vertrouwen op informatie, de zorgen van tussenpersonen tot vertrouwen op toezicht', *Ondernemingsrecht* 2005-4, p. 113.

⁵⁸ Zie *Kamerstukken II*, 1995/96, 24 843, nr. 1, p. 3. Zie ook Grundmann-van de Krol 2008, t.a.p., p. 31 en Grundmann-van de Krol 2005, t.a.p., p. 113.

⁵⁹ Vgl. in dit verband de overwegingen van de Hoge Raad over het (bewijs van het) csqn-verband in de effectenlease-arresten. De Hoge Raad wenst het (bewijs van het) csqn-verband hier duidelijk normatief in te vullen. Zie HR 5 juni 2009, *JOR* 2009, 199, r.o. 5.5.1-5.5.3. Interessant is hoe deze benadering zich verhoudt tot de bekende omkeringsregeljurisprudentie. Zie over voormelde rechtsoverwegingen ook mijn artikel naar aanleiding van de effectenlease-arresten in het *Maandblad voor Vermogensrecht* 2009-10.

⁶⁰ Waarbij ik er wederom van uitga dat de rechter het deskundigenbericht overneemt. Zie over de (beperkte) rechterlijke motiveringsplicht hierna.

⁶¹ De reikwijdte van deze (beperkte) motiveringsplicht is 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, r.o. 3.5. Zie over dit arrest ook Akkermans & De Groot 2007, t.a.p., p. 508-509.

conclusies en onderbouwing van het deskundigenbericht hem overtuigend voorkomt.⁶² Dit geldt in het bijzonder wanneer de motivering van de deskundige vooral is gebaseerd op bijzondere kennis, ervaring en/of intuïtie. De rechter is uiteraard wel gehouden om in te gaan op specifieke bezwaren van de aansprakelijke partij tegen de zienswijze van de deskundige, als die bezwaren een voldoende betwisting vormen van de juistheid van de zienswijze van de deskundige.⁶³

Heeft de deskundige het hypothetische koersverloop niet met een redelijke mate van zekerheid in kaart kunnen brengen, maar kon hij daarentegen wel een prognose geven van de verschillende kansscenario's van het hypothetische koersverloop, dan zie ik geen enkel bezwaar om voor de schadebegroting op deze kansscenario's terug te vallen. Onzekerheid over het *exacte* verloop van de hypothetische koerslijn kan op zichzelf immers niet aan schadevergoeding voor de beleggers in de weg staan. Bij het begroten van de schade komt het vervolgens aan op een afweging van de goede en kwade kansen ten aanzien van het hypothetische koersverloop.⁶⁴ Nu zou men mij kunnen tegenwerpen dat deze schadebegrotingsmethodiek (door de wetgever) is gereserveerd voor de begroting van nog niet ingetreden (toekomstige) schade en zij derhalve niet mag worden gehanteerd voor de begroting van schade die reeds is geleden ('historische' schade). Dit argument kan mij niet overtuigen. Zowel bij de begroting van 'historische' schade als bij de begroting van toekomstige schade is de onzekerheid over de exacte omvang (mede) gelegen in de omstandigheid dat het in beide gevallen gaat om een beoordeling van 'feiten' die zich in een niet-bestaande (hypothetische) situatie (zouden) hebben voorgedaan. In het eerste geval moet beoordeeld worden wat er in het *verleden* zou zijn gebeurd als de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis achterwege was gebleven. In het laatste geval moet beoordeeld worden wat er in de *toekomst* zou zijn gebeurd als de aansprakelijkheidvestigende gebeurtenis achterwege was gebleven. In beide gevallen moet men zich dus (mede) verdiepen in een hypothetische situatie. Als nu bij de begroting van *toekomstige* schade mag worden overgegaan tot het afwegen van goede en kwade kansen, dan zie ik niet in dat dit niet zou mogen bij de begroting van 'historische' schade. Dat in het eerste geval sprake is van een zogenaamde dubbele onzekerheid (bij begroting van toekomstige schade is zowel de situatie met als zonder normschending onbekend), terwijl in het tweede geval slechts sprake is van een enkele onzekerheid (alleen de situatie zonder normschending is onbekend), maakt dit oordeel niet anders.

⁶² Aldus HR 5 december 2003, *NJ* 2004, 74, r.o. 3.6. Het moet worden benadrukt dat het in deze zaak niet ging over de motiveringsplicht van de rechter bij schadevaststelling. De aanleiding voor deze zaak was een geschil tussen een verzekerde en zijn verzekeraar over de oorzaak van een brand. Al naar gelang de oorzaak diende de verzekeraar al of niet tot uitkering over te gaan. Over de brandoorzaak wordt bij een viertal (zowel afhankelijk als onafhankelijk) deskundigen advies ingewonnen. In cassatie gaat het (onder meer) om de reikwijdte van de motiveringsplicht van de rechter bij het al of niet overnemen van het deskundigeadvies.

⁶³ Mocht de rechter het deskundigenbericht niet wensen te volgen, dan dient hij 'in beginsel zijn oordeel van een zodanige motivering 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', aldus HR 5 december 2003, *NJ* 2004, 74, r.o. 3.6.

⁶⁴ Het zij benadrukt dat hier uitdrukkelijk niet wordt bedoeld op het leerstuk van vergoeding van kansschade.

Er is mijns inziens ook nog een tweede reden waarom schadebegroting op basis van (door deskundigen berekende) kansscenario's in de onderhavige context aanspreekt. Deze reden is dat de beleggingspraktijk een (rechts)terrein bij uitstek is waar kansen op (eventueel te lijden) beleggingsverliezen onmiskenbaar een bepaalde vermogenswaarde vertegenwoordigen. Stel bijvoorbeeld dat de beleggers met een kans van 50% een bedrag van 10 euro te veel voor hun aandeel hebben betaald, en dat zij met een kans van eveneens 50% een bedrag van 20 euro te veel hebben betaald. Anders gezegd, de kans dat het van het totale koersverlies dat de beleggers leden toen de misleiding naar buiten kwam een bedrag van 10 euro is te relateren aan de misleidende informatie, bedraagt 50%, en de kans dat van het totale verlies een bedrag van 20 euro is te relateren aan de misleidende informatie, bedraagt eveneens 50%. Zowel het koersverlies van 10 euro met een kans van 50% als het koersverlies van 20 euro met een kans van eveneens 50% vertegenwoordigt vermogenswaarde. Immers, vele beleggers zullen bereid zijn om voor dergelijke verlieskansen een zogenaamde 'hedgetransactie' af te sluiten teneinde het desbetreffende risico te mitigeren en/of 'weg te diversificeren'. Het afsluiten van een dergelijke transactie vergt een afzonderlijke investering met bijbehorende transactiekosten, zodat zonder meer verdedigbaar is dat vorenbedoelde verlieskansen een rechtens relevante aanspraak in zich dragen. Overigens kan men deze redenering nog een stukje doortrekken door te betogen dat niet eens is vereist dat met een *redelijke mate van waarschijnlijkheid* kan worden vastgesteld dat de misleidende informatie daadwerkelijk tot rechtens relevante schade heeft geleid, maar dat reeds voldoende is dat dit met een bepaalde *kans* kan worden vastgesteld (de aanwezigheid van csqn-verband wordt dan in een kanspercentage uitgedrukt). De aansprakelijkheid van de uitgevende instelling wordt met andere woorden op basis van een kanspercentage gevestigd. Hier betreden we het terrein van de leerstukken proportionele aansprakelijkheid en vergoeding van kansschade en daarop wil ik mij thans niet begeven.⁶⁵ Wat betreft deze bijdrage laat ik deze leerstukken rusten en neem ik aan dat voldaan is aan de eis dat het csqn-verband met een *redelijke mate van zekerheid* vast staat.

Bij de schadebegroting komt het dus aan op het afwegen van de goede en kwade kansen ten aanzien van het hypothetische koersverloop. Het maatgevende criterium moet hierbij mijns inziens zijn het 'redelijk te achten verloop'.⁶⁶ Op basis van het beschikbare deskundigenbericht met de daarin genoemde kanspercentages moet de rechter vervolgens zeer wel in staat worden geacht een redelijke verwachting - of om in statistische termen te spreken: een redelijke verwachtingswaarde - van dit hypothetische koersverloop vast te stellen. Daarbij hoeft hij in principe geen (expliciet) gewicht (meer) toe te kennen aan de verdeling van de bewijslast. Dit niet alleen omdat (volgens vaste rechtspraak) de rechter bij schadevaststelling niet gebonden is aan de normale regels van stelplicht en

⁶⁵ In een eerdere bijdrage ben ik in het kader van de *informed consent*-problematiek ingegaan op de betekenis van deze leerstukken voor het financieel aansprakelijkheidsrecht. Zie mijn artikel 'Het bewijs van causaal verband bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk', *NTBR* 2009-5, p. 170-181,

⁶⁶ Naar analogie met het maatgevende criterium van de 'redelijke verwachting' bij het begroten van door letsel (beweerdelijk) veroorzaakte toekomstige arbeidsvermogensschade. Vgl. HR 14 januari 2000, *NJ* 2000, 437, r.o. 3.4: 'Het oordeel van het Hof berust (...) op de juiste rechtsopvatting dat bij het begroten van *een schade als de onderhavige* rekening moet worden gehouden met een *redelijke verwachting* over toekomstige ontwikkelingen' (curs. *ACWP*).

bewijslast,⁶⁷ maar ook omdat vanwege de objectieve voorlichting door een onafhankelijke deskundige - mede gelet op het stadium van de procedure - het belang van de bewijslastverdeling op de achtergrond geraakt. De rechter heeft het immers kennelijk nodig geacht zich te laten voorlichten via een door hem zelf benoemde deskundige. Dit duidt erop dat hij zijn oordeel niet (primair) afhankelijk wenste te stellen van de door partijen ingebrachte deskundigenberichten. Niettegenstaande deze relativering van de bewijslastverdelingsregels, geldt het hiervoor opgemerkte over de (beperkte) rechterlijke motiveringsplicht uiteraard wel overeenkomstig. De rechter zal bij het vaststellen van (de redelijke verwachting van) het hypothetische koersverloop dus expliciet aandacht moeten besteden aan voldoende geadstrueerde bezwaren van de uitgevende instelling tegen de door de deskundige berekende kansscenario's.

Het moet worden benadrukt dat wat hier onder het 'redelijk te achten verloop' moet worden verstaan, niet alleen een feitelijke, maar tevens een normatieve vraag betreft.⁶⁸ Deze vraag kan daarom niet los worden gezien van onder meer de aard van de aansprakelijkheid (vgl. art. 6:98 BW).⁶⁹ Dit betekent dat de rechter bij het afwegen van de goede en kwade kansen mede normatieve gezichtspunten in de beschouwing mag betrekken. Een van die normatieve gezichtspunten is dat (in deze fase van de procedure) onmiskenbaar vaststaat dat de uitgevende instelling jegens de beleggers onrechtmatig heeft gehandeld. Door deze normschending is hun de mogelijkheid ontnomen om zekerheid te verschaffen over het koersverloop in de hypothetische situatie zonder misleidende informatie,⁷⁰ zodat verdedigbaar is dat bij het afwegen van de goede en kwade kansen, de goede kansen⁷¹ zeker niet onderbelicht mogen blijven. De mate waarin de beleggers op dit punt tegemoet worden gekomen hangt op zijn beurt weer (onder meer) af van de strekking van de geschonden norm en de mate waarin de uitgevende instelling een verwijt van haar onrechtmatig handelen kan worden gemaakt.⁷² Wat betreft de strekking van de geschonden norm geldt mijn eerdere opmerking over het nauwe verband tussen enerzijds strekking van de norm en anderzijds het in casu verwezenlijkte risico hier onverkort. De strekking van de geschonden norm is dus ook bij het vaststellen van het 'redelijk te achten hypothetische koersverloop' een relevante omstandigheid. Wat betreft de mate van verwijtbaarheid zal vooral gekeken moeten worden naar de mate waarin de misleidende informatie als misleidend is aangemerkt. Kan worden vastgesteld dat de informatie *ernstig* misleidend was, dan kan ook deze omstandigheid van belang zijn voor het gewicht dat aan de goede kansen wordt toegekend.

⁶⁷ Zie eerdergenoemde vaste rechtspraak. Zoals gezegd staat dit uitgangspunt onder druk.

⁶⁸ Het redelijkheids criterium brengt dit mijns inziens onvermijdelijk met zich.

⁶⁹ Zie hierover in de context van (door letsel veroorzaakte) arbeidsvermogensschade Akkermans 2003, t.a.p., p. 102-103.

⁷⁰ Vgl. HR 15 mei 1998, *NJ* 1998, 624, r.o. 3.5.2. Ik benadruk dat het in deze zaak ging om als gevolg van (door een verkeersongeval veroorzaakt) letsel (beweerdelijk) geleden arbeidsvermogensschade. Ofschoon in deze zaak de aansprakelijkheidsgrond dus was gelegen in de overtreding van een verkeersnorm, laat dit naar mijn oordeel het gezichtspunt als zodanig onverlet. Iets anders is dat er in geval van letselschade wellicht sprake is van een soepelere *bewijswaardering*. Dat betekent dat de eisen aan het te leveren bewijs *relatief* lager zullen zijn.

⁷¹ Goede kansen vanuit het oogpunt van de beleggers.

⁷² Vgl. Akkermans 2003, t.a.p., p. 102-103.

Was de deskundige zelfs niet in staat om voor het hypothetische koersverloop kansscenario's te genereren, dan zal de rechter moeten overgaan tot een begroting van de (omvang van de) schade *ex aequo et bono*. Volgens vaste rechtspraak kan de rechter dit alleen doen als enerzijds feiten zijn komen vast te staan waaruit in het algemeen het geleden zijn van schade kan worden afgeleid, en anderzijds is komen vast te staan dat de omvang van de schade niet nauwkeurig kan worden bepaald. Aan beide voorwaarden lijkt in het onderhavige geval te zijn voldaan. Op basis van het (antwoord op de eerste vraag van het) deskundigenbericht is ten eerste aannemelijk dat het koersverlies van de beleggers niet (in deze mate) zou zijn ingetreden als geen sprake zou zijn geweest van misleidende informatie. Daarnaast kan uit het (antwoord op de tweede vraag van het) deskundigenbericht worden afgeleid dat er kennelijk geen redelijke aanknopingspunten voor de schadebegroting voor handen zijn. Een intuïtieve begroting van de schade is dan nog de enig beschikbare optie is. Wel geldt uiteraard dat de beslissing van de rechter inzicht moet geven in de daaraan ten grondslag liggende gedachtegang.⁷³

Slot

De causaliteits- en schadeproblematiek in geval van misleidende berichtgeving op de beurs is wat mij betreft nog niet uitgekristalliseerd. In deze bijdrage heb ik de aandacht willen vestigen op enkele materieel- en procesrechtelijke aspecten. Voor beleggers die door de misleidende informatie (menen te) zijn benadeeld heb ik twee feitelijke vorderingsgrondslagen onderscheiden. Betoogd werd dat de wijze waarop de beleggers hun vordering inkleden bepalend is voor het causaliteits- en schade perspectief. Ongeacht de gekozen vorderingsgrondslag zal men in het processuele debat echter niet ontkomen aan (het beantwoorden van) de vraag waardoor het koersverlies van de beleggers is veroorzaakt. Daalde de koers als gevolg van (het bekend worden van) de misleiding of moet het koersverlies worden toegeschreven aan het reguliere marktrisico? In de praktijk zal deze vraag al snel uitdraaien op een ware 'battle of experts'. Dit zal voor de rechter aanleiding zijn zich te laten voorlichten door een onafhankelijke deskundige. Voor een zuivere en bruikbare rapportage doen procespartijen er verstandig aan bijzondere aandacht te hebben voor de (formulering van de) aan de deskundige voor te leggen vragen. In beginsel dient de vraagstelling van iedere normatieve dimensie te zijn geschoond. Heeft de deskundige zijn (definitieve) rapport eenmaal uitgebracht, dan is het vervolgens aan de juristen deze uitkomst naar de normatieve context te vertalen. Men moge dit laatste aspect niet onderschatten. Voor de definitieve schadevaststelling zijn normatieve factoren uiteindelijk mede bepalend.

⁷³ Zie hiervoor HR 25 oktober 2002, *NJ* 2003, 171, r.o. 7.3; HR 13 juli 2007, *NJ* 2007, 407, r.o. 4.1.