

## Het toerekeningsverband van art. 6:98 BW bij bestuurdersaansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek

Mr. drs. A.C.W. Pijls

### 1. Inleiding

De bestuurder van een beursvennootschap die ervoor verantwoordelijk is dat de vennootschap niet (adequaat) voldoet aan haar wettelijke informatieverplichtingen en/of het informatiemanipulatieverbod<sup>1</sup> overtreedt, kan hiervoor (persoonlijk) aansprakelijk worden gesteld. Bij deze informatieverzuimen kan met name worden gedacht aan het publiceren van een misleidend prospectus in het kader van een beursgang en/of emissie, het publiceren van misleidende financiële verslaggeving, het niet (tijdig) publiceren van voorwetenschap en/of het verspreiden van misleidende ad hoc berichten. Het creëren van een misleidende voorstelling van zaken ten aanzien van de (financiële 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 koersinflatie (dientengevolge) uit de koers loopt. Als beleggers de bestuurder<sup>2</sup> voor deze schade aansprakelijk stellen teneinde de schade op hem te verhalen, zal in de eerste plaats moeten worden vastgesteld dat de bestuurder een rechtens relevante normschending heeft begaan (lees: toerekenbaar onrechtmatig heeft gehandeld). In de regel zal hiervoor zijn vereist dat de bestuurder van zijn handelwijze een *ernstig verwijt* kan worden gemaakt. Voor de aansprakelijkheid van de bestuurder is daarnaast vereist dat het door de belegger geleden koersverlies in voldoende causaal verband staat met de normschending van de bestuurder. Wanneer deze causaliteitsvraag in rechte moet worden beantwoord, zal de vervolgvraag rijzen of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed. Op laatstgenoemde rechtsvraag, die mijns inziens in de sleutel staat van het toerekeningsverband van art. 6:98 BW, zal ik in deze bijdrage nader licht werpen.<sup>3</sup>

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. Ik begin in paragraaf 2 met de probleemstelling. In paragraaf 3 behandel ik wat de toerekeningsfactoren van art. 6:98

---

<sup>1</sup> Art. 12 lid 1, aanhef en onder c, jo. art. 15 verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)).

<sup>2</sup> In het vervolg van deze bijdrage spreek ik steeds van de 'bestuurder' in enkelvoud.

<sup>3</sup> Zie over het toerekeningsverband in algemene zin Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 50-78 en nr. 82-85; Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 31-46; R. J. B. Boonekamp, 'Artikel 98. Causaal verband', in: A. T. Bolt (red.), *Groene Serie Schadevergoeding*, Deventer: Kluwer (losbladig en online). Voor recente overzichtsartikelen verwijs ik naar C.C.H.A. Holthuijsen-van der Kop, 'De redelijke toerekening en de deelregels anno 2015: een update', *WPNR* 2015/7065, p. 520-527; W. Dijkshoorn, 'De leer van de redelijke toerekening: back to the eighties', *AV&S* 2011, afl. 6, p. 257-268; J. den Hoed, 'Flexibiliteit in objectieve factoren; enkele notities over de schadetoerekening', in: M.J.A. Duker e.a. (red.), *Welberaden. Beschouwingen over de rechtsontwikkeling in de rechtspraak van de Hoge Raad der Nederlanden*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2009, p. 217-246.

BW ons leren over (het antwoord op) de zojuist genoemde toerekeningsvraag en in paragraaf 4 ga ik in op de vraag of ook het door de belegger *indirect* vertrouwen op de misleidende informatie voldoende is voor het aannemen van causaal verband. Paragraaf 5 sluit af met een conclusie.

Ik heb nog twee opmerkingen vooraf. In de eerste plaats wijs ik erop dat ik in deze bijdrage tot uitgangspunt neem dat de normschending van de bestuurder vast staat. Ik ga er met andere woorden vanuit dat in rechte (reeds) is vastgesteld dat de bestuurder toerekenbaar onrechtmatig heeft gehandeld, hetgeen dus in de regel betekent dat hem van zijn handelen een *ernstig verwijt* kan worden gemaakt. In de tweede plaats zij opgemerkt dat ik mij realiseer dat de Hoge Raad de onderhavige toerekeningsvraag wellicht al – in ieder geval gedeeltelijk – heeft beantwoord in respectievelijk het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest<sup>4</sup> uit 1931 en het World Online-arrest<sup>5</sup> uit 2009.<sup>6</sup> Niettemin acht ik het de moeite waarde deze vraag aan een nadere analyse te onderwerpen en wel om drie redenen. Ten eerste omdat de Hoge Raad de toerekeningsvraag in de zojuist genoemde arresten niet (expliciet) heeft beantwoord aan de hand van de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW. Een meer dogmatisch ingestoken analyse van deze vraag blijft hierdoor mijns inziens onverminderd relevant. Ten tweede omdat voor beide arresten geldt dat de voor het causaal verband geformuleerde rechtsregel is toegespitst op een specifieke context (het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest op de aansprakelijkheid van de bestuurder wegens het publiceren van misleidende *financiële verslaggeving* en het World Online-arrest op de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling wegens het (in het kader van een *beursgang*) publiceren van een misleidend *prospectus*). De vraag of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed, is daarom nog niet in algemene zin door de Hoge Raad beantwoord. En ten derde omdat beide arresten voor het antwoord op deze toerekeningsvraag wellicht in een tegengestelde richting wijzen. Ik formuleer hier bewust voorzichtig, omdat dit laatste mede afhangt van de reikwijdte die wordt toegekend aan de in het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest respectievelijk het World Online-arrest voor het causaal verband geformuleerde rechtsregel.

## **2. Probleemstelling: is voor het aannemen van causaal verband steeds vereist dat de belegger (direct of indirect) op de misleidende informatie is afgegaan?**

---

<sup>4</sup> HR 11 december 1931, *NJ* 1932/161, m.nt. P. Scholten (Aeilkema/Hooite Meursing e.a.). Zie over dit arrest ook de analyse van B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010, p. 155-156.

<sup>5</sup> HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.).

<sup>6</sup> Ik formuleer hier bewust voorzichtig en spreek ik daarom in termen van ‘wellicht’ en ‘gedeeltelijk’ beantwoorden. Zo geldt voor het Aeilkema-Veenkoloniale Bank-arrest dat het nog is gewezen onder vigeur van de oude ‘adequatieleer’ en niet onder vigeur van de huidige leer van de redelijke toerekening. En zo geldt voor het World Online-arrest dat de voor het causaal verband geformuleerde rechtsregel in het geheel niet in de sleutel staat van het toerekeningsverband van art. 6:98 BW.

Het construeren van het causaal verband bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie is in de literatuur een niet onomstreden kwestie. De steeds terugkerende vraag is of voor het aannemen van causaal verband de (materiële) eis moet worden gesteld dat de eisende belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel (direct of indirect) op de misleidende informatie heeft vertrouwd. Een aantal auteurs houdt er een nogal streng causaliteitsbegrip op na en wil voor het rechtens vereiste causaal verband inderdaad als (minimum)eis hanteren dat de belegger direct (door eigen lezing) of indirect (door tussenkomst van een adviseur) op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed.<sup>7</sup> Een andere stroming is minder streng en acht voldoende dat de belegger is afgegaan op een door de misleidende informatie teweeggebrachte positieve marktstemming.<sup>8</sup> De meest liberale stroming huldigt de opvatting dat voor het aannemen van causaal verband in het geheel niet is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan, en acht voldoende dat de belegger bij de aankoop van het litigieuze aandeel erop vertrouwd dat de beurskoers een resultante was van eerlijke marktwerking (en dito prijsvorming) en niet was ‘vervuild’ met misleidende informatie (een zeer *indirecte* manier dus van vertrouwen op de misleidende informatie).<sup>9</sup> Een vurig pleitbezorger van laatstgenoemde opvatting is De Jong.<sup>10</sup> In zijn dissertatie verdedigt hij met kracht van argument de stelling dat wanneer de belegger slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd (en vervolgens in dit vertrouwen is beschaamd), dit reeds voldoende is voor het aannemen van causaal verband.

---

<sup>7</sup> Zie in het kader van de aansprakelijkheid van de accountant voor een misleidende jaarrekening I. Giesen, *Bewijslastverdeling bij beroepsaansprakelijkheid*, Zwolle: Tjeenk Willink 1999, p. 77. Zie in het kader van de aansprakelijkheid voor een misleidende jaarrekening in het algemeen E.J.A.M. van den Akker, *Beroepsaansprakelijkheid ten opzichte van derden. Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de zorgplichten van accountants, advocaten en notarissen ten opzichte van anderen dan hun opdrachtgever* (diss. Tilburg), Zwolle: Tjeenk Willink 2001, p. 178 (Van den Akker lijkt haar standpunt niet te beperken tot de aansprakelijkheid van de accountant). En zie in het kader van prospectusaansprakelijkheid Jansen, Schreuder & Verhagen, *Prospectusaansprakelijkheid*, Amsterdam: NIBE-SVV 2003, p. 90-92.

<sup>8</sup> Zie A.G. Maris & S.A. Boele, ‘Prospectusaansprakelijkheid’, *TVVS* 1994, afl. 6, p. 146; L. Timmerman, ‘De aansprakelijkheid van de syndicaatsleider voor een misleidend prospectus’, in: J.R. Schaafsma e.a. (red.), *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht*, Deventer: Kluwer 1996, p. 81; M.A. Blom, *Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 1996, p. 153-154; G.T.J. Hoff, ‘De lessen van het Co op-arrest’, in S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Onderneming en 5 jaar nieuw burgerlijk recht*, Serie Onderneming en Recht, deel 7, Deventer: Kluwer 1997, p. 363 en Den Boogert in M.W. den Boogert & S.E. Eisma, *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002, p. 190, allen in het kader van prospectusaansprakelijkheid.

<sup>9</sup> Zie M.M. Mendel, ‘De ‘Fraud on the market’-theorie’, in: Quod Licet (Kleijn-bundel), Deventer: Kluwer 1992, p. 254-256; W.J.M. van Andel & K. Rutten, ‘Vorderingen van aandeelhouders op de vennootschap wegens een misleidende voorstelling van zaken in de financiële verslaggeving’, in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2007-2008*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 97, Deventer: Kluwer 2008, p. 181 en p. 184-185. En zie C. Boertien, *De civielrechtelijke aansprakelijkheid van de openbare accountant naar Engels en Nederlands recht* (diss. VU Amsterdam), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1962, p. 186 in het kader van de aansprakelijkheid van de accountant voor een misleidende jaarrekening.

<sup>10</sup> De Jong 2010, t.a.p., p. 154-164 en p. 170-175.

Ongeacht of men voor het causaal verband een stringente dan wel soepele benadering voorstaat, zou ik (nogmaals) willen benadrukken dat iedere discussie over causaliteit mijns inziens begint met het feitencomplex dat de belegger in het concrete geval aan zijn vordering tot schadevergoeding ten grondslag legt.<sup>11</sup> In abstracto kan men namelijk niet spreken van ‘het causaal verband’. Het causaal verband krijgt pas vorm en inhoud wanneer het is gekoppeld aan een bepaalde feitelijke grondslag.<sup>12</sup> Het is met andere woorden de feitelijke grondslag van de vordering die het perspectief bepaalt dat bij het causaal verband (en in het verlengde daarvan: de schade) tot uitgangspunt moet worden genomen.<sup>13</sup> Bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie kan de door de misleiding (beweerdelijk) benadeelde belegger zijn vordering tot schadevergoeding op twee manieren inkleden.<sup>14, 15</sup> In de eerste plaats kan de eisende belegger aan zijn vordering ten grondslag leggen dat hij ook bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel zou hebben gekocht, maar dan *tegen een gunstigere prijs*. Deze belegger vordert (primair) schadevergoeding ter hoogte van het bedrag van de koersinflatie. In de tweede plaats kan de belegger aan zijn vordering ten grondslag leggen dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, en hij bij juiste en volledig informatie het litigieuze aandeel *in het geheel niet* zou hebben gekocht. Deze belegger vordert (primair) schadevergoeding ter zake van het op het litigieuze aandeel geleden koersverlies, eventueel aangevuld (of verminderd) met de koerswinst die zou zijn behaald (of het verlies dat zou zijn geleden) in de hypothetische situatie zonder misleiding.

Voor de toerekeningsvraag die in dit opstel centraal staat, is het onderscheid tussen de twee zojuist genoemde feitelijke grondslagen uiterst relevant. (Het antwoord op) deze toerekeningsvraag is namelijk vooral van belang voor de belegger die kiest voor eerstgenoemde feitelijke grondslag. Kan deze belegger niet (tevens) aantonen dat zijn beleggingsbeslissing door de misleidende informatie is beïnvloed, dan wordt bij een strenge invulling van de causaliteitseis zijn vordering tot schadevergoeding onverkort afgewezen. Dit geldt in beginsel bijvoorbeeld voor de belegger die zijn

---

<sup>11</sup> Ik realiseer mij dat ik mezelf hier aan het herhalen ben, zie reeds A.C.W. Pijls, ‘Het causaliteitsvereiste bij prospectusaansprakelijkheid’, *Ondernemingsrecht* 2009, afl. 4, p. 185-186.

<sup>12</sup> Vgl. art. 24 Rv.

<sup>13</sup> Zie voor een treffend voorbeeld van de wijze waarop de feitelijke grondslag het perspectief kan bepalen voor het causaal verband en de schade het arrest HR 30 mei 2008, *NJ* 2010/622, m.nt. J.B.M. Vranken; *JOR* 2008/209, m.nt. B.J. De Jong (De Boer e.a./TMF). Zie ook het commentaar bij dit arrest van H.M. Vletter-van Dort en mijzelf in *Ondernemingsrecht* 2008/104. Voor een ander aansprekend voorbeeld (in een enigszins andere context) wijs ik op het arrest HR 26 juni 2009, *NJ* 2009/418, m.nt. P. van Schilfgaarde (X en Y/Eurocommerce Holding B.V.), r.o. 4.10.

<sup>14</sup> Zie reeds Pijls 2009, t.a.p., p. 185-186.

<sup>15</sup> Zie voor een vergelijkbare benadering De Jong 2010, t.a.p., p. 44-50. De Jong spreekt in dit verband van twee ‘modaliteiten van transactiecausaliteit’. Hoewel de insteek van De Jong in theorie enigszins verschilt van de in de hoofdtekst uiteengezette benadering, denk ik dat in de praktijk beide benaderingen op hetzelfde zullen neerkomen. Zie over (het belang van) het genoemde onderscheid tussen de twee feitelijke grondslagen ook A-G Timmerman in paragraaf 3.10 van zijn conclusie voor het arrest HR 8 oktober 2010, *NJ* 2010/545; *JOR* 2010/345, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (X/Forward Business Parks 2000 N.V.). Vgl. in dit verband Lindenbergh in zijn *NJ*-noot (sub 5) onder het arrest HR 30 januari 2015, ECLI:NL:HR2015:178, *NJ* 2015/377 (Stichting Exploitatie Nederlandse Staatsloterij/Stichting Loterijverlies.nl).

beleggingsbeslissing al had genomen voordat de misleiding plaatsvond.<sup>16</sup> Voor de belegger daarentegen die zich op het standpunt stelt dat hij door de misleidende informatie daadwerkelijk is misleid, en hij bij afwezigheid van de misleiding het litigieuze aandeel *in het geheel* niet zou hebben gekocht, is deze kwestie minder relevant. De wijze waarop deze belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt is immers reeds in overeenstemming met de (eventueel in het kader van het toerekeningsverband te stellen) eis dat hij op de misleidende informatie (direct of indirect) is afgegaan. Voor laatstgenoemde belegger speelt eigenlijk alleen de vraag of ook *indirect* vertrouwen (via een adviseur of via een door de misleidende informatie teweeggebrachte positieve marktstemming) voldoende is voor het aannemen van causaal verband (waarover paragraaf 4).

### **3. Wat zeggen de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW over (het antwoord) de zojuist opgeworpen vraag?**

#### *a. Inleiding*

De (rechts)vraag of voor het aannemen van causaal verband steeds is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed, moet worden beantwoord aan de hand van de maatstaf van de ‘redelijke toerekening’ van art. 6:98 BW. Dus alleen wanneer de schade die de belegger stelt te hebben geleden op de voet van art. 6:98 BW *redelijkerwijs* aan de bestuurder kan worden toegerekend, komt zij voor vergoeding in aanmerking (en is de bestuurder hiervoor aansprakelijk). Het criterium van de ‘redelijke toerekening’ of ‘toerekening naar redelijkheid’ kan worden beschouwd als een overkoepelende norm die in ieder concreet geval moet worden ingekleurd.<sup>17</sup> Deze ‘inkleuring’ geschiedt aan de hand van zogenaamde ‘toerekeningsfactoren’ of ‘wegingsfactoren’, waarvan de wet er al twee noemt: de *aard van de aansprakelijkheid* en de *aard van de schade*.<sup>18</sup> Andere belangrijke toerekeningsfactoren die in zowel de rechtspraak als literatuur zijn erkend, zijn (onder meer) de *voorzienbaarheid van de schade* en de *verwijderdheid van de schade*.<sup>19</sup>

---

<sup>16</sup> Vgl. HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.2, voorlaatste zin. Te denken valt bijvoorbeeld aan een gediversificeerde belegger die reeds enige tijd van tevoren wist dat in de periode waarin thans de misleiding heeft plaatsgevonden voor hem nieuwe beleggingsgelden zouden vrijkomen, en die reeds toen had besloten het litigieuze aandeel te kopen, aangezien een belegging in het litigieuze aandeel zijn beleggingsportefeuille (verder) zou diversificeren.

<sup>17</sup> Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 33; Den Hoed 2009, t.a.p., p. 220 en p. 224-225.

<sup>18</sup> Zie over de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW in de literatuur (onder meer) Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 63-73; Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 33-43; Den Hoed 2009, t.a.p., p. 224-239.

<sup>19</sup> In zijn recente arrest *Avi Cranes Ltd./X* formuleert de Hoge Raad het toerekeningsverband van art. 6:98 BW met een beroep op de parlementaire geschiedenis als volgt: ‘De vraag of de schade in zodanig verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust dat zij de aangesprokene als gevolg van deze gebeurtenis kan worden toegerekend, moet worden beantwoord aan de hand van *objectieve factoren* als de *aard van de aansprakelijkheid en van de schade*. In dat kader zal ook *wat naar objectief inzicht voorzienbaar of waarschijnlijk was*, een rol kunnen spelen.’ (curs. ACWP), zie HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:214, r.o. 4.1.2.

Hoewel bij het (bepalen van het) uiteindelijke toerekeningsoordeel de ene toerekeningsfactor doorgaans wat meer gewicht in de schaal legt dan de andere, komt in de regel aan geen van de factoren een doorslaggevend gewicht toe.<sup>20</sup> De verschillende factoren zullen steeds in het concrete geval in onderlinge samenhang moeten worden beschouwd en afgewogen.<sup>21</sup> Daarbij moeten alle omstandigheden van het geval worden meegewogen.<sup>22</sup> Het voordeel van de leer van de redelijke toerekening is, dat het de rechter de ruimte biedt de in het kader van de door hem te beantwoorden toerekeningsvraag relevante factoren af te wegen en een op de concrete casus toegesneden causaliteitsoordeel te formuleren.<sup>23</sup>

In het kader van de wettelijke toerekeningsfactor *aard van de aansprakelijkheid* kunnen diverse subfactoren worden onderscheiden.<sup>24</sup> Ik behandel hierna alleen de (sub)factoren *mate van schuld* en *strekking van de geschonden norm*, aangezien ik alleen deze factoren voor de onderhavige toerekeningsvraag van belang acht. Andere onder de *aard van de aansprakelijkheid* ressorterende (sub)factoren laat ik dus buiten beschouwing. Ook voor de wettelijke toerekeningsfactor *aard van de schade* kunnen diverse onderscheidingen worden aangebracht, maar ook die acht ik hier niet van belang.<sup>25</sup> De toerekeningsfactoren *voorzienbaarheid van de schade* en de *verwijderdheid van de schade* acht ik voor de onderhavige toerekeningsvraag echter weer wel relevant. In het hiernavolgende zal ik dus voor elk van de factoren *mate van schuld (sub b)*, *strekking van de geschonden norm (sub c)*, *voorzienbaarheid van de schade (sub d)* en *verwijderdheid van de schade (sub e)* afzonderlijk bezien of de desbetreffende factor pleit voor (al of niet) toerekening aan de bestuurder van de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd (en die vervolgens in dit vertrouwen is beschaamd). Na de verschillende factoren afzonderlijk te hebben geanalyseerd, zal ik ze daarna (*sub f*) in onderlinge samenhang bezien en afwegen en daarmee de onderhavige toerekeningsvraag beantwoorden.

#### *b. Mate van schuld*

In het kader van het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW is in de eerste plaats van belang welke mate van schuld (geen schuld (bij risicoaansprakelijkheid), lichte schuld, grove schuld of (voorwaardelijk) opzet) de aansprakelijke (rechts)persoon kan

---

<sup>20</sup> Vgl. Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 33; Den Hoed 2009, t.a.p., p. 225.

<sup>21</sup> Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 33; Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 63.

<sup>22</sup> Zie in dit verband recent de arresten HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:214 (Avi Cranes Ltd./X), r.o. 4.2.2 en HR 3 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2895, JA 2015/15, m.nt. D.A. van der Kooij (X/Saint-Gobain Weber Beamix B.V.), r.o. 3.5.

<sup>23</sup> Aldus Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 33.

<sup>24</sup> Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 65; Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 36-39; Boonekamp, *GS Schadevergoeding*, art. 6:98 BW, aant. 29.

<sup>25</sup> Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 66; Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 40-41; Boonekamp, *GS Schadevergoeding*, art. 6:98 BW, aant. 30.

worden verweten.<sup>26, 27</sup> Algemeen is aanvaard dat naarmate de schuld aan de schadeveroorzakende gedraging groter is, de hierdoor veroorzaakte schade soepeler aan de dader kan worden toegerekend.<sup>28, 29</sup> Bij opzet geldt zelfs dat in beginsel alle gevolgen waarop het opzet gericht was aan de dader kunnen worden toegerekend, ongeacht hoe uitzonderlijk de gevolgen in concreto waren.<sup>30</sup>

Het voorgaande in ogenschouw nemende kan ik over de toerekeningsfactor *mate van schuld* bij bestuurdersaansprakelijkheid kort zijn. Bestuurdersaansprakelijkheid voor misleidende informatie veronderstelt immers in beginsel<sup>31</sup> dat de aangesproken bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt en dat duidt in beginsel<sup>32</sup> op een hoge mate van schuld. De toerekeningsfactor *mate van schuld* wijst in dit geval dus in beginsel in de richting van een soepele toerekening aan de bestuurder van de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd (en die vervolgens in dit vertrouwen is beschaamd). Een benadering van het causaal verband waarbij (tevens) de eis wordt gesteld dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed

---

<sup>26</sup> Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 65; Boonekamp, *GS Schadevergoeding*, art. 6:98 BW, aant. 29.4.

<sup>27</sup> Naar aanleiding van het bekende Amercentrale-arrest (HR 13 juni 1975, *NJ* 1975/509, m.nt. G.J. Scholten) werd in de literatuur in dit verband nogal eens betoogd dat wanneer de aansprakelijkheid van de *laedens* berust op risicoaansprakelijkheid, dit op zichzelf een reden is om de schade beperkt toe te rekenen. Sinds het Frieslandhal-arrest (HR 25 april 2008, *NJ* 2008/262, r.o. 3.4.3) lijken de meeste auteurs deze opvatting echter te hebben verlaten, en lijkt de communis opinio te zijn dat de strekking van de regeling waarop de desbetreffende risicoaansprakelijkheid is gebaseerd steeds bepalend is voor (het antwoord op) de vraag of de schade ruim dan wel beperkt moet worden toegerekend.

<sup>28</sup> Zie in dit verband onder meer de arresten HR 19 december 2003, *NJ* 2004/348 (S./Staat), r.o. 4.4.3 en HR 25 maart 2011, *NJ* 2011/139 (Bremer/Hoogheemraadschap Rijnland), r.o. 3.6.5-3.6.6.

<sup>29</sup> Zie in dit verband ook de betekenis die aan de mate van schuld toekomt in het kader van voordeelsverrekening ex art. 6:100 BW (zie onder meer het arrest HR 1 oktober 2010, *NJ* 2013/81, m.nt. T. Hartlief (Verhaeg/Jenniskens)) en in het kader van schadebegroting ten bedrage van de door de *laedens* behaalde winst ex art. 6:104 BW (zie onder meer het arrest HR 18 juni 2010, *NJ* 2015/33, m.nt. T. Hartlief (Doerga/Ymere)).

<sup>30</sup> Boonekamp, *GS Schadevergoeding*, art. 6:98 BW, aant. 29.4.

<sup>31</sup> Ik schrijf hier bewust dat bestuurdersaansprakelijkheid voor misleidende informatie *in beginsel* veronderstelt dat de aangesproken bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Op grond van vaste rechtspraak is voor bestuurdersaansprakelijkheid op grond van art. 2:139 BW immers geen ernstig verwijt vereist. Zie in dit verband onder meer de volgende uitspraken: Hof Amsterdam 16 februari 2016, *JOR* 2016/286 (VEB e.a./Asseer e.a.), r.o. 3.12; Rb. Midden-Nederland 22 januari 2014, *ECLI:NL:RBMNE:2014:116* (Bruil Bouwbedrijf Ede B.V./X e.a.), r.o. 4.7; Rb. Amsterdam 30 juli 2008, *HA ZA 05-1645* (niet gepubliceerd) (Double Dutch Management en Beheer B.V. e.a./Vlasveld e.a.), r.o. 5.7.

<sup>32</sup> Ook schrijf ik hier bewust dat het feit dat de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt *in beginsel* duidt op een hoge mate van schuld. Als de bestuurder namelijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt, betekent dat weliswaar in de regel dat hem of haar een hoge mate van schuld treft, maar dat hoeft niet per definitie het geval te zijn. De Hoge Raad heeft in het arrest RCI Financial Services B.V./Kasstrop immers bepaald dat 'het antwoord op de vraag of de bestuurder persoonlijk een ernstig verwijt (...) kan worden gemaakt, [mede] afhankelijk [is] van de aard en ernst van de normschending' (curs. en toevoegingen *ACWP*), zie HR 5 september 2014, *NJ* 2015/22, m.nt. P. van Schilgaarde, r.o. 4.3 eerste volzin. Deze formulering laat uitdrukkelijk de mogelijkheid open dat de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt, zonder dat hem of haar een hoge mate van schuld treft. Zie over deze kwestie ook kraakhelder B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht (Deel 1)*, Deventer: Kluwer 2013, § 51.12.

(en die voor de zojuist genoemde belegger als (noodlottige) consequentie heeft dat zijn vordering onverkort wordt afgewezen), lijkt hier moeilijk mee te verenigen.

### *c. Strekking van de geschonden norm*

Bij aansprakelijkheid wegens misleiding van het beleggende publiek hebben we niet te maken met schending van verkeers- of veiligheidsnormen. Laatstgenoemde normen zijn opgesteld met het oog op voorkoming van ongevallen, en strekken derhalve (primair) tot bescherming van lijf en leden.<sup>33</sup> Bij aansprakelijkheid voor misleidende informatie gaat het daarentegen om (schending van) normen die strekken tot voorkoming van (zuivere) vermogensschade. Het beschermingsbereik van dergelijke normen is in de regel kleiner dan dat van verkeers- of veiligheidsnormen, en derhalve strekken deze normen ook minder stel tot toerekening dan verkeers- of veiligheidsnormen.<sup>34</sup> Dit laat onverlet dat wanneer in het concrete geval een andersoortige norm dan een verkeers- of veiligheidsnorm is geschonden, de strekking van deze norm in het geheel van onderling af te wegen factoren op zichzelf voor een soepele toerekening kan pleiten. Dit zal met name het geval zijn wanneer het verband tussen enerzijds het specifieke gevaar waartegen de norm beoogt te beschermen, en anderzijds de door de benadeelde gestelde schade (relatief) nauw is.

De voor beursvennootschappen geldende publiekrechtelijke informatieverplichtingen hebben als doelstelling de markttransparantie en de marktefficiëntie te bevorderen, en hebben in algemene zin de strekking beleggers te beschermen.<sup>35</sup> Beoogd wordt om door middel van adequate (dat wil zeggen: tijdige, correcte en volledige) informatieverstrekking een zo accuraat mogelijke marktprijs tot stand te brengen, waarmee de fundamentele waarde van de onderneming zo dicht mogelijk wordt benaderd. Hoewel de voor beursvennootschappen geldende publiekrechtelijke informatieverplichtingen in beginsel primair zijn gericht tot de vennootschap en niet tot de bestuurder, geldt voor de uit deze informatieverplichtingen afgeleide zorgvuldigheidsplicht die de bestuurder jegens het beleggende publiek in acht moet nemen mijns inziens dat deze een vergelijkbare doelstelling en strekking heeft.<sup>36</sup> Deze zorgvuldigheidsplicht behelst immers niets anders dan dat de bestuurder in het kader van zijn functie ervoor zorgt dat de vennootschap alle op haar rustende informatieverplichtingen netjes naleeft en zich niet bezondigt aan misleiding van het

---

<sup>33</sup> Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 65; Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 37 en 41b; Boonekamp, *GS Schadevergoeding*, art. 6:98 BW, aant. 29.3.1.

<sup>34</sup> *Idem*.

<sup>35</sup> Zie in dit verband onder meer de considerans van de Prospectusrichtlijn (Richtlijn 2003/71/EG (*PbEG* 2003, L 345/64), zoals gewijzigd door Richtlijn 2010/73/EU (*PbEU* 2010, L 327/1)), de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG (*PbEG* 2004, L 390/38), zoals gewijzigd door Richtlijn 2013/50/EG (*PbEU* 2013, L294/13)) en de verordening Marktmissbruik (Verordening (EU) Nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)).

<sup>36</sup> Een uitzondering op het beginsel dat de publiekrechtelijke informatieverplichtingen *primair* zijn gericht tot de vennootschap, is art. 12 jo. art. 15 verordening Marktmissbruik. Deze bepaling is immers gericht tot eenieder en dus ook tot de bestuurder in persoon. Zie in dit verband – onder vigeur van de oude richtlijn Marktmissbruik (Richtlijn 2003/6/EG (*PbEG* 2003, L 96/16)) – ook Rb. Utrecht 15 februari 2012, *JOR* 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.), r.o. 4.7.



beleggende publiek. In wezen gaat het hier dus om twee kanten van dezelfde medaille. Ook voor de op de bestuurder rustende zorgvuldigheidsplicht geldt dus mijns inziens dat zij als doelstelling heeft de markttransparantie en de marktefficiëntie te bevorderen en er in algemene zin toe strekt beleggers te beschermen.

Wanneer een bestuurder zich – in het kader van zijn functie – schuldig maakt aan het publiceren van misleidende informatie (of aan het *niet* (tijdig) publiceren van voorwetenschap), wordt de zojuist genoemde doelstelling ondergraven. Voor de belegger die bij het nemen van zijn beleggingsbeslissingen louter vertrouwt op de zuiverheid van de beurskoers en die als gevolg van de misleiding een kunstmatig hoge prijs voor het aandeel moet betalen, betekent dit dat hij in dit vertrouwen wordt beschaamd. Men zou dit ook aldus kunnen zien, dat voor deze belegger precies dát risico zich verwezenlijkt, waartegen de door de bestuurder geschonden zorgvuldigheidsplicht hem beoogt te beschermen. Voor deze belegger is daarmee sprake van een relatief nauw verband tussen de strekking van de geschonden norm en de door hem geleden koersschade, en dat vormt op zichzelf een argument deze schade aan de bestuurder toe te rekenen. Een benadering van het causaal verband waarbij (tevens) de eis wordt gesteld dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed, lijkt hier wederom moeilijk mee te verenigen.

#### *d. Voorzienbaarheid van de schade*

Door beleggers geleden koersschade valt onder de schadecategorie zuivere vermogensschade. Daarnaast gaat het bij (aansprakelijkheid voor) misleiding van het beleggende publiek om schending van andere normen dan verkeers- of veiligheidsnormen. Bij deze combinatie van shadesoort en type normschending is ook de *voorzienbaarheid van de schade*<sup>37</sup> een belangrijke – zo niet de belangrijkste – wegingsfactor bij het antwoord op de vraag of de door een belegger geleden koersschade aan de bestuurder kan worden toegerekend.<sup>38</sup>

Voor de bestuurder is zonder meer te voorzien dat het publiceren van misleidende informatie (of het *niet* (tijdig) publiceren van voorwetenschap) de beurskoers kan beïnvloeden. En omdat de bestuurder weet – of althans er ernstig rekening mee moet houden – dat de meeste beleggers bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen vertrouwen op de zuiverheid van het koersvormingsproces zoals dat in de markt

---

<sup>37</sup> Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 69; Klaassen 2007 (Mon. BW B45), nr. 34-35. Zie in dit verband ook recent de arresten HR 10 februari 2017, ECLI:NL:HR:2017:214 (Avi Cranes Ltd./X), r.o. 4.1.2-4.1.3 en HR 3 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2895, JA 2015/15, m.nt. D.A. van der Kooij (X/Saint-Gobain Weber Beamix B.V.), r.o. 3.5.

<sup>38</sup> Vgl. in dit verband het arrest Hof 's-Hertogenbosch 9 september 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:3526 (Van Valen/Maatschap Goos-van Gool e.a.), r.o. 15.5.2. In de deze zaak stelde een groep tuinders de (middellijk) bestuurders van Rova Breda BV aansprakelijk wegens het onbetaald blijven van geleverde tuinbouwproducten. Zij stelden (mede) op basis van aan hen verstrekte misleidende informatie (in concreto ging het om een misleidende 'kolommenbalans') te zijn doorgedaan met leveren. Deze zaak had dus geen betrekking op misleiding van *beleggers* door een *beursvennootschap* en dientengevolge door *beleggers* geleden *koersschade*.

plaatsvindt, valt voor hem tevens te voorzien dat deze beleggers koersschade lijden wanneer zij (als gevolg van de misleiding) een kunstmatig hoge prijs voor hun aandeel moeten betalen. Het voorzienbaarheids criterium pleit in dit opzicht dus voor toerekening aan de bestuurder van de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers heeft vertrouwd. Het in het kader van het toerekeningsverband (tevens) stellen van de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleidende informatie is beïnvloed, lijkt hiermee op gespannen voet te staan.

Een andere kwestie is of in de situatie waarin de misleiding een buitengewoon heftige koersstijging tot gevolg heeft, de bestuurder ook de *mate waarin* de koers door de misleiding wordt beïnvloed kan voorzien.<sup>39</sup> Zo'n excessieve koersstijging kan onder meer worden veroorzaakt door het feit dat het beleggende publiek als gevolg van (collectief) irrationeel beleggingsgedrag (meestal in combinatie met arbitragebeperkingen) overgevoelig op de misleidende informatie reageert. De vraag is dan of het redelijk is zo'n excessieve koersstijging (volledig) aan de bestuurder toe te rekenen. De bestuurder zou (in rechte) bijvoorbeeld kunnen betogen dat zij weliswaar kon voorzien dat de misleidende informatie de koers zou beïnvloeden, maar dat hij geenszins kon voorzien dat het beleggende publiek zo heftig op de misleidende informatie zou reageren. De excessieve koersstijging was daarmee voor de bestuurder geenszins het redelijkerwijs te verwachten gevolg van de misleiding.<sup>40</sup> Wordt dit op de voorzienbaarheid gestaafde verweer in rechte gehonoreerd, dan zal het toerekeningsoordeel over de koersstijging *als zodanig* dus verschillen van het oordeel over de *omvang* van de stijging.<sup>41</sup> Weer een andere kwestie is dat de bestuurder wellicht niet kon voorzien dat de door haar gepubliceerde informatie voor de gemiddelde belegger misleidend was (of dat de door haar niet (tijdig) gepubliceerde voorwetenschap van materieel belang was).<sup>42</sup> Dit laatste is echter geen kwestie van causaliteit. De vraag of het misleidende karakter van bepaalde informatie (al of niet) is te voorzien en of de bestuurder in dat verband een ernstig verwijt kan worden gemaakt, houdt immers verband met (de beoordeling van) het gedrag van de

---

<sup>39</sup> Met een 'buitengewoon heftige' koersstijging bedoel ik dat de koersstijging groter is dan de fundamentele waarde van de misleidende informatie rechtvaardigt.

<sup>40</sup> Overigens acht ik geenszins uitgesloten dat het verweer dat niet het *volledige* bedrag van de excessieve koersstijging voor vergoeding in aanmerking komt, wordt gevoerd in het kader van de eigen schuld ex art. 6:101 BW (in plaats in het kader van de toerekening ex art. 6:98 BW). Het feit dat de belegger als gevolg van een kleine oneffenheid in de gepubliceerde informatie wellicht bereid was een zeer hoge prijs voor zijn aandeel te betalen, wordt dan aangemerkt als een factor die in de risicosfeer van de belegger ligt en die zijn schade mede heeft veroorzaakt.

<sup>41</sup> De vraag of bij aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad het voorzienbaarheids criterium louter betrekking heeft op het intreden van de gestelde schade als zodanig, dan wel tevens op de *omvang* van de ingetreden schade, wordt in de rechtspraak niet eenduidig beantwoord. Hartkamp en Sieburgh lijken deze vraag in laatstgenoemde zin te beantwoorden, zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 83. In deze zin ook Den Hoed 2009, t.a.p., p. 228-229.

<sup>42</sup> Ik wijs erop dat het verweer van de bestuurder dat zij het misleidende karakter van gepubliceerde informatie (of het koersgevoelige karakter van niet-gepubliceerde voorwetenschap) niet kon voorzien, slechts in uitzonderlijke omstandigheden zal worden gehonoreerd.

bestuurder, en behoort daarom in de sleutel te staan van de onrechtmatigheid en/of de toerekenbaarheid.<sup>43</sup>

#### *e. Verwijderdheid van de schade*

Verder is ook de *verwijderdheid van de schade* een belangrijke toerekeningsfactor.<sup>44</sup> Deze verwijderdheid betreft de lengte van de causale keten tussen enerzijds de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust en anderzijds de ingetreden schade. Voor de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de zuiverheid van de beurskoers vertrouwt en die (als gevolg van de misleiding) dit aandeel tegen een geïnflateerde koers moet kopen, is deze keten relatief kort. Tussen de door de bestuurder begane normschending en de door de belegger geleden koersschade bevinden zich immers slechts twee (tussen)schakels. Ten eerste is dat het door de markt 'kennismemen' en absorberen van de misleidende informatie met als gevolg dat de koers wordt beïnvloed. Ten tweede is dat de beleggingsbeslissing van de belegger om in goed vertrouwen op de integriteit van de beurskoers het aandeel te kopen. Aangezien de causale keten hier dus relatief kort is, pleit de factor *verwijderdheid van de schade* er op zichzelf voor de koersschade van deze belegger aan de bestuurder toe te rekenen. Het in het kader van het toerekeningsverband (tevens) stellen van de eis dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed, lijkt hier moeilijk mee te rijmen. Dit laatste zou eventueel anders kunnen zijn, wanneer de concrete normschending van de bestuurder niet bestaat uit het creëren van een misleidend beeld, maar bijvoorbeeld uit het niet corrigeren van een door derden en/of geruchten gecreëerd misleidend beeld.<sup>45</sup> In dat geval is de keten van causale gebeurtenissen tussen de door de bestuurder begane normschending en de door de belegger geleden koersschade (iets) langer, en wordt het causaal verband dus (enigszins) verdund.

#### *f. Evaluatie*

Op grond van de voorgaande analyse kom ik tot de conclusie dat de toerekeningsfactoren *mate van schuld*, *strekking van de geschonden norm*, *voorzienbaarheid van de schade* en *verwijderdheid van de schade* zowel elk afzonderlijk, als in onderlinge samenhang bezien, wijzen in de richting van toerekening aan de bestuurder van de koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit van de beurskoers – of bij aankoop

---

<sup>43</sup> Met Assink (en in navolging van hem vele anderen) ben ik van mening dat de maatstaf van het 'ernstig verwijt' een samengesteld begrip is, dat in het kader van de onrechtmatige daad op het raakvlak van de vereisten onrechtmatigheid en toerekenbaarheid moet worden gesitueerd. Zie uitgebreid B.F. Assink | W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht (Deel 1)*, Deventer: Kluwer 2013, § 51.9 - § 51.10.

<sup>44</sup> Zie over deze toerekeningsfactor Asser/Hartkamp & Sieburgh 2013 (6-II), nr. 64; Boonekamp, *GS Schadevergoeding*, art. 6:98 BW, aant. 32. Zie in dit verband ook het arrest HR 3 oktober 2014, ECLI:NL:HR:2014:2895, JA 2015/15, m.nt. D.A. van der Kooij (X/Saint-Gobain Weber Beamix B.V.), r.o. 3.5-3.6.4.

<sup>45</sup> Vgl. in dit verband de uitspraken HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.25.4 en r.o. 4.31.2 en Rb. Utrecht 15 februari 2012, JOR 2012/243, m.nt. J.H.M. Willems (Kortekaas e.a./AGEAS N.V. e.a.), r.o. 4.69.

op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd. Een benadering van het causaal verband waarbij (tevens) is vereist dat de beleggingsbeslissing van de belegger door de misleiding is beïnvloed (en die voor deze belegger als (noodlottige) consequentie heeft dat zijn vordering tot schadevergoeding onverkort afgewezen), lijkt hiermee op gespannen voet te staan.

#### **4. Wat zeggen de toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW over (het antwoord op) de vraag of indirect vertrouwen op de misleidende informatie voldoende is voor het aannemen van causaal verband?**

Wanneer voor het aannemen van causaal verband niettemin de eis wordt gesteld dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan, is vervolgens de vraag hoe direct dit vertrouwen moet zijn. Is het ook voldoende wanneer de belegger – in plaats van zelf van de misleidende informatie kennis te nemen – afgaat op het advies van een adviseur, of afgaat op een positieve marktstemming of heersende opinies die door de misleidende informatie in het leven zijn geroepen? Mijns inziens moet deze vraag bevestigend worden beantwoord.

De toerekeningsfactoren *voorzienbaarheid van de schade* en *strekking van de geschonden norm* wijzen hier niet in een andere richting dan zij wezen bij de vraag die in de vorige paragraaf centraal stond. Voor deze factoren is de analyse voor het toerekeningsverband dus (nagenoeg) gelijk. Alleen voor de factor *verwijderdheid van de schade* moet er een verfijning in de analyse worden aangebracht. Er is immers geen sprake van direct vertrouwen op de misleidende informatie, maar van middellijk vertrouwen, waardoor er een schakel in de causale keten van gebeurtenissen bijkomt. Bestaat het indirecte vertrouwen van de belegger uit het afgaan op het advies van een adviseur, dan is deze schakel mijns inziens verwaarloosbaar. Voor de aangesproken bestuurder moet het immers niet uitmaken of de belegger zelf van de misleidende informatie kennisneemt, of dat hij dit door een adviseur laat doen.<sup>46</sup> In de relatie bestuurder-belegger valt de adviseur er dus als het ware tussenuit, wat betekent dat zijn betrokkenheid in causale zin irrelevant is.<sup>47</sup> Men zou het ook aldus kunnen formuleren, dat door de tussenkomst van de adviseur het (via het csqn-verband reeds gevestigde) causaal verband niet zodanig verdunt dat het moet worden geacht te zijn doorbroken.

Bestaat het indirecte vertrouwen daarentegen uit het afgaan op een (door de misleiding teweeggebrachte) positieve marktstemming, dan komt er weliswaar een

---

<sup>46</sup> Hetzelfde geldt overigens wanneer de belegger naast of in plaats van de bestuurder de vennootschap aansprakelijk stelt.

<sup>47</sup> Vgl. in het kader van de aansprakelijkheid van een tussenpersoon die betrokken was bij (zowel de opzet als uitvoering van) het geruchtmakende piramidespel geïnitieerd door ‘wonderbelegger’ Van den Bergh het arrest HR 5 oktober 2012, *NJ* 2013/140, m.nt. P. van Schilfgaarde en L.C.A. Verstappen; *JOR* 2012/328, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol (Sytsma c.s./Van der Heiden), r.o. 3.7.2. Wel wijs ik erop dat het oordeel van de Hoge Raad in de sleutel staat van de onrechtmatigheid en niet in de sleutel van het causaal verband.

extra schakel in de causale keten bij, maar ook deze schakel kan het causaal verband mijns inziens niet doorbreken.<sup>48</sup> Dit kan mede worden verklaard door de rechtsverhouding waarin de belegger in relatie tot de vennootschap en haar bestuurders staat. Deze rechtsverhouding is in beginsel geen (pre)contractuele waarbinnen wederzijdse onderzoeks- en informatieplichten gelden. De voornaamste manier waarop informatie-uitwisseling tussen enerzijds de vennootschap en haar bestuurders en anderzijds de belegger plaatsvindt, is via publicatie van een prospectus (wanneer de vennootschap aandelen uitgeeft en/of naar de beurs gaat), of via publicatie van gereglementeerde informatie<sup>49</sup> (wanneer de uitgegeven aandelen reeds op de beurs zijn genoteerd).<sup>50</sup> Deze vormen van informatieverstrekking zijn gericht op het beleggende publiek als geheel. De bedoeling is (primair) om het beleggende publiek als *collectief* te informeren, en niet (zozeer) om met de *individuele* belegger in contact te treden. Het is vervolgens ook dit collectief dat van de gepubliceerde informatie kennisneemt, en dat onder invloed van analyses en rapportages van voornamelijk professionele partijen de kansen en bedreigingen van de vennootschap op waarde zal schatten. Wanneer nu het beleggende publiek zich als collectief door de misleidende informatie op het verkeerde been laat zetten, hierdoor een (misleidende) positieve marktstemming ontstaat en de belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing vervolgens door deze stemming laat leiden, dan kan de stelling dat het causaal verband tussen de door de bestuurder begane normschending en de door de belegger geleden koersschade ontbreekt enkel vanwege de afwezigheid van *direct* vertrouwen, mijns inziens geen stand houden. Juist de functie van het prospectus en gereglementeerde informatie als instrument om het beleggende publiek als *collectief* te informeren, ondergraaft de gedachte dat de belegger (voor het aannemen van causaal verband) niet op een positieve marktstemming zou mogen afgaan.

Uit het World Online-arrest lijkt overigens te kunnen worden afgeleid dat – in ieder geval bij prospectusaansprakelijkheid – ook de Hoge Raad indirect vertrouwen op misleidende informatie voldoende acht voor het aannemen van causaal verband.<sup>51</sup>

## 5. Uitleiding

Aan de hand van een analyse van de relevante toerekeningsfactoren van art. 6:98 BW beantwoord ik de vraag of voor het aannemen van causaal verband bij bestuurdersaansprakelijkheid voor misleidende informatie steeds is vereist dat de belegger op de misleidende informatie is afgegaan en zijn beleggingsbeslissing daardoor (direct of indirect) is beïnvloed, zonder meer ontkennend. De koersschade van de belegger die bij de aankoop van het litigieuze aandeel slechts op de integriteit

---

<sup>48</sup> Vgl. De Jong 2010, t.a.p., p. 172-173.

<sup>49</sup> Zie voor de wettelijke definitie van 'gereglementeerde informatie' art. 1:1 Wft.

<sup>50</sup> De bestuurder kan zich uiteraard ook schuldig maken aan misleiding van het beleggende publiek door het verspreiden van misleidende ad hoc berichten, maar het is niet erg waarschijnlijk dat een enkel misleidend ad hoc bericht een positieve marktstemming teweeg zal brengen.

<sup>51</sup> HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink (VEB e.a./World Online e.a.), r.o. 4.11.1, vierde volzin.

van de beurskoers – of bij aankoop op de primaire markt: de integriteit van de uitgifteprijs – heeft vertrouwd en die als gevolg van toerekenbaar onrechtmatig handelen van de bestuurder in dit vertrouwen is beschaamd, kan mijns inziens dus zonder meer aan de bestuurder worden toegerekend. Aan de hand van diezelfde toerekeningsfactoren beantwoord ik de vraag of ook het door de belegger *indirect* vertrouwen op de misleidende informatie voldoende is voor het aannemen van causaal verband, zonder meer bevestigend. Ook de koersschade van de belegger die – in plaats van zelf van de misleidende informatie kennis te nemen – is afgegaan op het advies van een adviseur, of is afgegaan op een positieve marktstemming of heersende opinies die door de misleidende informatie in het leven zijn geroepen, kan dus aan de bestuurder worden toegerekend. Deze twee causaliteitsregels getuigen van een soepele invulling van het toerekeningsverband van art. 6:98 BW. Wordt de bestuurder hier bang van? Ik sluit het niet uit. Zijn deze regels daarom onwenselijk? Ik zou zeggen van niet. Willen we bestrijden – voorkomen lijkt me onmogelijk; bang zijn ze toch wel – dat bestuurders bang worden, dan moet de oplossing hiervoor mijns inziens worden gevonden in een op het bestuurderschap toegespitste verhoogde aansprakelijkheidsmaatstaf, en niet in een strenge c.q. strikte invulling van het causaal verband.