

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2011-07



Elke VANDENDRIESSCHE

**Fraud-on-the-market: een causaliteitstheorie
inzake beleggersverliezen**

September 2011

Elke VANDENDRIESSCHE

Fraud-on-the-market: een causaliteitstheorie inzake beleggersverliezen

Abstract

The possibility to obtain compensation for investor losses has gained substantial importance and attention in recent years, since capital markets across Europe have increasingly attracted smaller investors who have substituted traditional savings products offered by the banks for more risk-bearing financial products traded on financial markets. As a consequence of the internet-bubble at the end of the '90s and recently the worldwide financial crisis in 2008-09, many investors suffered considerable investment losses, causing legal practice to consider whether and to what extent investor losses can be recovered from financial institutions, intermediaries, issuers and other market participants. Reported case law however shows that investors are struggling to obtain compensation for their claims. One of the problems they find themselves confronted with is the burden of proof regarding the requirement of causation between the alleged wrongful and the damages they claim. In this paper, the requirement of causation, as it is interpreted and applied in the Belgian courts, is analyzed with respect to investor suits following misstatements to the market. Based on the case law analysis, the paper shows that the courts do not deal with the requirement of causation in a very consistent and uniform manner. An alternative concept to deal with the causation requirement is analyzed, drawing comparisons with US securities fraud cases, and particularly with the fraud on the market-theory.



Fraud-on-the-market: een causaliteitstheorie inzake beleggersverliezen

Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de toepassing van causaliteitstheorieën inzake beleggersverliezen in het Belgisch en het Amerikaans aansprakelijkheidsrecht.

Elke Vandendriessche
Aspirant FWO, UGent, Instituut Financieel Recht

Inleiding

De mogelijkheid om compensatie voor geleden beleggersverliezen te verkrijgen won de jongste jaren sterk aan belang. Er werd vastgesteld dat particulieren in aanzienlijke mate overschakelden van traditionele spaarproducten bij hun vertrouwde bank naar meer risicodragende beleggingsproducten die verhandeld worden op kapitaalmarkten. Als gevolg van de internet-bubbel eind jaar 90 en recentelijk de wereldwijde financiële crisis van 2008-2009 resulteerden veel van deze beleggingen in teleurstellingen, waarbij herhaaldelijk de vraag rees of en in welke mate de beleggers hun verliezen op financiële instellingen of tussenpersonen kunnen verhalen. Gerechtelijke procedures tot compensatie van schadevergoedingen, zowel op contractuele als op extracontractuele basis, kampen doorgaans echter met een aanzienlijke bewijslast. Behalve het bewijs van een fout of wanprestatie moet een eiser-belegger ook bewijzen dat hij schade heeft geleden die in causaal verband staat met de bewezen fout of wanprestatie. Hoewel het bewijs van causaal verband van groot belang blijkt voor het slagen van een vordering tot schadevergoeding, werd aan het causaliteitsconcept bij beleggersverliezen tot dus ver relatief weinig aandacht besteed in de Belgische literatuur.

In wat volgt, wordt dieper ingegaan op de vereiste van causaal verband in de context van beleggersverliezen. In het bijzonder wordt de causaliteitsvereiste bij beleggersverliezen als gevolg van misleidende informatie onderzocht. In dat kader wordt ook betoogd dat een alternatief causaliteitsconcept, aangepast aan het specifieke informatieverwerkingsmechanisme van financiële markten, zou kunnen worden toegepast binnen de bestaande Belgische causaliteitsleer voor de beleggersverliezen als gevolg van misleidende informatie.

Alvorens de Belgische situatie in detail te bespreken, richten we eerst onze aandacht op het Amerikaanse causaliteitsconcept in de context van beleggersverliezen als gevolg van misleidende informatie. In de VS begon men eind de jaren '60 het causaal verband bij beleggersverliezen als gevolg van misleidende informatie vanuit een ander perspectief te benaderen, met name het perspectief van de efficiënte markt-hypothese. Uit de toepassing van de efficiënte markt-hypothese op vorderingen tot compensatie van beleggersverliezen als gevolg van misleidende informatie vloeide de ondertussen nog steeds gehanteerde 'fraud-on-the-market'-doctrine voort.

De fraud-on-market-doctrine houdt in dat een belegger die handelt in effecten waarvan de koers beïnvloed werd door misleidende informatie, vermoed wordt op de juistheid van

informatie te hebben vertrouwd bij de verhandeling van de effecten. In essentie is de fraud-on-the-market-doctrine een causaliteitsvermoeden dat toepassing vindt in gevallen waarbij een groep beleggers schadevergoeding vordert voor geleden koersverliezen tengevolge van een aan- of verkoop van effecten waarover misleidende informatie de markt is in gestuurd. Met dit causaliteitsvermoeden wordt getracht de zware bewijslast die bij dergelijke claims op beleggers rust, enigszins te verlichten teneinde een effectieve beleggersbescherming te kunnen bieden. De invulling van het concept ‘causaliteit’ aan de hand van de fraud-on-the-market doctrine vormt het onderwerp van dit artikel.

In een eerste deel wordt het kader geschetst waarbinnen deze doctrine in de VS toepassing vindt. Daarbij wordt ruim aandacht besteed aan de invulling van het begrip ‘causaal verband’ in het Amerikaanse aansprakelijkheidsrecht op het gebied van effectentransacties. Hoewel op dit moment de efficiënte markthypothese voor verbetering vatbaar lijkt en in de VS ernstig in vraag is gesteld, wordt in dit werk niet op deze kwestie ingegaan. Onze focus ligt op het juridische causaliteitsvraagstuk. In een tweede deel wordt vervolgens nagegaan hoe de Belgische rechtspraak omgaat met de causaliteitsvereiste in de context van beleggersverliezen ingevolge misleidende informatie. Daarnaast wordt ook dieper ingegaan op de verenigbaarheid van de fraud-on-the-market-doctrine met de equivalentieleer in het gemeen aansprakelijkheidsrecht.

I. De rol van informatieverstrekking op de financiële markten

1. De fraud-on-the-market-doctrine (FOM) werd door de Amerikaanse rechtspraak afgeleid uit Rule 10b-5, een regel die misleiding of bedrog in verband met het kopen of verkopen van effecten verbiedt¹. Rule 10b-5 kadert in de transparantieregulering die naar Amerikaanse normen essentieel is om het beleggersvertrouwen te verzekeren. In dit deel wordt kort de functie en het belang van de Amerikaanse transparantieregulering geduid. FOM wordt in het ruimer kader van de transparantieregulering geplaatst waarbij ook de financieel-economische theorie waar FOM hoofdzakelijk op steunt aan bod komt.

Afdeling 1. De filosofie achter de regulering inzake effectenfraude

Nood aan transparantie

2. De Amerikaanse regulering inzake informatieverstrekking in financiële markten vertrekt van het idee dat het beleggersvertrouwen optimaal beschermd wordt door een maximale transparantie op de financiële markten². Ingeval van gebrekkige transparantie zullen beleggers immers wantrouwig worden ten aanzien van de markten, wat hun bereidheid tot investeren kan ondermijnen. Deze vooronderstelling wordt onderbouwd door verschillende theorieën

¹ Zie *infra*, randnummer 9 en volgende met betrekking tot Rule 10b-5.

² “*Sunlight is the best disinfectant, electric light the best policeman*”, Citaat US Supreme Court Justice BRANDEIS (zie: “Other people’s money and how the bankers use it”, *Harper’s Weekly*, 1914).



met betrekking tot informatieasymmetrie tussen kopers en verkopers. De bekendste literatuur in dit verband is ongetwijfeld de theorie van AKERLOF ('*The market for lemons*')³.

Volgens deze theorie zijn beleggers zich bewust van het kennisvoordeel dat de aanbieders van producten en diensten bezitten met betrekking tot de kwaliteit en werkelijke waarde van die diensten en producten. Aangezien de beleggers niet over de nodige kennis en expertise beschikken om de aangeboden diensten en producten zelf correct te waarderen, kunnen malafide aanbieders hun kennisvoordeel uitbuiten door minderwaardige producten en diensten aanbieden tegen relatief hoge prijzen, wetende dat de doorsnee belegger niet in staat is de kwalitatief minderwaardige producten ('*lemons*') van de hoogwaardige ('*plums*') te onderscheiden. Beleggers die zich van deze informatieachterstand bewust zijn, zullen de aangeboden producten onderwaarderen, aangezien zij in de prijs de kans op een minderwaardig product in de prijzen verrekenen. In tegenstelling tot de aanbieders van kwalitatieve producten, die niet bereid zullen worden gevonden hun hoogwaardige producten onder de prijs te verkopen, zullen de aanbieders van minderwaardige producten wel bereid zijn de inferieure producten tegen een iets lagere prijs te verkopen waardoor enkel nog minderwaardige producten worden verkocht. Als gevolg van deze informatieasymmetrie worden dus de hoogst geprijsde, kwalitatieve producten, die door de systematische onderwaardering van de beleggers niet verkocht raken, uit de markt weggeconcurrerd en vervangen door minderwaardige producten. Informatieasymmetrie leidt met andere woorden tot een marktfalen.

3. Toegepast op een weinig transparante financiële markt betekent dit dat eens de beleggers zich ervan bewust worden dat er zowel minderwaardige als hoogwaardige financiële producten worden aangeboden zonder dat deze beleggers in staat zijn een onderscheid te maken tussen beiden, zij de kans op een minderwaardige belegging zullen verrekenen in de prijs die ze willen betalen. Als gevolg van de verminderde bereidwilligheid om hoge prijzen te betalen, neemt de vraag naar de hoogwaardige financiële instrumenten af, hetgeen weerspiegeld wordt in een koersdaling. Indien emittenten van kwalitatieve producten vaststellen dat een beroep op de kapitaalmarkten niet voor de gewenste financiering kan zorgen, is het risico reëel dat deze emittenten de kapitaalmarkt zullen verlaten om alternatieve financieringsbronnen te benutten. Als gevolg van de informatieasymmetrie verdwijnen de hoogwaardige financiële instrumenten bijgevolg uit de markt. Daarenboven ondergaat niet enkel de emittent de gevolgen van de informatieasymmetrie, maar ondervindt ook de belegger bijkomende kosten. Om hun informatiele achterstand wat te verzachten en een correcte waardering te kunnen maken, gaan beleggers immers op zoek naar betrouwbare informatie over de aangeboden effecten (financiële analyses, adviezen, ...). Dit alles resulteert in een aanzienlijke verhoging van de transactiekosten voor kapitaalmarkttransacties, die de liquiditeit en ontwikkeling van kapitaalmarkten ondergraaft.

³ G.A. AKERLOF, "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 1970, vol. 84, 488-500. Het is hierbij enkel de bedoeling inzicht te geven in de problematiek van niet-transparante markten. We beperken ons hier dan ook tot het noodzakelijke en verwijzen voor het overige naar de literatuur ter zake.

4. De rol van transparantieregulering in deze context bestaat erin de kennisasymmetrie tussen kopers en verkopers uit te sluiten⁴. Via transparantieregulering trachten de wetgevers de emittenten – en dus ook de free riders onder hen – te dwingen informatie over hun producten te geven, zowel positieve als negatieve, waardoor men de risico's van de belegging correct kan inschatten. Op die manier worden beleggers in staat gesteld een onderscheid tussen de veilige en risicovolle producten te maken en de belegging naar waarde te schatten.

Interessant hierbij is dat men er lijkt van uit te gaan dat de belegger alle beschikbare informatie ter hand neemt en verwerkt om tot een rationele investeringsbeslissing te komen. Nochtans blijkt uit onderzoek dat bitter weinig beleggers persoonlijk prospectussen, financiële analyses, en andere beschikbare informatie doorwerken⁵. Het positief effect van transparantie op het vertrouwen in de integriteit van de markt vloeit met andere woorden niet voort uit de mogelijkheden die een belegger worden geboden om zich te informeren⁶. Vervolgens rijst de vraag hoe een transparantieregeling dan wel bijdraagt tot het beleggersvertrouwen, hetgeen ons bij de efficiënte markthypothese brengt.

Beursregulering vanuit een andere invalshoek: de efficiënte markt hypothese

1. De efficiënte markthypothese

5. De efficiënte markt hypothese (EMH) werd ontwikkeld in de jaren '60 en biedt een alternatieve verklaring voor de invloed van transparantie op financiële markten. De hypothese gaat uit van het principe dat in een efficiënte markt alle relevante informatie inzake de verhandelde effecten weerspiegeld wordt in de prijs⁷. Op basis van al dan niet op grond van transparantieregelen te verspreiden informatie onderzoeken bijvoorbeeld financiële analisten of het al dan niet aan te bevelen is in een bepaald effect te investeren. Het gaat daarbij om informatie in verband met verwachte economische tendensen, rapporten en verslagen vrijgegeven door emittenten, persberichten enzovoort. Dergelijke analyses en aanbevelingen worden op de voet gevolgd door een doorgaans beperkte groep van professionele beleggers, zoals onder meer financiële instellingen, effectenmakelaars en beleggingsfondsen⁸. Deze 'geïnformeerde' beleggers zullen met het aan- en verkopen van effecten op de berichtgeving

⁴ Zie ook: K. VANDERHEYDEN, S. BOGAERTS, B. CLERCKX, P. D'HONDT en G.M. GOLLIER, *Openbare aanbiedingen en prospectus: de wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007, 259 e.v.

⁵ H. KRIPKE, "The myth of the informed Layman", *Bus. Law.* 1973, vol. 28, 631-639; P.J. ENGELEN, *Informatieverstrekking door beursgenoteerde vennootschappen*, Antwerpen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1999, 262; P.J. ENGELEN, "Hoe communiceren beursgenoteerde vennootschappen met de financiële markten? Naar een nieuwe beleidsdoelstelling voor beursregulering", *V&F* 2000, 101-102.

⁶ "This [goal of equal access to information] is as unsophisticated as the investors it is supposed to protect", citaat uit F. EASTERBROOK en D.J. FISCHER, "Mandatory disclosure and the protection of investors", *Va. L. Rev.* 1984, vol. 70, (669) 694.

⁷ Zie voor meer: E. FAMA, "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journ. Fin.* 1970, vol. 10, 383-417; J.N. GORDON en L.A. KORNHAUSER, "Efficient markets, costly information and securities research", *N. Y. U. L. Rev.* 1985, vol. 60, (761) 834; R.J. GILSON en R. KRAAKMAN, "The mechanisms of market efficiency", *Va. L. Rev.* 1984, vol. 28, 549-644.

⁸ Zie Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, "The essential role of securities regulation", *Duke L. J.* 2006, vol. 55, (711) 723 e.v.

reageren⁹. Daardoor worden vraag en aanbod van effecten beïnvloed, wat op zijn beurt weerspiegeld zal worden in de koers van de effecten¹⁰.

Hierboven stelden we reeds dat de grote groep van beleggers zich niet persoonlijk op de hoogte stelt van de beschikbare financiële informatie¹¹. Deze groep zal zich daarentegen veelal op de fluctuaties in de markt steunen of afgaan op advies, aanbevelingen of beleggingsbeslissingen van professionele beleggers in het nemen van zijn investeringsbeslissingen, en dus op de prijsbewegingen¹². Dit vormt de grondslag van de EMH. Aangezien de koersen op grond van beschikbare informatie fluctueren, is het ook niet nodig dat beleggers uitgebreid onderzoek doen naar de beschikbare informatie alvorens een investering te doen. De koersen op een efficiënte markt reflecteren immers alle relevante beschikbare informatie ingevolge de reacties van professionele marktparticipanten op financiële analyses, boekhoudkundige gegevens en andere publiek gemaakte informatie¹³. Het gedrag van de geïnformeerde beleggers als reactie op de beschikbare informatie bepaalt met andere woorden de koersbewegingen op de markt, waarop de doorsnee-belegger zich baseert. In die zin weerspiegelt de koers dus de informatie die over een effect beschikbaar is, en kan de koers als waardemeter van de aangeboden effecten fungeren¹⁴.

6. De mate en snelheid waarin een markt de door professionele beleggers verwerkte informatie absorbeert, bepaalt de graad van efficiëntie van de markt, of anders gesteld, de mate waarin de koersen als betrouwbare parameters mogen worden beschouwd¹⁵. De voornaamste voorwaarde voor een efficiënte markt is het open karakter van een markt. Hiermee wordt bedoeld een markt die gekenmerkt wordt door een actieve verhandeling van effecten zodat de koers de actuele waarde en dus de recentste informatie reflecteert. In wat

⁹ D.R. FISCHER, "Use of modern finance theory in securities fraud cases involving actively traded securities", *Bus. Law.* 1982, vol. 38, (1) 4.

¹⁰ Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, "The essential role of securities regulation", *Duke L. J.* 2006, vol. 55, (711) 726 e.v.

¹¹ *Supra* randnr. 4.

¹² D.R. FISCHER, "Use of modern finance theory", *supra* noot 8, 4 e.v.

¹³ *Ibid.* 4 e.v.

¹⁴ P.J. ENGELLEN, *Informatieverstreking door beursgenoteerde vennootschappen*, Antwerpen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1999, nr. 21.

¹⁵ Er wordt in de EMH een onderscheid gemaakt op basis van de graad van efficiëntie. Daarbij worden drie gradaties van efficiëntie onderscheiden: de sterke vorm, de half-sterke vorm en de zwakke vorm. Zie hierover: D.R. FISCHER, "Efficient capital markets, the crash and the fraud on the market theory", *Cornell L. Rev.* 1988-1989, vol. 74, (908) 911; R.J. GILSON en R. KRAAKMAN, "The mechanisms of market efficiency", *Va. L. Rev.* 1984, vol. 28, 549; P.J. ENGELLEN, *Informatieverstreking door beursgenoteerde vennootschappen*, Antwerpen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1999, nr. 12 en 13. Zie voor een overzicht met betrekking tot efficiëntie op de Beurs van Brussel: R. GILLET, "Efficiency informationelle de la Bourse de Bruxelles: une synthèse", *Bank en financiewezen* 1992/2, 75-83 en de verwijzingen daar. Onderzoek bevestigde trouwens het bestaan van de zwakke en de semi-sterke vorm van de EMH, maar niet de sterke vorm; zie hiervoor o.m. E. FAMA, "Efficient capital markets II", *Journal of Finance* 1991, vol. 46, 1575-1617; R.A. HAUGEN, *Modern Investment Theory*, Prentice Hall, Englewood cliffs, NJ, 1997, hoofdstuk 24. Rechtspraak en doctrine nemen aan dat FOM op de semi-sterke vorm steunt, hoewel het Supreme Court dat niet expliciet bevestigd heeft. Niettemin is men het erover eens dat het Supreme Court zich in zijn arresten op basis van de EMH impliciet, maar duidelijk, op de halfsterke vorm heeft gebaseerd. Zie voor een analyse: J.R. MACEY en G.P. MILLER, "Good finance, bad economics: an analysis of the Fraud-on-the-market theory", *Stan. L.Rev.* 1990, vol. 42, (1059) 1077-1079; L.A. STOUT, "The mechanisms of market efficiency", *J. Corp. L.* 2003, vol. 28, 635-669.

volgt, gaan we dieper in op het verband tussen de EMH en het aansprakelijkheidsrecht inzake effectentransacties.

2. Het verband tussen de EMH en fraud-on-the-market-doctrine

7. Het hiervoor beschreven mechanisme via hetwelk de beschikbare informatie in de koers wordt gereflecteerd, betekent eveneens dat indien er onvolledige of onjuiste informatie wordt verspreid, ook deze gebrekkige informatie in de koers zal worden weerspiegeld. Wanneer een genoteerde onderneming of de emittent van financiële instrumenten immers belangrijke informatie achterhoudt of onjuiste informatie bekend maakt, zullen de (professionele) beleggers die zich niet bewust zijn van de misleiding hun gedrag op die informatie afstemmen. Zij worden met andere woorden door de informatie of het gebrek daaraan misleid in het nemen van hun aan- en verkoopbeslissingen. Door hun beslissingen tot aan- en verkoop worden echter ook vraag en aanbod van die effecten beïnvloed, wat op zijn beurt dan weer de koersen beïnvloedt. Aangezien nu een doorsnee-belegger zijn beslissing tot aan- of verkoop van effecten op de koersen en de fluctuaties daarin steunt, wordt bijgevolg ook hij onrechtstreeks misleid hoewel hij de concrete misleidende informatie zelf niet kent, laat staan in zijn beleggingsbeslissing verwerkt heeft¹⁶. Als gevolg van de kunstmatig opgedreven of hoog gehouden koersen betaalt de koper immers meer dan hij voor dezelfde effecten zou hebben betaald indien er geen misleiding zou zijn geweest. De FOM-theorie vertrekt van deze vaststelling om een doctrine te formuleren met betrekking tot causaliteit bij aansprakelijkheid als gevolg van misleiding in de effectenhandel.

Concreet stelt de FOM-theorie dat telkens wanneer de aanwezigheid van misleidende of onvolledige informatie in de markt een weerslag heeft op de koers van een effect, voor elke belegger die op dat moment in die effecten heeft gehandeld en daardoor schade heeft geleden, geldt dat de schade in causaal verband staat met de misleiding¹⁷. Dit betekent dat een belegger niet langer hoeft aan te tonen dat hij de misleidende informatie zelf gehoord of gelezen had om het causaal verband tussen de misleiding en zijn schade te bewijzen. Aangezien de EMH-hypothese ervan uitgaat dat alle, ook misleidende of onvolledige informatie in de koers wordt verdisconteerd, ondergaan alle beleggers die tegen deze koers handelen de effecten van die informatie in de markt. In wat volgt gaan we na hoe de Amerikaanse rechtspraak met de FOM-doctrine omgaat in aansprakelijkheidsprocedures inzake misleiding met betrekking tot effectentransacties.

¹⁶ D.R. FISCHER, "Efficient", *supra* noot 14, (907) 909 e.v.; D.R. FISCHER, "Use of modern finance theory", *supra* noot 8, (1) 1; J. BRETWOOD, "The fraud-on-the-market theory: a contrarian view", *Emory L.J.* 1989, (1269) 1270; D.M. BRODSKY EN J.G. HAMMEL, "The fraud on the market theory and securities fraud claims", *New York Law Journal*, 24 oktober 2003, vol. 230, nr. 82; N.L. GEORGAKOPOULOS, "Frauds, markets, and fraud-on-the-market: the tortured transition of justifiable reliance from deceit to securities fraud", *U. Miami L. Rev.* 1995, vol. 49, (621) 722 e.v.; B. CORNELL EN J. RUTTEN, "Market efficiency, crashes and securities litigation", *Tul. L. Rev.* 2006, vol. 81, 443-471; R.N. RAPP, "Rule 10b-5 and 'fraud-on-the-market' – Heavy seas meet tranquil shores", *Wash. & Lee L. Rev.* 1982, vol. 39, (861) 863 e.v.; J.R. MACEY, J.P. MILLER, M.L. MITCHELL EN J.M. NETTER, "Lessons from financial economics, materiality, reliance and extending the reach of *Basic v. Levinson*", *Va. L. R.* 1991, vol. 77, 1017.

¹⁷ D.R. FISCHER, "Use of modern finance theory", *supra* noot 8, (1) 10.

II. De oorsprong en toepassing van Fraud-on-the-market in het Amerikaans recht

8. In dit deel wordt nagegaan hoe de EMH in de VS toepassing in het recht heeft gevonden. Kenmerkend voor de common law case law method is dat de EMH niet in de wetgeving werd geïmplementeerd, maar via de rechtspraak betekenis kreeg. We overlopen kort de geldende toepassingsvoorwaarden voor een vordering tot schadevergoeding in het kader van misleidende financiële informatie, om vervolgens dieper in te gaan op de causaliteitsvereiste.

Afdeling 1. Fraude in Rule 10b-5: toepassingsvoorwaarden

Algemeen

9. Het FOM-leerstuk, zoals het door het Supreme Court werd ontwikkeld, vindt zijn grondslag in Rule 10b-5. Rule 10b-5 werd door de Securities and Exchange Commission (SEC) ingevoerd¹⁸ in uitvoering van de algemene bepaling van section 10b van de Securities Exchange Act 1934 (SEA 1934) die de grondslag van het verbod op marktmanipulatie vormt¹⁹. Rule 10b-5 biedt de wettelijke grondslag voor beleggers om emittenten of genoteerde ondernemingen aansprakelijk te stellen voor schade ten gevolge van misleidende informatie²⁰.

10. Misleiding in de context van Rule 10b-5 veronderstelt een verkeerde weergave van de feiten door hetzij het geven van onjuiste informatie, hetzij het verzwijgen van informatie²¹. Die misleiding moet uitgaan van de emittent of personen gemachtigd om in naam van de emittent te spreken. Daarenboven moet de misleiding relevant zijn (*'material'*, of nog: *'wezenlijk'*), in die zin dat naar alle waarschijnlijkheid een redelijk belegger er belang aan hecht in zijn beslissing om een verrichting in effecten te stellen²². Het Supreme Court beschouwt een misleiding ook als relevant indien de verzwegen informatie van die aard is dat de bekendmaking ervan het totaalbeeld gevormd door het geheel aan beschikbare informatie voor een redelijk belegger aanzienlijk zou veranderd hebben²³.

¹⁸ 17 CFR §240.10b-5.

¹⁹ 15 U. S. C. §78j.

²⁰ Dat particulieren schadevergoeding kunnen eisen op grond van Rule 10b-5 volgt uit *Herman & McLean v. Huddleson*, 459 U.S. 375, 380 (1983); *Superintendent of Ins. of N.Y. v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U.S. 6, 13, n.9 (1971). Zie voor de reikwijdte van de *'private cause of action'*: *Blue Chip v. Manor Drug Stores*, 421 U.S., 723 (1975); *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462 (1977). Zie in dit verband ook: E. CHAFFEE, "Beyond Blue Chip: Issuer standing to seek injunctive relief under section 10(b) and Rule 10b-5 without the purchase or sale of a security", *Seton Hall L. Rev.* 2006, vol. 36, 1135-1178.

²¹ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d. 833 (2nd Cir. 1968).

²² Zie o.m.: *Santa Fe Industries, Inc., v. Green*, U.S. 462, 476-477 (1977); *TSC Indus, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976); *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457 (2d Cir. 1985); *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 232 (1988).

²³ *TSC Indus, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 449 (1976); zie ook: P.H. HUANG, "Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking the Materiality of Information and the Reasonableness of Investors", *Supreme Court Economic Review* 13(1), 99-131.

Het concept ‘relevant’ werd als loutere feitenkwesitie doorheen talrijke vonnissen en arresten ontwikkeld en maakt nog steeds het voorwerp uit van verdere verfijningen²⁴. Naar aanleiding van de vele betwistingen ontwikkelden zich doctrines met betrekking tot de relevantie van informatie²⁵. Desalniettemin spreekt het voor zich dat een voorspelling inzake de relevantie hoe dan ook hoogst onzeker is door het pure feitelijke karakter van het begrip²⁶. Bij hoven en rechtbanken heerst frustratie over dit concept daar rechters de grens tussen relevant en irrelevant vaak vaag en onzeker vinden²⁷.

11. Naast de vereiste van de relevantie van de misleiding is ook de kennisvereiste een vaste voorwaarde in de rechtspraak om een vordering op grond van Rule 10b-5 te laten slagen. In *Ernst & Ernst v. Hochfelder* oordeelde het Supreme Court dat de belegger-eiser ‘kennis’ in hoofde van de emittent-verweerder met betrekking tot het misleidend karakter van de informatie, of het verzwijgen daarvan, moet bewijzen²⁸. De emittent moet met andere woorden ‘willens en wetens’ de misleiding hebben begaan. Het hof verwierp in deze zaak de vordering tot schadevergoeding op grond van Rule 10b-5 omdat enkel nalatigheid, maar geen bewuste intentie om te misleiden in hoofde van de verweerder kon worden bewezen. Niettemin zetten de rechters de deur op een kier voor een uitbreiding van het begrip door te stellen dat in bepaalde omstandigheden roekeloos gedrag wel als ‘*scienter*’ zou kunnen worden beschouwd. Tot op vandaag heeft het Supreme Court de kwesitie van de roekeloosheid niet bevestigd, zij het dat de lagere hoven en rechtbanken roekeloosheid in een beperkte interpretatie als voldoende beschouwen in het kader van Rule 10b-5²⁹.

Het kennisvereiste kent overigens geen uitzonderingen of rechtvaardigingsgronden. Ook indien een vennootschap bijvoorbeeld bepaalde informatie verzwijgt om zich tegen de

²⁴ Zie o.m.: In re Burlington Coat Factory Sec. Litig., 114 F.3d 1410 (3^d Cir. 1997): verklaringen over de toekomstperspectieven van de emittent kunnen een grond tot aansprakelijkheid zijn indien ze geen redelijke basis hebben. Een louter algemene, niet-specifieke verklaring van optimisme of hoop inzake netto omzet en omzet per aandeel kan dan weer geen basis tot vorderen zijn. *Anders*: Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165 (3^d Cir. 2000): de aankondiging dat de vennootschap haar omzet zal herzien is wezenlijk ondanks waarschuwingen voor het gevaar om op specifieke, geïdentificeerde getallen te vertrouwen. *Ook*: United States v. Smith, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998): ‘softe’, vooruitblikkende informatie kan wezenlijk zijn in het licht van Rule 10b-5. *Vergelijk*: Isquith v. Middle South Utils., Inc., 847 F.2d 186 (5th Cir. 1988): Er is geen verplichting tot bekendmaking ingeval het gaat om pure speculatie, maar indien er een gegronde basis voor de voorspellingen bestaat moeten ze accuraat bekend gemaakt worden.

²⁵ Zo is er bijvoorbeeld de ‘bespeaks caution’ doctrine die stelt dat wat prospectieve informatie betreft, er geen vorderingen mogelijk zijn op grond van deze verklaringen indien de verklaringen gepaard gaan met mededelingen die wijzen op voorzichtigheid en behoedzaamheid, zie: Donald J. Trump Casino Sec. Litig., 7 F.3d 357, 371 (3^d Cir. 1993). Deze doctrine werd gecodificeerd in §21 E van de Securities Exchange Act 1934 d.m.v. de Private Securities Litigation Reform Act (1995).

²⁶ Dit werd door zowel de hoven als het Supreme Court ook duidelijk gemaakt: Greenfield v. Hublein, Inc., 742 F.2d 751 (3^d Cir. 1984); Flamm v. Eberstadt, 814 F.2d 1169 (7th Cir.), *cert. denied*, 484 U.S. 853 (1987).

²⁷ Zie bvb. SEC v. Bausch & Lomb, Inc., 565 F.2d 8, 10 (2^d Cir. 1977): in dit arrest wordt de voorwaarde inzake wezenlijkheid onvoorspelbaar en ongrijpbaar (*elusive*) genoemd.

²⁸ Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

²⁹ De interpretatie van het begrip ‘roekeloos’ is beperkt in die zin dat loutere onachtzaamheid niet volstaat. Zie o.m. Sundstrand Corp. v. Sun Chem. Corp., 553 F.2d 1033, 1045 (7th Cir. 1977); Alpern v. Utilicorp United, Inc., 84 F.3d 1525, 1534 (8th Cir. 1996); Provenz v. Miller, 102, F.3d 1478, 1490 (9th Cir. 1996); SEC v. Steadman, 967 F.2d, 636, 641-642 (D.C. Cir. 1992); Zie ook T.L. HAZEN, *The law of securities regulation*, 1990, West Publishing Co, 685 en de verwijzingen daar; A. VASHISTA, D.R. JOHNSON en M.S. CHOUDHURY, “Securities fraud”, *Am. Crim. L. Rev.* 2005, vol. 42, (877) 885 en de verwijzingen daar.

concurrentie te beschermen, is er sprake van misleiding³⁰. In de literatuur werd dan ook meermaals geopperd dat het een vennootschap in bepaalde omstandigheden toegestaan moet worden vertrouwelijke informatie niet openbaar te maken³¹. Tot dusver is er echter geen rechtspraak in die zin en werden dergelijke argumenten zelfs uitdrukkelijk afgewezen³².

12. Sinds 1995 voegt de Private Securities Litigation Reform Act aan de vereiste van ‘kennis’ toe dat de belegger-eiser feiten moet kunnen invoeren die een sterk vermoeden van kwade trouw doen rijzen (*‘state of mind’*)³³. Bijkomend moet de eiser verduidelijken en motiveren welke verklaringen precies misleidend zijn. Het Supreme Court interpreteerde deze vereiste in die zin dat er overtuigend en dwingend bewijs van ‘kennis’ van de misleiding moet voorliggen³⁴.

Causaal verband tussen de misleidende informatie en de effectentransactie

13. In het kader van een aansprakelijkheidsvordering moet de beweerdelijk benadeelde belegger het causaal verband tussen de misleiding, de beslissing tot aan- of verkoop en de schade bewijzen. In tegenstelling tot het Belgische aansprakelijkheidsrecht kent het Amerikaans recht een tweeledig causaliteitsconcept. Dit causaliteitsbegrip werd ontwikkeld door de rechtspraak en bestaat enerzijds uit het causaal verband tussen de misleiding en de beslissing om een effectenverrichting te stellen (*‘transaction causation’* of *‘reliance’*), anderzijds uit het causaal verband tussen de misleiding en de schade (*‘loss causation’*).

1. ‘Transaction causation’: oorsprong en betekenis

14. Om aan de voorwaarde van ‘transaction causation’ te voldoen moet een eiser bewijzen dat hij in die mate op de misleidende informatie of het misleidend stilzwijgen heeft vertrouwd, dat hij zonder die misleiding niet tot de transactie zou zijn overgegaan³⁵. Deze causaliteitsvoorwaarde wordt door de rechter afgetoetst aan de hand van de ‘but for’-test, die inhoudt dat de rechter nagaat of de belegger ook zonder de misleiding een effectenverrichting

³⁰ Zo werd bijvoorbeeld geopperd dat indien onderhandelingen inzake een mogelijke fusie gaande zijn, men dit voor de concurrentie moet kunnen verbergen. Dit argument werd in *Basic v. Levinson* echter niet aanvaard (*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 239 (1988)).

³¹ Zie hiervoor: J.R. MACEY en G.P. MILLER, “Good finance, bad economics: an analysis of the Fraud-on-the-market theory”, *Stan. L.Rev.* 1990, vol. 42, 1069 e.v.; I. AYRES, “Back to Basics: regulating how corporations speak to the market”, *Va L.R.* 1991, vol. 77, 945; M. KAHAN, “Games, lies and securities fraud”, *N.Y.U.L. Rev.* 1992, vol. 67, 750- 800. Vergelijk ook: Art. 6(2) Richtlijn 2003/6 van het Europees Parlement en de Commissie, 28 januari 2003, betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *P.B., L. 96*, 12 april 2003, dat voorziet in de mogelijkheid tot uitstel van bekendmaking van koersgevoelige informatie op eigen verantwoordelijkheid van de emittent met als doel de rechtmatige belangen van deze laatste te beschermen.

³² Zie bijvoorbeeld *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 241 (1988).

³³ Vorderingen op grond van Rule 10b-5 vereisen ‘with particularity facts giving rise to a strong interference that the defendant acted with the required state of mind’, 15 U.S.C. §78u-4(b)(2) (2000).

³⁴ *Tellabs, Inc. v. Makor Issues and Rights*, 551 U.S. No. 06-484 (2007).

³⁵ In wezen is de voorwaarde van vertrouwen een uitvloeisel van de voorwaarde met betrekking tot de wezenlijkheid (*‘materiality’*). De misleiding zal maar wezenlijk zijn als ze van invloed kan geweest zijn op de beleggingsbeslissing van de belegger, en omgekeerd: als een misleiding invloed heeft gehad, is het een wezenlijke misleiding geweest.

zou hebben gesteld³⁶. Enkel indien de belegger anders zou gehandeld hebben zonder de misleiding, is er ‘transaction causation’³⁷.

Concreet moet een eiser bewijzen dat hij de misleidende informatie gelezen of gehoord heeft, en op grond van die informatie tot de aan- of verkoop van effecten besloten heeft. Het spreekt voor zich dat dit bijzonder moeilijk te bewijzen valt, temeer daar beleggers zich in de praktijk veelal niet informeren en er dus in vele gevallen helemaal geen ‘transaction causation’ is. Ook zonder de misleiding zou de belegger doorgaans het effect gekocht of verkocht hebben, zij het tegen een andere prijs louter omdat de koers in dat geval niet zou zijn aangetast door de misleiding. In die zin is de voorwaarde van ‘transaction causation’ dan ook niet helemaal aangepast aan de context van de effectenhandel³⁸.

15. De reden waarom de rechtspraak toch deze voorwaarde stelt, is eenvoudigweg omdat deze vereiste traditioneel in de context van de klassieke torts ‘deceit’ en ‘misrepresentation’ werd toegepast³⁹. Rule 10b-5 werd namelijk van deze algemene torts afgeleid om specifiek toepassing te vinden in het kader van effectenfraude door misleiding⁴⁰. Het gevolg hiervan is dat de voorwaarden van klassieke torts analoog op Rule 10b-5 worden toegepast, hoewel de context van het traditionele ‘deceit’ fundamenteel verschilt van de context van de effectenfraude⁴¹. De klassieke tort wordt gewoonlijk toegepast in het kader van misleiding in gesloten goederenmarkten⁴². Op dergelijke markten staan koper en verkoper reeds tegenover elkaar zonder dat daarbij nog andere partijen betrokken zijn. Aangezien de verkoper als enige partij over de informatie beschikt die noodzakelijk is om het product correct te waarderen, bevindt deze laatste zich doorgaans in een machtspositie. Indien een verkoper zijn kennisvoordeel hierbij misbruikt en de koper verkeerd informeert of belangrijke informatie achterhoudt over het goed, kan de koper op grond van bedrog schadevergoeding eisen voor het teveel betaalde. Daartoe moet de benadeelde wel aantonen dat de misleiding

³⁶ T.L. HAZEN, *securities regulation*, *supra* noot 28, 702-703.

³⁷ *List v. Fashion Park, Inc.* 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965).

³⁸ Zie ook: M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 832-833.

³⁹ Zie bijvoorbeeld de referentie aan deze common law torts in *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005), in 343. Zie ook: J.C.P. GOLDBERG, A.J. SEBOK en B.C. ZIPURSKY, “The place of reliance in fraud”, *Ariz. L. Rev.* 2006, vol. 48, 1004 e.v.; N.L. GEORGAKOPOULOS, “Frauds, markets, and fraud-on-the-market: the tortured transition of justifiable reliance from deceit to securities fraud”, *U. Miami L. Rev.* 1995, vol. 49, 621-730.

⁴⁰ “Private securities fraud actions judicially implied under this section [§10(b)] have “common-law roots” *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 344 (2005); en “resemble in many (but not all) respects common-law deceit and misrepresentation actions.” *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 343 (citaat uit: *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 744 (1975)); Rule 10b-5 is “essentially a tort claim”, *Moody v. Bach & Co.*, 570 F.2d 527 (5th Cir. 1978). Zie hierover ook: N.L. GEORGAKOPOULOS, “Frauds, markets, and fraud-on-the-market: the tortured transition of justifiable reliance from deceit to securities fraud”, *U. Miami L. Rev.* 1995, vol. 49, 621-630; D.C. LANGEVOORT, “Basic at twenty: Rethinking Fraud on the market”, 2007, beschikbaar op: <http://ssrn.com/abstract=1026316>, 7 e.v.

⁴¹ “Although actions under § 10(b) are “distinct from” common-law causes of action”, *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 244 n.22 (1988).

⁴² N.L. GEORGAKOPOULOS, “Frauds, markets, and fraud-on-the-market: the tortured transition of justifiable reliance from deceit to securities fraud”, *U. Miami L. Rev.* 1995, vol. 49, (621) 676 e.v.; M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 831; D.R. FISCHER, “Use of modern finance theory”, *supra* noot 8, (1) 13.

van wezenlijk belang was, in die zin dat hij de koop niet gesloten zou hebben indien hij juist en volledig geïnformeerd was geweest⁴³.

16. De moderne effectenhandel verschilt van die context doordat het een open markt is waarin verschillende verkopers tegenover verschillende kopers staan⁴⁴. Het informatiemechanisme op een open markt werkt fundamenteel anders vergeleken met een gesloten markt, tenminste indien de effecten op de markt actief worden verhandeld⁴⁵. Op efficiënte markten wordt het onderscheid tussen relevante en irrelevante informatie voor de beleggers immers door het marktmechanisme gemaakt⁴⁶. Op grond van de EMH stelden we reeds dat relevante informatie door een beperkte groep onderlegde geïnformeerde beleggers wordt opgepikt en hun beleggingsstrategieën bepaalt⁴⁷. Door de wijzigingen in vraag en aanbod die daarvan het gevolg zijn, worden de koersen beïnvloed. Ingevolge de koersfluctuaties reageert vervolgens de grote groep van beleggers door op basis van de nieuw gevormde koersen tot het aankopen en verkopen van effecten te beslissen, wat opnieuw de koersen zal beïnvloeden. Kortom, relevante informatie wordt via het gedrag van de geïnformeerde beleggers in de koersen geabsorbeerd, terwijl andere beleggers zich hoofdzakelijk op deze koersen baseren om over de aan- of verkoop van effecten te beslissen⁴⁸. Er is wat informatie betreft met andere woorden geen (rechtstreekse) afhankelijkheid meer van de tegenpartij die men in de meeste gevallen niet eens kent. Bovendien kopen en verkopen de beleggers ongeacht een eventuele misleiding. Het enige effect van de misleiding is dat zij zonder de misleiding tegen andere prijzen zouden hebben gehandeld, aangezien de koersen in dat geval niet zouden zijn aangetast⁴⁹.

17. Dit alles heeft tot gevolg dat het traditionele causaliteitsbegrip niet te verenigen is met de gang van zaken op efficiënte effectenmarkten. In de literatuur werd daarom gepleit voor een aanpassing van ‘transaction causation’ in de context van de effectenhandel⁵⁰, hetgeen uiteindelijk ook weerklank vond in de rechtspraak. In deze context kan ook nog verwezen worden naar de wettelijke aansprakelijkheidsregeling voor misleidende prospectussen en andere informatie rond de publieke aanbiedingen van nieuw uitgegeven financiële instrumenten. Ook in geval van prospectusaansprakelijkheid wordt in de Amerikaanse wetgeving in een vermoeden van causaal verband voorzien⁵¹, waarbij een belegger aanspraak kan maken op een schadevergoeding die gelijk staat aan het verschil tussen de betaalde prijs voor het effect en de werkelijke waarde van het effect, zoals het door experts begroot wordt in een identieke situatie zonder de factor van de misleiding (de zgn. ‘*out of the pocket damages*’). De causaliteitsbenadering in het wettelijk aansprakelijkheidsregime met

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ D.R. FISCHER, “Efficient”, *supra* noot 14, (907) 910 e.v.

⁴⁶ Z. GOSHEN en G. PARCHOMOVSKY, “The essential role of securities regulation”, *Duke L. J.* 2006, vol. 55, (711) 726 e.v.

⁴⁷ *Supra* randnr. 5 en de verwijzingen daar.

⁴⁸ *Supra* randnr. 5 e.v. en de verwijzingen daar in dit verband.

⁴⁹ M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 832-833.

⁵⁰ D.R. FISCHER, “Efficient”, *supra* noot 14, (907) 910-912.

⁵¹ §11 en §12 Securities Act 1933.

betrekking tot publieke aanbiedingen op de primaire markt is bijzonder gelijkaardig aan het causaliteitsconcept dat de rechtspraak in het kader van de FOM-doctrine ontwikkelde.

2. Evolutie in de rechtspraak

18. *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* was de eerste stap in de evolutie van het causaliteitsbegrip⁵². In dit arrest oordeelde het Amerikaanse Supreme Court dat causaal verband tussen het verzwijgen van wezenlijke informatie en de transactie weerlegbaar kan worden vermoed. Het Supreme Court besloot hiertoe op grond van de vaststelling dat het bewijs van causaliteit tussen het verzuim inzake informatieverstrekking en de door de beleggers op grond van die informatie verrichte aan- of verkoop bijzonder moeilijk te leveren is, ook in een gesloten marktsituatie zoals hier het geval was⁵³. De verweerder kan het vermoeden weerleggen door aan te tonen dat de informatie niet wezenlijk was, dan wel dat de eiser er niet op vertrouwd heeft⁵⁴.

19. Deze uitspraak leidde tot verwarring bij de hoven en rechtbanken. Rechters toonden zich in vele gevallen terughoudend ten aanzien van het *Ute-vermoeden* en weigerden het vermoeden uit te breiden naar open markttransacties en naar eisen waar de misleiding niet uit een verzuim inzake informatieverstrekking voortvloeide, maar daarentegen het gevolg was van het actief verstrekken van (onjuiste) informatie. Pas in *Basic v. Levinson* aanvaardde het Supreme Court een algemene toepassing van dit weerlegbaar vermoeden door het aanvaarden van de FOM-doctrine⁵⁵.

20. In *Basic v. Levinson* aanvaardde het Supreme Court immers expliciet de FOM-doctrine door de vereiste van ‘transaction causation’ als een weerlegbaar vermoeden te formuleren⁵⁶. De feiten aan de basis van deze beslissing waren de volgende. In 1978 maakte de vennootschap Basic bekend dat ze zou fuseren met een andere vennootschap. Gedurende de twee jaar voorafgaand aan deze bekendmaking had Basic nochtans tot driemaal toe expliciet publiek ontkend dat er onderhandelingen over een fusie aan de gang waren. Beleggers die hun aandelen in Basic gedurende die periode van twee jaar hadden verkocht, startten een vordering tot schadevergoeding waarin zij stelden dat zij door de mededelingen van Basic misleid waren geweest en hun aandelen tegen een kunstmatig laaggehouden koers hadden verkocht. Had Basic niet gelogen over het bestaan van de onderhandelingen, dan had dat immers ongetwijfeld een positief effect op de koers gehad en hadden de beleggers tegen een hogere prijs kunnen verkopen.

De beleggers stelden hun vordering in door middel van een class action. Om via een class action vergoeding te kunnen krijgen, moeten de eisers van de class aantonen dat hun

⁵² *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972) In casu had een bank aandelen gekocht van de eisers zonder hen te vertellen dat de prijs die zij boden onder de koers van de secundaire markt lag.

⁵³ In *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972) ging het immers om een rechtstreekse transactie tussen de bank-verweerder en de beleggers-eisers waarbij de aandelen van de eisers niet op basis van de koersprijs, maar op basis van een onderling afgesproken prijs werd verkocht, waarbij de afgesproken prijs lager lag dan de actuele koers van de aandelen (hetgeen door de bank verzwegen werd ten aanzien van de eisers).

⁵⁴ T.L. HAZEN, *securities regulation*, *supra* noot 28, 696.

⁵⁵ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 241 (1988).

⁵⁶ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 241 (1988).

vorderingen in overwegende mate gemeenschappelijke kenmerken vertonen⁵⁷. Voor wat betreft transaction causation houdt dit in dat elke eiser van de class moet bewijzen op de misleiding te hebben vertrouwd bij de beslissing tot het verkopen van het aandeel. Door de moeilijkheid om dit op algemene wijze aan te tonen, strandden vele class actions op grond van Rule 10b-5 in dit stadium van de procedure. In *Basic* nam het hof echter op grond van de FOM-theorie aan dat de mededelingen van *Basic* de koers kunstmatig laag hadden gehouden waardoor elke belegger die tegen deze koers had verkocht, misleid was⁵⁸. Het hof nam met andere woorden aan dat, ook al hadden eisers zich niet op de mededelingen zelf gebaseerd, ze toch onrechtstreeks misleid waren geworden door de mededelingen door te verkopen tegen een aangetaste prijs. Het hof stelde daarbij evenwel dat dit vermoeden van misleiding weerlegbaar is en kan omgekeerd worden door te bewijzen dat hetzij de belegger wist dat de informatie misleidend was, hetzij dat de misleidende informatie helemaal niet relevant (*'material'*)⁵⁹.

21. Bovendien geldt het causaliteitsvermoeden enkel ten aanzien van degene die de misleiding rechtstreeks veroorzaakte⁶⁰. Dit wordt het principe van *'primary liability'* genoemd⁶¹. Meer bepaald kan het vermoeden niet aangewend worden tegen de medeplichtigen of derden die de emittent geholpen hebben bij de misleiding (*'secondary'* of *'scheme liability'*)⁶². Zo oordeelde het Supreme Court recent nog in *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta* dat de FOM-doctrine niet kon worden toegepast ten aanzien van leveranciers van de emittent (Charter) die deze laatste geholpen hadden bij het opzetten van een fraudeconstructie⁶³. Twee leveranciers hadden er immers in toegestemd dat Charter \$20 meer zou betalen per geleverd product, op voorwaarde dat de leveranciers ten belope van de \$20 adverteertijd bij de emittent (die kabel-tv, internetverbindingen enz. aanbiedt) zouden kopen. Via deze constructie kon de emittent de boekhouding vervalsen waardoor verliezen werden toegedekt. Toen de fraude bekend raakte, daalden de koersen waardoor *Stoneridge*, als benadeelde belegger, een aansprakelijkheidsprocedure opstartte tegen Charter én de twee leveranciers. Ten aanzien van de emittent vormde de vordering tot schadevergoeding op grond van de FOM-doctrine geen probleem. Met betrekking tot de leveranciers werd de toepassing van de FOM-doctrine echter afgewezen omdat de leveranciers enkel op onrechtstreekse wijze tot de fraude hadden bijgedragen. De leveranciers hadden de onjuiste informatie (de vervalste boekhouding enz.) immers niet helpen opstellen, noch hadden zij bekend gemaakt dat ze adverteertijd hadden gekocht bij de emittent. Bijgevolg was de

⁵⁷ Deze vereiste steunt op de Federal Rules of Civil Procedure; Fed. R. Civ. P. 23(a)(2), 23(b)(3).

⁵⁸ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 241 (1988).

⁵⁹ *Ibid.*

⁶⁰ Het principe werd gevestigd in *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164 (1994), en bevestigd in *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., et al.*, 552 U.S. No. 06-43 (2008).

⁶¹ B. BLACK, "Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., (8th Cir. 2006). What makes it the most important securities case in a decade?", 2007, <http://ssrn.com/abstract=1020102>; R. KARMEL, "When should investor reliance be presumed in securities class actions", 2007, beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1001743>; Zie ook: "The battle of Stoneridge", *The Economist* 17 januari 2008; "The Stoneridge showdown", *The Economist* 14 juni 2007.

⁶² *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164 (1994); in dezelfde zin: *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., et al.*, 552 U.S. No. 06-43 (2008).

⁶³ *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc., et al.*, 552 U.S. No. 06-43 (2008).

emittent de enige die valse informatie had verspreid, en dus ook de enige die de koers had beïnvloed en de schade had veroorzaakt. Het hof erkende weliswaar dat de constructie in een onrechtstreeks causaal verband staat met de misleiding, maar oordeelde dat dit niet volstaat om het FOM-vermoeden te kunnen toepassen. Zonder toepassing van het vermoeden restte de eiser niks anders dan het traditioneel causaal verband te bewijzen. Dit houdt in dat eiser bewijs moest leveren dat hij op de misleiding uitgaande van de leveranciers had vertrouwd en dat deze misleiding hem er bovendien toe gebracht had de effecten te kopen⁶⁴. Dit bewijs faalde, het hof oordeelde dat de ‘transaction causation’ niet was aangetoond.

3. Conclusie

22. Hoewel het FOM-vermoeden de bewijsproblemen inzake transaction causation oplost, is de beslissing van het hof om de voorwaarde van transaction causation te omzeilen door middel van FOM als weerlegbaar vermoeden voor kritiek vatbaar. De inhoud en betekenis van het vermoeden strookt inhoudelijk immers niet met de traditionele voorwaarde van transaction causation⁶⁵. Transaction causation vereist immers het vertrouwen van de belegger in de juistheid en volledigheid van de beschikbare informatie, zonder dewelke hij niet tot de transactie zou zijn overgegaan. FOM daarentegen pretendeert niet dat de misleiding in een conditio sine qua non-verband staat met de aankoopbeslissing, maar steunt enkel op de vooronderstelling dat de misleidende informatie de prijs van de effecten heeft aangetast en op die manier de belegger schade berokkend heeft. Dit is een fundamenteel andere benadering van causaliteit daar niet het verband tussen de informatie en de aan- of verkoop rechtstreeks wordt vereist, maar enkel het verband tussen de misleiding en de prijs van belang is⁶⁶. Dit laatste verband wordt op grond van de FOM-theorie vermoed, op voorwaarde dat de transactie op een efficiënte markt plaats vond en ook de andere voorwaarden van Rule 10b-5 (bijvoorbeeld met betrekking tot de relevantie van de misleiding) vervuld zijn⁶⁷.

Op basis van deze redenering kan men FOM dan ook enkel consistent toepassen door de voorwaarde van transaction causation eenvoudigweg af te schaffen ingeval een eiser enkel vergoeding voor de aangetaste prijs van effecten beoogt⁶⁸. In essentie is – op grond van de FOM-theorie – het causaal verband tussen de misleiding en de schade op een efficiënte markt immers steeds te herleiden tot de enkele vraag of de misleidende informatie al dan niet wezenlijk is. Enkel indien de informatie wezenlijk is, zal de koers immers beïnvloed worden

⁶⁴ Concreet hield dit in dit geval in dat eiser moest bewijzen dat hij de boekhouding had doorgenomen, en op basis van die informatie tot de aankoop had besloten.

⁶⁵ M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 832-833.

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 241 (1988).

⁶⁸ Zie D.R. FISCHER, “Use of modern finance theory”, *supra* noot 8, (1) 13: “acceptance of the fraud on the market theory, therefore leads to the conclusion that there is no need in a securities fraud case for separate inquiries into materiality, reliance, causation, and damages. These inquiries are necessary in a face-to-face transactions where each party must make a subjective valuation of information provided by the other party, but irrelevant in open market transactions where the market price transmits all relevant information.” Zie ook D.C. LANGEVOORT, “Basic at twenty”, *supra* noot 39, 7 e.v.: “Basic cannot be understood except by appreciating that the Court’s response is more about evidence and civil procedure than financial economics”. (Hiermee bedoelt de auteur dat het FOM-vermoeden niet te verenigen valt met de correcte toepassing van de EMH, maar in de eerste plaats een tegemoetkoming is aan de zware bewijslast voor de eisers.)

en is de misleiding van alle beleggers die op dat moment verhandelen een vaststaand feit⁶⁹. Het concept ‘transaction causation’, dat een verandering van gedrag bij de eiser veronderstelt als gevolg van de misleidende informatie, is in deze context overbodig. De rechtspraak waagde zich echter niet aan dergelijke ingreep in de common law traditie en koos voor een minder verre gaande oplossing in de vorm van een weerlegbaar vermoeden⁷⁰. Zoals hiervoor gesteld, omvat het Amerikaanse causaliteitsbegrip echter twee aspecten. Ingevolge het aanvaarden van de FOM-doctrine inzake transaction causation rees dan ook de vraag of het vermoeden ook inzake het tweede aspect van het causaliteitsconcept, de loss causation, moet worden toegepast⁷¹.

Het causaal verband tussen de misleiding en de geleden schade

1. Uitbreiding van het FOM-vermoeden naar loss causation?

23. Het tweede aspect van causaal verband in Rule 10b-5 houdt in dat de eiser moet bewijzen dat de misleiding rechtstreeks de schade heeft veroorzaakt⁷². Deze voorwaarde heeft tot doel te voorkomen dat de eiser vergoeding krijgt voor koersverliezen die niet in rechtstreeks verband staan met de misleiding. De voorwaarde functioneert met andere woorden als filter op de vergoedbare schade. Behalve de misleiding kunnen koersen immers ook beïnvloed worden door begeleidende omstandigheden vreemd aan het gedrag van de emittent, zoals een lage conjunctuur, sectorale tendensen, politieke factoren enz. Dit wordt ook wel de leer van de ‘proximate cause’ of adequate oorzaak genoemd⁷³. Anderzijds zijn er ook hoven en rechtbanken die niet het traditionele common law criterium ‘onmiddellijke oorzaak’ vereisen, maar genoeg nemen met ‘een zeker causaal verband’⁷⁴.

24. Concreet vereist het traditionele begrip ‘loss causation’ – zoals toegepast op gesloten goederenmarkten – een rechtstreeks causaal verband tussen de misleiding en de schade, in die zin dat na de aankoop de goederen in waarde dalen ingevolge het ontdekken van de misleiding⁷⁵. Toegepast op effecten moet zich met andere woorden na de aankoop een correctie van de koers voordoen ingevolge het bekend raken van de misleiding.

25. Zoals hiervoor reeds vermeld, ontstond er echter verwarring rond deze voorwaarde door de toepassing van FOM. Aangezien de bewijsproblemen van de ‘loss causation’ vergelijkbaar zijn met die van de ‘transaction causation’, breidden sommige hoven en rechtbanken de FOM-

⁶⁹ *Ibid.*

⁷⁰ D.C. LANGEVOORT, “Basic at twenty”, *supra* noot 39, 7 e.v.; D.R. FISCHER, “Use of modern finance theory”, *supra* noot 8, (1) 13; M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 832-833.

⁷¹ Zie ook T.L. HAZEN, *securities regulation*, *supra* noot 28, 709-710.

⁷² T.L. HAZEN, *securities regulation*, *supra* noot 28, 702.

⁷³ *Ibid.* 702 e.v.

⁷⁴ *Bvb. Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824 (8th Cir. 2003); *Knapp v. Ernst and Whinney*, 90 F.3d 1431 (9th Cir. 1996); *Gray v. First Winthrop Corp.*, 82 F.3d 877 (9th Cir. 1996); *In re Control Data*, 933 F.2d 616 (8th Cir. 1991).

⁷⁵ M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 842.

doctrine zonder meer uit naar de ‘loss causation’⁷⁶. Immers, als de koersen opgedreven werden door de misleidende informatie en de beleggers hogere prijzen hadden betaald dan zij zonder de misleiding zouden hebben betaald, dan is hun schade gelijk te stellen met het teveel betaalde op het ogenblik van de transactie en niet met de later ingetreden koersdaling bij het bekend geraken van de misleiding, luidde de redenering⁷⁷. De schade doet zich op een efficiënte markt bijgevolg niet voor *ex post* (na de aankoop), maar is al *ex ante* aanwezig op het moment van de aankoop⁷⁸. De schade bestaat in andere woorden uit het inflatoire deel van de prijs van de effecten als gevolg van de misleidende informatie⁷⁹. In die zin is ook de loss causation te herleiden tot de relevantie van de misleiding, aangezien enkel een relevante misleiding de koers beïnvloedt⁸⁰. Bewijs van loss causation is dan ook niet langer nodig en wordt net zoals transaction causation vermoed op een efficiënte markt waar een wezenlijke misleiding heeft plaatsgevonden.

26. De mogelijke uitbreiding van het FOM-vermoeden naar de voorwaarde van loss causation werd door de plaintiff-bar uiteraard toegejuicht, doch kon bij verschillende hoven en rechtbanken op enige weerstand rekenen. De grootste bezorgdheid bestond er bij hoven en rechtbanken in dat een verdere uitbreiding van het FOM-vermoeden zou leiden tot een nog massalere toename in het al vrij hoge aantal geschillen, waarbij ook ongefundeerde claims makkelijker een schikking van de tegenpartij zouden kunnen afdwingen dankzij de aanzienlijk verlaagde bewijslast⁸¹. Concreet ontstond de vrees dat teleurgestelde beleggers maar al te makkelijk vergoedingen zouden kunnen claimen voor verliezen die niet noodzakelijk aan misleidende informatie te wijten zijn, dan wel aan andere elementen zoals gewijzigde marktomstandigheden, bedrijfs- of sectorspecifieke vooruitzichten etc⁸². Een duidelijke illustratie van dit standpunt vinden we bijvoorbeeld terug in de controversiële zaak

⁷⁶ Knapp v. Ernst and Whinney, 90 F.3d 1438 (9th Cir. 1996), Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc., 335 F.3d 824, 831 (8th Cir. 2003); Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo, 339 F.2 937-938 (9th Cir. 2003). *Contra*: Robbins v. Koger Props., Inc., 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997); Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165, 185 (3^d Cir. 2000).

⁷⁷ Zie hiervoor ook: M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 842-843.

⁷⁸ *Ibid.* (829) 842. *Contra*: J. COFFEE, “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *Business Lawyer* 2005, vol. 60 (533) 539 e.v., zij het dat de visie van de auteur grotendeels vanuit beleidsmatig oogpunt wordt beargumenteerd. De visie dat de schade niet *ex ante* uit de koersstijging kan worden afgeleid werd gevolgd in: Robbins v. Koger Props., Inc., 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997); en Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165, 185 (3^d Cir. 2000).

⁷⁹ Deze stelling wordt ook de ‘price inflation theory’ genoemd.

⁸⁰ Zie voor deze opvatting ook: D.R. FISCHER, “Use of modern finance theory”, *supra* noot 8, (1) 12-13.

⁸¹ Zie bijv. *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005) 347. In de context van een class action moeten de eisers door een voorafgaande fase waarbij onderzocht wordt of hun claim aan bepaalde voorwaarden voldoet (in de context van een class action claim wordt bijvoorbeeld onderzocht of de leden van de class voldoende vergelijkbare claims hebben om als een class behandeld te worden). Enkel indien men door deze voorafgaande fase geraakt, zal de claim op gegrondheid worden onderzocht door de rechtbank. Vaak komt het echter niet tot een procedure over de gegrondheid omdat claims die succesvol de voorafgaande fase doormaakten vaak door middel van een minnelijke schikking worden beëindigd. Op die manier willen eisers en verweerders de torenhoge proceskosten vermijden die dikwijls gepaard gaan met de procedure ten gronde (onder meer de kosten verbonden aan de *discovery*-procedures bijvoorbeeld). Om die reden is de inzet van een class action vaak het bekomen van een schikking en spelen de voorwaarden die men moet voldoen om de voorafgaande fase succesvol door te komen een enorm belangrijke rol met het oog op de kans op een minnelijke schikking, eerder dan de kans op een definitieve gerechtelijke uitspraak over de gegrondheid van de zaak.

⁸² J. COFFEE, “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *Business Lawyer* 2005, vol. 60 (533) 533-534.

rond Henry Blodget, één van de bekendste analisten ten tijde van de internet-bubble (*Lentell v. Merrill Lynch & Co*)⁸³.

27. Het schandaal dat aanleiding gaf tot de rechtszaak *Lentell v. Merrill Lynch & Co* speelde zich af in de context van de zogenaamde ‘dot.com-zeepbel’ tussen januari 1998 en maart 2000⁸⁴. Naar aanleiding van het verwoed investeren in alles wat als de ‘nieuwe economie’ werd betiteld, beslisten de Amerikaanse beursautoriteiten een onderzoek in te stellen naar de gang van zaken in de investeringsbanken, en meer specifiek naar mogelijke belangenconflicten tussen de activiteiten van de beleggingsanalisten en de vermogensbeheerders van de banken. In april 2002 werd bekend gemaakt dat één van de bekendste analisten, i.e. Henry Blodget, in de sector van de beleggingen in de zogenaamde nieuwe economie systematisch optimistische rapporten uitgegeven had met betrekking tot de effecten van cliënten van de investeringsbank. Gelijktijdig had hij bepaalde vennootschappen discreet meegedeeld dat de internetbedrijven zo goed als waardeloos waren.

Daarop startten de gedupeerden een procedure op grond van Rule 10b-5 tegen Merrill Lynch en enkele andere investeringsbanken. Hun klacht luidde dat zij waren misleid door de banken die, ondanks hun kennis en inzicht inzake het gebrek aan rendabiliteit, deze beleggingen toch aan hen hadden aanbevolen met het oog op persoonlijk gewin. Bij het barsten van de dot.com-bubbel stortten de koersen in en tekenden talrijke beleggers aanzienlijke verliezen op. De schade, met name de verloren investering, was het rechtstreeks gevolg van de misleidingen aangezien deze de koersen artificieel hoog gehouden hadden, aldus de eisers. De vordering werd zowel in eerste aanleg als in graad van beroep afgewezen wegens het ontbreken van causaal verband tussen misleiding en schade. Wat het causaal verband tussen aankoop en misleiding (*transaction causation*) betrof, stelde zich volgens de rechtbank geen probleem. Dit werd vermoed op grond van FOM en zelfs niet betwist door Merrill Lynch. Het causaal verband tussen misleiding en schade (*loss causation*) daarentegen was volgens de rechter niet aangetoond. De rechter meende dat eisers niet bewezen hadden dat de koersdalingen rechtstreeks voortvloeiden uit de misleiding, maar concludeerde dat de crash het gevolg was van de algemene financiële malaise op de markten. De eisers hiervoor een vergoeding toekennen stond volgens rechter POLLACK dan ook gelijk ‘aan het onderschrijven, subsidiëren en zelfs aanmoedigen van roekeloze speculatie’⁸⁵. Uit het arrest bleek duidelijk dat de schade moet afgeleid worden uit de koersdalingen na de aankoop, zoals het traditionele begrip van *loss causation* voorschrijft⁸⁶, en dat het bovendien aan de eisers is om te bewijzen dat deze koersdaling in causaal verband staat met de misleiding. *Loss causation* wordt met andere woorden niet vermoed, aldus het hof.

⁸³ *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d, 161 (2nd Cir.2005).

⁸⁴ *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d, 161 (2nd Cir.2005).

⁸⁵ *Lentell v. Merrill Lynch & Co., Inc.*, 396 F.3d, 161 (2nd Cir.2005).

⁸⁶ *Supra* randnr. 23. Het arrest weigert met andere woorden te aanvaarden dat de schade *ex ante* reeds aanwezig was, zoals sommige auteurs en rechters reeds hadden gesteld (*supra* randnr. 25 en de verwijzingen daar).

De controverse met betrekking tot het al dan niet uitbreiden van het FOM-vermoeden naar de voorwaarde van loss causation werd uiteindelijk beslecht door het Supreme Court in *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*⁸⁷.

2. Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo

28. In *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo* werd door een groep beleggers, verenigd in een class action, schadevergoeding geëist van de farmaceutische onderneming Dura⁸⁸. Dura had bekendgemaakt dat de onderneming een nieuw en veelbelovend astmamedicijn op de markt zou brengen. De onderneming zei ook te verwachten dat de Food and Drugs Administration op korte termijn zijn goedkeuring zou verlenen voor de commercialisering van het medicijn. De bekendmakingen vonden plaats tussen 15 april 1997 en januari 1998. In deze periode maakte Dura ook de te verwachten (optimistische) omzetcijfers bekend. In februari 1998 echter kondigde Dura aan dat de omzet gevoelig lager zou zijn dan voorspeld ten gevolge van de onverwacht tragere verkoop van een bepaald medicijn. De dag na deze aankondiging kon een scherpe koersdaling worden vastgesteld, de Dura-aandelen verloren bijna de helft van hun waarde⁸⁹. Vervolgens werd in november 1998 bekendgemaakt dat het nieuwe astmamedicijn niet op de markt zou worden gebracht omdat het geen goedkeuring had verkregen van de Food and Drugs Administration. De dag na de aankondiging daalden de aandelen aanzienlijk in waarde, doch na een week was de koersval zo goed als ongedaan gemaakt.

Eisers die in de aandelen van Dura hadden geïnvesteerd in de periode van de bekendmakingen startten na de aankondiging dat het medicijn niet op de markt zou worden gebracht een procedure op grond van Rule 10b-5. Zij eisten schadevergoeding voor hetgeen zij teveel zouden hebben betaald bij aankoop van de aandelen ingevolge de onjuiste informatie over de beweerde verwachte winstcijfers en het nieuwe medicijn. Eisers betoogden dat Dura op het moment van die bekendmakingen wist dat de winstcijfers niet haalbaar zouden zijn, noch dat men effectief verwachtte dat de Food and Drugs Administration zijn goedkeuring zou verlenen. De schade bleek, volgens eisers althans, uit de scherpe prijsstijging die had plaatsgevonden binnen de periode waarin de bekendmakingen waren gebeurd. Die prijsstijging leverde volgens eisers ook meteen het bewijs op van het causaal verband tussen misleiding en schade: de prijsstijging was immers het directe gevolg van de misleiding. De eisers leidden met andere woorden uit de prijsstijging zowel de schade als het causaal verband tussen misleiding en schade af⁹⁰. Aangezien de invloed van relevante berichtgeving op de koers in een toepassing van de FOM- theorie vermoed kan worden, dienden de eisers met andere woorden transaction causation noch loss causation te bewijzen.

⁸⁷ *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

⁸⁸ *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). Zie m.b.t. dit arrest: J. COFFEE, "Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo", *Business Lawyer* 2005, vol. 60, 533-548; M.B. FOX, "After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions", *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, 829 - 875; M.A. OLAZÁBAL, "Loss causation in Fraud-on-the-Market cases Post-*Dura Pharmaceuticals*", *Berkeley Bus. L.J.* 2006, vol. 3, 337-380; I. ACKERMAN, "Forgive and forget (the efficient amnesiac): loss causation in a well- developed after *Dura market*", *Ann. Rev. Banking & Fin. L.* 2006, vol. 25, 557-578; J.C. SPINDLER, "Why Shareholders Want their CEOs to Lie More after *Dura Pharmaceuticals*", 2006, beschikbaar op <http://ssrn.com/abstract=920470>.

⁸⁹ Er trad een daling op van \$39 naar \$21 per aandeel.

⁹⁰ Dit is de *ex ante* benadering inzake de *loss causation* (*supra* randnr. 25 en de verwijzingen daar).

29. Verweerders daarentegen argumenteerden dat uit de beweerde prijsstijging het causaal verband tussen misleiding en schade niet kon worden afgeleid. Eisers dienden volgens hen dus nog afzonderlijk het bestaan van de loss causation te bewijzen. Verweerders steunden hun argumentatie hoofdzakelijk op de stelling dat er zich bij de aankoop van de effecten (nog) geen schade realiseert voor de belegger. Op het moment van en direct na de aankoop wordt het effect immers tegen de prijs gewaardeerd waartegen de belegger het aankocht. Als hij het met andere woorden onmiddellijk zou doorverkopen, lijdt hij op geen enkel moment schade. Bijgevolg wordt er door een belegger-eiser pas schade geleden, aldus de verweerders, op het moment dat de waarheid bekend wordt en de belegger-eiser de instrumenten nog in portefeuille heeft. De schade bestaat dan uit de correctieve daling die zich voordoet als gevolg van de bekendmaking. Het verband tussen misleiding en schade is met andere woorden af te leiden uit de koersdaling als gevolg van de correctie die plaatsvindt nadat de waarheid bekend is.

30. De argumentatie van zowel eisers als verweerder was niet volledig vreemd aan strategische motieven. Na het bericht dat het nieuwe astmamedicijn niet op de markt zou worden gebracht, kon er geen nieuwe koersdaling worden vastgesteld bij de Dura-effecten. De koers van Dura was in de afgelopen maanden reeds sterk gedaald na negatieve bijstellingen van de eerder bekendgemaakte winstcijfers. Om die reden steunden de eisers zich voornamelijk op de sterke koersstijgingen die hadden plaatsgevonden bij de positieve bekendmakingen, terwijl verweerders het belang van (het ontbreken van) de correctie na de bekendmaking van de vergunningsweigerings trachten te benadrukken.

31. In eerste aanleg volgde de rechter de stelling van de verdediging en oordeelde dat de eisers geen causaal verband tussen misleiding en schade hadden aangetoond⁹¹. In beroep werd de uitspraak echter vernietigd, de appelrechter oordeelde dat eisers enkel de beïnvloeding van de prijs moeten aanvoeren, samen met een ‘voldoende indicatie van de oorzaak daarvan’⁹². Het causaal verband tussen de misleiding en de schade kon afgeleid worden uit de aangehaalde prijsstijging na de beweerde misleiding, aldus de appelrechter.

32. Het Supreme Court vernietigde op zijn beurt unaniem de beslissing van de appelrechter⁹³. Het hof oordeelde dat eisers niet aan de causaliteitsvoorwaarde voldeden door louter aan te voeren dat de prijs van het effect op aankoopdatum aangetast was door een misleidende verklaring van de verweerder. In wezen hadden eisers enkel een aantasting van de prijs door de misleidende informatie aangetoond en vervolgens gesteld dat ze daardoor schade hadden geleden. Onterecht, stelt het hof, daar de schade niet ontstaat op het moment van de aankoop van de effecten, ongeacht of dat aan een aangetaste prijs gebeurt. Op het moment van de aankoop tegen een aangetaste prijs, wordt de aantasting van die prijs immers geneutraliseerd door de eigendomsoverdracht van een goed met een *op dat moment* equivalente beurswaarde⁹⁴. Meer nog, enkel indien de belegger de effecten niet verkoopt voor de

⁹¹ 2000 WL 33176043, (S .D. Cal. July 11, 2000).

⁹² *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 339 F.3d 933 (9th Cir. 2003).

⁹³ *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005).

⁹⁴ *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005). Zie voor kritiek op deze stelling: M.M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 846 e.v. Zo

misleiding bekend raakt en eventuele koerscorrecties als gevolg daarvan plaatsvinden, zal er door de belegger mogelijks schade worden geleden. Het hof geeft aan dat het verband tussen de aankoop en de latere mogelijke schade niet meer dan een zwak en veranderlijk verband is, daar er tussen de aankoop en de verkoop verschillende andere factoren de koers kunnen en zullen beïnvloeden⁹⁵. De concrete schade die een belegger lijdt ten gevolge van misleidende informatie is volgens het hof terug te brengen op de koersdaling die plaatsvindt nadat de waarheid aan het licht gekomen is, zij het dat men die koersdaling moet ‘zuiveren’ van andere mogelijke elementen die hun invloed op de prijs hebben uitgeoefend⁹⁶. Het bewijs van de aantasting van de prijs als gevolg van de misleiding op het moment van de aankoop is dan ook niet als bewijs van de schade te beschouwen, noch kan daaruit een causaal verband tussen misleiding en schade worden afgeleid. Verder merkt het hof nog op dat de toepassing van de prijsstijging-theorie, zoals die door eisers wordt voorgestaan, als het ware een zou neerkomen op een verzekering voor beleggersrisico’s, aangezien beleggers op die wijze al te gemakkelijk vergoedingen voor koersschommelingen zou kunnen verkrijgen, ongeacht of de oorzaak hiervan bij de misleiding of bij externe factoren ligt⁹⁷.

33. Uit het arrest bleek duidelijk dat de bewijslast van de causaliteit tussen schade en misleiding op de schouders van de eisers rust en volgens het Supreme Court bovendien iets anders is dan het effect van de misleiding op de (aankoop)prijs van de effecten. Meer bepaald zullen de beleggers hun schade en het causaal verband met de misleiding aan de hand van de daling van de koers na het bekend raken van de waarheid moeten bewijzen. De toepassing van FOM beperkt zich met andere woorden tot het causaal verband tussen misleiding en de beslissing tot aan- of verkoop (transaction causation).

34. Met *Dura* hield het Supreme Court vast aan een traditionele benadering van het concept loss causation. Deze visie werd in een deel van de literatuur bekritiseerd omdat dit niet volledig zou overeenstemmen met een consistente toepassing van de FOM-doctrine⁹⁸. Het startpunt van de redenering van het hof is het ontstaan van de schade. Volgens het hof ontstaat de schade in FOM-kwesties pas bij het bekend worden van de misleiding, waarbij zich een koerscorrectie voordoet. De koerscorrectie vormt de schade, zij het dat expertenanalyses moeten aantonen welk deel van de correctie effectief aan het bekend raken van de waarheid te wijten is, en welk deel gebeurlijk aan andere factoren die bijgevolg niet voor vergoeding in aanmerking komen. Enkel beleggers die op dat moment de effecten nog in portefeuille hebben, kunnen een vergoedbaar verlies claimen, aldus het hof.

bekritiseert FOX onder meer de stelling van het Hof dat de belegger een goed met een equivalente ‘waarde’ zou verkrijgen. De intrinsieke waarde van een effect is immers moeilijk te bepalen en vormt ook niet de maatstaf om de schadebegroting uit te voeren in het contentieux van de beleggersverliezen. De standaard om een schadevergoeding te begroten is immers de zogenaamde ‘*out of the pocket*’-schadebegroting, met name de begroting van de meerprijs die een belegger betaalt op het moment van aankoop ingevolge de misleiding.

⁹⁵ *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005) 342.

⁹⁶ *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005) 342.

⁹⁷ *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005) 345. Zie voor deze stelling ook J. COFFEE, “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *Business Lawyer* 2005, vol. 60 533-548.

⁹⁸ M.B. FOX, “After *Dura*: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 846 e.v.

35. Volgens FOX daarentegen ontstaat de schade in een zuivere toepassing van FOM echter niet *ex post*, i.e. bij de bekendmaking van de misleiding, maar is deze minstens reeds latent aanwezig bij de aankoop⁹⁹. FOM veronderstelt immers dat relevante informatie in de prijs van een financieel instrument wordt verwerkt. Concreet houdt dit in dat indien verweerders misleidende informatie bekend hebben gemaakt die een impact op de koers heeft gehad, of informatie hebben verzwegen die de koers beïnvloed zou hebben, een belegger een te hoge prijs betaalt voor de effecten die hij aankoopt in de periode waarop deze misleiding de prijs beïnvloedt. De FOM-theorie focust immers op de interactie tussen de verspreiding van de misleidende informatie en de impact daarvan op de prijs. Zonder de foutieve informatie zouden de beleggers de effecten dan ook tegen een lagere aankoopprijs hebben verworven. Nog volgens FOX bestaat de schade in de context van een FOM-toepassing uit het verschil in prijs veroorzaakt door de misleiding.

De eventuele recuperatie van de schade door het effect verder door te verkopen alvorens de misleiding bekend raakt en de koers daalt, staat dergelijke stelling niet in de weg, zij het dat een belegger in die situatie niet langer over een vordering tot schadevergoeding wegens misleiding beschikt¹⁰⁰. De vordering tot schadevergoeding wegens misleiding komt enkel toe aan deze belegger die de effecten na het bekendmaken van de misleiding nog in zijn bezit heeft¹⁰¹.

36. Als gevolg van de complexiteit van het marktgebeuren is de bepaling van de causale schade in de Dura-benadering bijzonder complex, zoals ook het voorgaande illustreert. In essentie moest het supreme court in Dura zich uitspreken over de mate waarin een toepassing van de FOM-doctrine de traditionele voorwaarde van loss causation kan en mag te vervangen. Het verschil tussen beide benaderingen is van groot belang voor de bewijslastverdeling in de context van beleggersverliezen, zoals in het voorgaande al werd benadrukt. De beslissing in Dura kan bovendien moeilijk onafhankelijk van de context van de ‘securities class actions’ worden beschouwd. Securities class actions zijn het onderwerp van controverse en vormen niet zelden ook een politiek thema. Voor de plaintiff-bar betekent het uitbreiden van FOM naar de voorwaarde van loss causation een mogelijkheid om vlotter door de pre-trial-fase te geraken die de procedure ten gronde gewoonlijk voorafgaat in een class action-procedure. Als gevolg van het uitbreiden van FOM naar loss causation werd verwacht dat schikkingen in toekomstige, gelijkaardige procedures makkelijker afdwingbaar zouden zijn. De procedurele regels en structuur, en de daarmee gepaard gaande procedurekosten, samen met de druk van de massaclaims die gedreven worden door gespecialiseerde advocaten eerder dan gedupeerde beleggers, vormen voor verweerders-emittenten immers niet zelden de reden om geen procedure ten gronde af te wachten. In plaats daarvan wordt een schikking aangegaan, los van de vraag of eisers ook ten grond hun vordering kunnen bewijzen. In dat kader rees dan ook het bezwaar dat de invulling van de voorwaarde van de loss causation door het FOM-

⁹⁹ Zie voor dit standpunt ook: B.J. DE JONG, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, Nijmegen, Kluwer Deventer, 2010, 130.

¹⁰⁰ M.B. FOX, “After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions”, *J. Corp. L.* 2006, vol. 31, (829) 846 e.v.

¹⁰¹ Idem.

vermoeden misnoegde beleggers overmatig zou aanmoedigen procedures te starten om schikkingen af te dwingen voor in wezen ongegronde claims¹⁰².

Dura vormt in die zin geen louter juridisch-technische analyse van een toepassing van FOM op loss causation, maar ook een beleidsmatige keuze in een context van vrij agressieve en dure class actions als drukmiddel voor het afdwingen van schikkingen¹⁰³. Dit blijkt ook uit de literatuur, waar auteurs hun tegenkating tegen de prijsstijging-theorie, zoals eisers die voorstelden, voornamelijk op beleidsmatige argumenten steunen, waarbij de structuur en inrichting van de Amerikaanse gerechtelijke procedures in aanzienlijke mate de reden vormen waarom men de toepassing van FOM op loss causation afwijst¹⁰⁴.

37. De beslissing van het hof om de traditionele common law voorwaarde van loss causation te behouden werd met andere woorden op bovenstaande juridische redenering gesteund, doch lijkt mogelijks ook (deels) te zijn ingegeven door beleidsmatige motieven. Deze rechtspraak heeft het complexe causaliteitsleerstuk met betrekking tot beleggersverliezen niet eenvoudiger gemaakt en werd door sommigen als onsamenhangend en inconsistent met een correcte toepassing van FOM bestempeld¹⁰⁵.

Conclusie

38. Uit de bespreking van de voorwaarden van Rule 10b-5 bleek de moeizame toepassing van de traditionele tort ‘deceit’ in de context van de hedendaagse effectenhandel. De reden daarvoor ligt in het specifiek informatiemechanisme dat de open markten kenmerkt, zoals door de efficiënte markthypothese wordt verduidelijkt. In de context van de open, efficiënte effectenhandel is het klassieke concept van het causaal verband – zoals dat in het kader van de gesloten goederenmarkten werd ontwikkeld – daardoor niet langer werkbaar. De rechtspraak formuleerde hierop een antwoord in de vorm van een weerlegbaar causaliteitsvermoeden op grond van de FOM-theorie. Hoewel men op basis van de FOM-theorie een vernieuwing in het causaliteitsconcept doorvoerde, blijven sporen van de traditionele causaliteitsbenadering waarneembaar. Het vermoeden geldt bovendien echter enkel inzake het causaal verband tussen misleiding en de beslissing tot aan- of verkoop van effecten. Voor wat betreft het causaal verband tussen misleiding en schade werd aan de hand van twee recente arresten aangetoond dat de bewijslast ter zake nog steeds op de schouders van de eisers rust. Met deze Amerikaanse toepassing van de FOM-doctrine in het achterhoofd gaan we in een volgende deel na hoe de Belgische rechtspraak met het causaal verband inzake misleiding in effectenhandel omgaat.

¹⁰² Zie *Dura Pharmaceuticals, Inc., v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005) 345. Zie voor deze stelling ook J. COFFEE, “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *Business Lawyer* 2005, vol. 60 533-548.

¹⁰³ Zie hiervoor bvb.: J. COFFEE, “Causation by presumption? Why the Supreme Court should reject phantom losses and reverse Broudo”, *Business Lawyer* 2005, vol. 60, 533-548.

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ *Idem.*

III. De toepassing van fraud-on-the-market in het Belgisch aansprakelijkheidsrecht?

39. De bewijsproblematiek inzake het causaal verband tussen de misleiding en de geleden schade in effectentransacties is ook in België bekend¹⁰⁶. Voor wat betreft de materie van de prospectusaansprakelijkheid werd in 2006 getracht de bewijslast die op de eiser-beleggers rust inzake het causaal verband te verlichten door de invoering van een wettelijk causaliteitsvermoeden, ingeschreven in de Prospectuswet van 16 juni 2006¹⁰⁷. Een algemeen causaliteitsvermoeden in de materie van de beleggersverliezen, ook voor wat de secundaire markttransacties betreft, werd tot dusver echter nog niet wettelijk onderschreven. In wat volgt gaan we na hoe de Belgische rechtspraak met de causaliteitsvereiste in de materie van beleggersverliezen omgaat. Voor wat effectentransacties op de primaire markt betreft, geldt deze analyse enkel nog voor zaken die dateren van voor de invoering van het vermoeden¹⁰⁸. Ten aanzien van de aansprakelijkheidsvorderingen met betrekking tot misleidende informatie inzake effecten die op de secundaire markt verhandeld worden, is de hierna volgende analyse van het causaal verband daarentegen nog steeds actueel¹⁰⁹. Alvorens de rechtspraak ter zake te bespreken, wordt eerst het Belgisch causaliteitsbegrip, met inbegrip van de equivalentieleer, nader toegelicht.

Afdeling 1. Causaal verband in het extracontractueel aansprakelijkheidsrecht: de equivalentieleer

40. Volgens het Belgisch aansprakelijkheidsrecht is er voldaan aan het vereiste van causaal verband indien de schade zich zonder de fout niet zou hebben voorgedaan zoals zij zich in realiteit heeft voorgedaan¹¹⁰. Dit wordt ook de ‘conditio sine qua non’-test genoemd¹¹¹. Deze conditio sine qua non-test is de enige voorwaarde om in het Belgisch aansprakelijkheidsrecht tot causaal verband te besluiten, hetgeen betekent dat elke noodzakelijke voorwaarde aansprakelijkheid met zich meebrengt, zonder enige bijkomende selectie tussen deze

¹⁰⁶ Zie bvb. P.D. CAMESASCA, “Prospectus aansprakelijkheid”, *D.A.O.R.* 1996, (9) 21; A. DE BOECK, “De prospectusaansprakelijkheid na de Wet van 22 april 2003: een nieuw kleedje of alleen maar wat make-up?”, *T. Fin. R.* 2005, (1223) 1235; J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, III, Brussel, Bruylant, 1981, p. 181, nr. 208. Deze auteurs stellen dat de bewijslast inzake het causaal verband in de aankoop van effecten d.m.v. onderschrijving steeds op de eiser rust. Ze geven aan dat dit grote moeilijkheden oplevert voor de eiser waardoor zijn recht op schadevergoeding vaak illusoir is. Zie ook: E. WYMEERSCH, “Overzicht van de toekomstige wetgeving inzake de openbare uitgifte van effecten”, *Acc. Bedr.* 1988, (9) 10.

¹⁰⁷ Art. 61 §2, Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21 juni 2006 (hierna: Prospectuswet).

¹⁰⁸ Er wordt op gewezen dat de beperkte beschikbare rechtspraak inzake prospectusaansprakelijkheid dateert van voor de inwerkingtreding van de Prospectuswet. Er zijn tot dusver nog geen gepubliceerde uitspraken beschikbaar met een toepassing van het causaliteitsvermoeden geformuleerd in art. 61 §2 Prospectuswet.

¹⁰⁹ Zij het dat we er hierbij op wijzen dat voor wat betreft de aansprakelijkheid voor beleggersverliezen ingevolge misleidende informatie in verband met effecten die op secundaire markten verhandeld worden, er weinig tot geen relevante gepubliceerde rechtspraak voor handen is.

¹¹⁰ Cass. 24 maart 1999, *Arr. Cass.* 1999, 177. Zie ook: H. BOCKEN, “Toerekening van aansprakelijkheid op grond van de equivalentieleer”, in B. TILLEMEN en I. CLAEYS (eds.), *Buitencontractuele aansprakelijkheid*, Brugge, Die Keure, 2004, (215) 227; H. BOCKEN & I. BOONE, “Causaliteit in het Belgische recht”, *TPR* 2002, (1625) 1634.

¹¹¹ H. BOCKEN, “Toerekening van aansprakelijkheid”, *supra* noot 110, (215) 227.

voorwaarden¹¹². Deze causaliteitstheorie wordt de equivalentieleer genoemd en verschilt van de gangbare causaliteitstheorieën die in andere rechtstelsels worden toegepast in die zin dat in dat in de meeste rechtstelsels een bijkomende selectie wordt gemaakt tussen de noodzakelijke voorwaarden aan de hand van bijvoorbeeld een relativiteitsvereiste. Zoals hiervoor uiteengezet vereist bijvoorbeeld het Amerikaanse aansprakelijkheidsrecht een bijkomende voorwaarde in de vorm van de proximate cause of de adequate oorzaak¹¹³, hetgeen in de context van effectenrecht ‘loss causation’ wordt genoemd. In het VK wordt een bijkomende voorwaarde van ‘foreseeability’ gesteld¹¹⁴, terwijl in Nederland en Duitsland eveneens beperkingen op de aanname van causaal verband gelden zoals dat uit de conditio sine qua non-test blijkt¹¹⁵.

41. In het Belgisch aansprakelijkheidsrecht daarentegen wordt causaal verband aangenomen zodra de fout noodzakelijk was om de schade te veroorzaken, ongeacht het atypische karakter van de schade ingevolge de fout, een bizarre samenloop van omstandigheden of de onvoorspelbaarheid van de schade¹¹⁶. In wat volgt onderzoeken we hoe de Belgische rechters in het kader van deze equivalentieleer met het causaal verband bij de misleiding in de effectenhandel omgaan.

Afdeling 2. Causaliteit bij beleggersverliezen: analyse van de Belgische rechtspraak

42. Uit de analyse van de Belgische rechtspraak inzake beleggersverliezen bleek dat er relatief weinig gepubliceerde beslissingen voor handen zijn. Niettemin kunnen op grond van de beschikbare rechtspraak toch enkele vaststellingen gedaan worden. In onderstaande analyse wordt gefocust op twee vragen. We onderzoeken met name hoe de Belgische rechtspraak met het bewijs van causaal verband in de context van beleggersverliezen in de context van misleidende informatie omgaat. Ten tweede gaan we na of de toepassing van de EMH en FOM verenigbaar is met de Belgische equivalentieleer. Voor deze analyse werd de gepubliceerde rechtspraak van 1970 tot op vandaag bestudeerd.

¹¹² L. CORNELIS, “Ongeschikt voor overgevoelige juristen: over de intieme verhouding tussen schade en causaal verband”, in B. TILLEMANS en I. CLAEYS (eds.), *Buitencontractuele aansprakelijkheid*, Brugge, Die Keure, 2004, nrs. 5 en 17.

¹¹³ T.L. HAZEN, *securities regulation*, *supra* noot 28, 702.

¹¹⁴ H. BOCKEN, “Toerekening van aansprakelijkheid”, *supra* noot 110, (215) 216, nr. 3. Enkel indien de relevante fout voorzienbare schade heeft veroorzaakt, wordt ook juridische causaliteit aanvaard, R.F.V. HEUSTON en R.S. CHAMBERS, *Law of torts*, Londen, Sweet & Maxwell, 1981, 507.

¹¹⁵ H. BOCKEN, “Toerekening van aansprakelijkheid”, *supra* noot 110, (215) 216, nr. 3. Kortweg kan men stellen dat steeds vereist wordt dat de schade een nauwe band met de eigenlijke fout vertoont. Zie voor Duitsland bijvoorbeeld de invulling van het relativiteitsvereiste aan de hand van de *Schutznormtheorie*, die voorkomt dat atypische schade ten gevolge van een onrechtmatige daad zou moeten worden vergoed. Zie bijvoorbeeld over het Schutznormvereiste in de context van koersgerelateerde schade: A. HELLGARDT, *Kapitalmarktdelikttsrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2008, 46 e.v. Ook in Nederland geldt dergelijke vereiste. Zie bijvoorbeeld: ASSER-HARTKAMP, *C. Asser’s handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Verbintenissenrecht, de verbintenis uit de wet, bewerkt door A.S. Hartkamp*, Deventer Kluwer, 2002, nrs. 95-115.

¹¹⁶ H. BOCKEN, “Toerekening van aansprakelijkheid”, *supra* noot 110, (215) 227.

De stelling RONSE en de zaak Heidelberg: het causaal verband tussen prospectusformaliteiten en beleggersverliezen

43. In een eerste relevante zaak (1976) hadden de eisers in België eigendomscertificaten van citrusplantages in Florida aangekocht¹¹⁷. Aan de certificaten werd een beheerscontract gekoppeld voor de duur van vijftien jaar waarbij voorzien werd in het exclusieve recht voor een Amerikaanse vennootschap om de plantages te beheren en exploiteren. Het rendement van de investering bestond in de verdeling van de opbrengst van de exploitatie onder de eigenaars, na aftrek van de exploitatiekosten. De rechter in eerste aanleg en het hof van beroep te Brussel oordeelden dat het aanbod tot investering in deze plantages de uitgifte van een prospectus vereiste, gezien het publiek karakter van het aanbod¹¹⁸. In casu waren de aangeboden beleggingen echter zonder prospectus, zonder verplicht voorafgaandelijke melding en bijgevolg zonder de verplichte voorafgaandelijke goedkeuring van de Commissie voor Bank- en Financieuzen (“CBF”) aan de eisers verkocht. Er volgde een strafrechtelijke procedure wegens het verzuim om de wettelijke formaliteiten na te leven. Toen de investering bovendien niet rendabel bleek, stelden de beleggers een vordering tot schadevergoeding in op grond van art. 1382 B.W. tegen de nalatige emittent. Zowel in eerste aanleg als in beroep werd de vordering tot schadevergoeding afgewezen omdat de eisers er volgens de rechter niet in geslaagd waren het rechtstreeks causaal verband te bewijzen tussen de gebrekkige naleving van de verplichte formaliteiten en de beweerde schade van de beleggers, met name het niet renderen van de investering¹¹⁹. Het hof van beroep te Brussel haalt aan dat de formaliteiten, zoals de goedkeuring van het prospectus door de CBF, niet tot doel hebben een garantie op de rendabiliteit van de belegging te bieden. Het hof besluit dat het bewijs van het direct causaal verband tussen de inbreuken op de wet en de geleden schade niet geleverd werd door de eisers¹²⁰.

44. Naar aanleiding van dit arrest suggereerde RONSE in een kritische bespreking dat indien een wettelijke norm tot doel heeft bepaalde schade te voorkomen, en die schade zich realiseert in gevallen waar de norm geschonden werd, de rechter *prima facie* het causaal verband tussen de fout en de schade moet aannemen¹²¹. Het verwijzen naar het doel van een geschonden norm om tot aansprakelijkheid te besluiten lijkt te verwijzen naar de zogenaamde (in oorsprong Duitse) Schutznormtheorie, zij het dat deze doctrine doorgaans een bijkomende voorwaarde vormt om tot aansprakelijkheid te besluiten (enkel indien de bewezen schade de schade is die de geschonden norm tot doel heeft te voorkomen, kan tot aansprakelijkheid worden besloten), maar in principe geen aanleiding vormt om de bewijslast om te keren¹²².

¹¹⁷ Brussel 7 december 1976, *R.P.S.* 1977, nr. 5926, 31-38.

¹¹⁸ *Ibid.* Zie ook: J. RONSE, *et al.*, “Overzicht van rechtspraak (1968-1977)”, *T.P.R.* 1978, nr. 197 e.v.

¹¹⁹ Brussel 7 december 1976, *R.P.S.* 1977, nr. 5926, 31.

¹²⁰ *Ibid.*, (31) 37.

¹²¹ J. RONSE, *et al.*, “Overzicht van rechtspraak (1968-1977)”, *T.P.R.* 1978, nr. 197 e.v.

¹²² Zie bijvoorbeeld ASSER-HARTKAMP, C. Asser’s *handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Verbintenissenrecht, de verbintenissen uit de wet, bewerkt door A.S. Hartkamp*, Deventer Kluwer, 2002, nrs. 95-115. Zie over het Schutznormvereiste in de context van koersgerelateerde schade: A. HELLGARDT, *Kapitalmarktdelictsrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2008, 46 e.v.

Toegepast op deze zaak stelt RONSE dat het doel van de wettelijke prospectusformaliteiten erin bestaat potentiële beleggers een zo volledig mogelijk aanbod aan informatie over de effecten te verschaffen¹²³. Bijgevolg moet *prima facie* worden aangenomen dat, indien een belegger fout en schade kan aantonen, de schade het gevolg is van de fout¹²⁴. De omkering van de bewijslast steunt de auteur op ‘*het feit dat de overtreden norm precies strekt tot de bescherming van de spaarders en meer bepaald tot het voorkomen van de schade*’¹²⁵. De auteur steunt deze stelling onder meer op een onuitgegeven arrest van hetzelfde hof van beroep te Brussel waarin het causaal verband tussen het niet naleven van de wettelijke formaliteiten met betrekking tot de melding van het prospectus aan de CBF en de voorafgaandelijke goedkeuring van het prospectus, en de schade geleden door de beleggers wel aanvaard wordt¹²⁶. Het hof motiveert deze beslissing door te stellen dat de beleggers door de strafbare handelingen van de beklaagde beroofd werden van de door de wet voorziene waarborgen¹²⁷.

45. Hoewel de toepassing van dergelijk causaliteitsvermoeden strijdig lijkt met het principe dat de bewijslast door de eisende partij gedragen wordt, vond de stelling van RONSE een enkele navolging in de rechtspraak, met name in het Heidelberg-vonnis¹²⁸. Voorafgaand aan deze procedure waren eveneens effecten verkocht zonder dat aan de kopers-eisers een prospectus ter beschikking was gesteld. De rechter oordeelde dat aangezien de *verweerder-emittent* niet bewijst dat de schade evenzeer geleden zou zijn indien de wettelijke formaliteiten waren nageleefd, het causaal verband tussen fout en schade niet weerlegd is. Dit vonnis past bijgevolg expliciet een weerlegbaar vermoeden van causaal verband toe, zoals dat door RONSE was voorgesteld.

46. Ondanks de aangehaalde beslissingen en de argumentatie van RONSE wordt er ons inziens in principe geen omgekeerde bewijslast toegepast voor wat het causaal verband betreft tussen de gebrekkige naleving van de verplichte formaliteiten en de beweerde schade van de beleggers in België. Er kon verder geen relevante gepubliceerde rechtspraak met betrekking op het causaal verband tussen de schending van wettelijke formaliteiten en geleden beleggersverliezen worden teruggevonden om uitsluitel te brengen, doch de literatuur ter zake lijkt eveneens uit te gaan van het principe dat de eiser de bewijslast draagt, inclusief het causaal verband¹²⁹. Ook de rechtspraak inzake misleidende informatieverstrekking, die in wat volgt wordt besproken, gaat er principieel van uit dat de eiser-belegger de bewijslast draagt.

¹²³ J. RONSE, *et.al.*, “overzicht van rechtspraak (1968-1977)”, *T.P.R.* 1978, nr. 268.

¹²⁴ *Ibid.*

¹²⁵ *Ibid.*

¹²⁶ Brussel 7 maart 1972, uittreksel in *R. Banque/T. Bankwezen* 1972, 411-426, noot LEMPEREUR.

¹²⁷ J. RONSE, *et.al.*, “Overzicht van rechtspraak (1968-1977)”, *T.P.R.* 1978, nr. 268.

¹²⁸ Rb. Antwerpen 25 mei 1989, *T.R.V.* 1989, 448- 451, noot J. TYTECA.

¹²⁹ Zie bijvoorbeeld V. DE SCHRYVER, “Prospectusaansprakelijkheid”, in E. WYMEERSCH, *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, (337) 362-364, en specifiek nr. 48; A. DE BOECK, “De prospectusaansprakelijkheid na de Wet van 22 april 2003: een nieuw kleedje of alleen maar wat make-up?”, *T.Fin.R.* 2005, 1223-1238; P.D. CAMESASCA, “Prospectus aansprakelijkheid”, *D.A.O.R.* 1996, (9) 21.

Het causaal verband tussen misleidende informatie en beleggersverliezen

47. Wat de aansprakelijkheid voor beleggersverliezen ingevolge misleidende informatieverstrekking betreft, trachten we inzicht te verwerven in de manier waarop de rechtspraak omgaat met beleggersverliezen die mogelijks het gevolg zijn van foutieve of onvolledige informatie. Zo stellen we, onder meer, de vraag of vereist wordt dat de belegger effectief kennis heeft genomen van de misleidende informatie en hoe het bewijs daarvan kan worden geleverd. Daarnaast wordt ook nagegaan op welke criteria de aanname van het vereiste causaal verband kan steunen.

1. De overname van de Bank Nagelmakers

48. Een eerste relevante rechterlijke beslissing in deze context is het arrest rond de overnamekwestie van de *Bank Nagelmaekers*¹³⁰. In casu kochten een aantal beleggers aandelen aan van de Bank Nagelmaekers met een specifieke bedoeling. Zij speculeerden op grond van gegevens uit een twee jaar oud prospectus, uitgegeven naar aanleiding van een overnamebod in 1990¹³¹. Daarin werd melding gemaakt van een ‘partnerschap’ tussen BNP en la Financière Lecoq, wat de beleggers interpreteerden als een gezamenlijke controle-uitoefening over de bank Nagelmaekers. Nog volgens het prospectus werd een verkoops optie overeengekomen tussen BNP en la Financière Lecoq die uitoefenbaar zou worden bij afloop van een periode van vier jaar na afsluiten van de overnamebieding en tegen dezelfde prijs als bij die overname. De beleggers hadden ingezien dat indien la Financière Lecoq de verkoops optie zou uitoefenen, BNP de exclusieve controle zou verwerven en ten gevolge daarvan opnieuw tot een openbare overnamebieding gehouden zou zijn met een overnameprijs gelijk aan de prijs die aan la Financière Lecoq zou worden betaald¹³². Dat betekende een mooie winst voor de beleggers aangezien ze de effecten tegen een aanzienlijk lagere prijs konden aankopen.

De beleggers wisten echter niet dat BNP de exclusieve controle over Bank Nagelmaekers in de afgelopen vier jaar reeds verworven had. Bij de uitoefening van de optie in 1994 was dan ook geen sprake van een controlewijziging en was BNP dan ook niet langer gehouden om een verplicht overnamebod te lanceren. Enige tijd later verkocht BNP zijn participatie in Bank Nagelmakers aan P&V Assurance en P.V.H. in een overnameprocedure, waarbij ook beleggers-eisers hun aandelen verkochten, zij het tegen een lagere prijs dan zij gehoopt hadden.

49. De beleggers startten een procedure tot schadevergoeding waarbij ze de emittent (Bank Nagelmaekers) verweten verkeerdelijk te hebben laten uitschijnen dat er gezamenlijke controle door BNP en la Financière Lecoq was. Hadden zij de waarheid gekend, zouden ze nooit de aandelen gekocht hebben daar de toekomstige verandering van controle voor hen de

¹³⁰ Kh. Brussel 16 april 1996, *R.P.S.* 1996, 431-443, noot B. FERRON.

¹³¹ Beleggers kochten de aandelen aan in 1992, op een moment dat de koers relatief laag stond.

¹³² In geval de optie werd uitgeoefend zou er immers niet langer sprake zijn van een gezamenlijke controle door BNP en la Financière Lecoq, maar van een exclusieve controle door BNP. Die verandering van controle brengt op grond van de overnamewetgeving mee dat de daarbij minderheidsaandeelhouders de kans zouden krijgen hun aandelen tegen dezelfde prijs als de controleverwerving door te verkopen.

enige reden tot investeren was. Aangezien BNP de markt nooit geïnformeerd had over de verworven de controle, menen eisers dat hun speculatie legitiem en onderbouwd was. De rechter in eerste aanleg volgde de redenering en kende de eisers een schadevergoeding toe. De rechter aanvaardt hier erg soepel het causaal verband door te stellen dat *'er geen enkele twijfel bestaat over het feit dat de speculatie, uitgelokt door het prospectus, in causaal verband staat met de aankoop van de effecten'*¹³³. Het gaat immers om elementen, namelijk de toekomststrategie, waar eisers van nature hun speculaties op baseren¹³⁴. De rechter aanvaardde met andere woorden op grond van de feiten dat de beleggers het prospectus effectief hadden gelezen en deze informatie in hun beleggingsbeslissing hadden verwerkt. Het enige waarvan nog duidelijk bewijs moest worden geleverd door de eisers, was het relevante karakter van de misleiding. Opnieuw op grond van de feiten meent de rechter dat ook daaraan is voldaan, waardoor het causaal verband bewezen wordt geacht¹³⁵. Een toepassing van een vermoeden in de zin van FOM was in deze zaak met andere woorden niet eens nodig aangezien de rechter het bewijs van causaal verband in de feiten makkelijk aanvaardt. Op grond van de feiten is het uiteraard ook bijzonder aannemelijk dat de beleggers het prospectus wel degelijk hadden gelezen en op basis van deze informatie tot de belegging waren overgegaan.

50. De concrete schadevergoeding die de beleggers vervolgens krijgen toegewezen wordt gelijk gesteld met het verschil tussen enerzijds de prijs die ze hadden moeten krijgen had BNP pas in 1994 bij de uitoefening van de optie de controle verworven, of met andere woorden, de overnameprijs van 1990, en anderzijds de verkoopprijs die ze nu van P.V.H. en P&V Assurance hebben verkregen¹³⁶. Deze schadevergoeding is opmerkelijk te noemen, aangezien men logischerwijs zou verwachten dat beleggers de inleg zouden terugkrijgen, vermeerderd met eventuele kosten en interesten. De rechter oordeelt echter dat de beleggers-eisers benadeeld zijn in die zin dat hun speculatie gegrond en legitiem was, waardoor ze recht hebben op de verkoopprijs gelijk aan de overnameprijs van 1990. Deze redenering lijkt ons vatbaar voor kritiek. De rechtbank stelt immers dat BNP in de fout is gegaan door de markt niet tijdig van zijn controle over Bank Nagelmaekers te informeren. Had BNP de markt echter wel geïnformeerd, voor de aankoop van de effecten door de beleggers-eisers, dan zou niet geresulteerd hebben in een verkoop tegen de overnameprijs van 1990, zoals de rechtbank stelt, maar logischerwijs in het initieel niet aankopen van de effecten door de beleggers-eisers. Hun enige beweegreden om de effecten aan te kopen, zoals ook de rechter eerder vaststelde, bestond immers uit de verwachting dat de uitoefening van de optie tot een openbaar overnamebod zou leiden waarbij de beleggers-eisers de effecten met winst zouden kunnen verkopen. In die zin hadden ze als schadevergoeding dan ook hoogstens recht op de betaalde aankoopprijs (vermeerderd met eventuele kosten en interesten).

¹³³ Vrij vertaald uit het vonnis: Kh. Brussel 16 april 1996, *R.P.S.* 1996, (431) 436.

¹³⁴ Kh. Brussel 16 april 1996, *R.P.S.* 1996, (431) 434. In beroep werd de beslissing hervormd. De appelrechter oordeelde dat verweerder geen fout verweten kon worden. Het prospectus was enkel gericht tot potentiële beleggers op dat moment, niet tot latere beleggers. Brussel 25 juni 2002, Rép. 2002/4154, aangehaald in X. DIEUX, "Examen de jurisprudence", *R.C.B.J.* 2004, (207) 257.

¹³⁵ Kh. Brussel 16 april 1996, *R.P.S.* 1996, (431) 434 – 436.

¹³⁶ Kh. Brussel 16 april 1996, *R.P.S.* 1996, (431) 436.

51. We stellen hier dan ook vast dat de rechtbank niet erg consistent omgaat met de analyse van causaal verband en de schadebegroting. Ons inziens heeft de rechtbank hier bovendien een vrij speculatieve belegging gelegitimeerd. Bovendien lijkt de stelling dat beleggers zich probleemloos op een twee jaar oud prospectus kunnen beroepen om de legitimiteit van hun speculatie aan te tonen betwistbaar^{137 138}. Het wekt dan ook weinig verwondering dat deze beslissing in graad van beroep hervormd werd. Het hof van beroep te Brussel oordeelde dat aan de verweerder geen fout kon worden verweten, aangezien het prospectus gericht was tot potentiële beleggers op dat moment, en niet op eventuele latere beleggers¹³⁹.

In wat volgt gaan we dieper in op de analyse van het causaal verband bij beleggersverliezen aan de hand van de juridische nasleep van de insolventie van Confederation Life.

2. Confederation Life: aansprakelijkheid van leidende banken voor misleiding

52. In december 1992 tot januari 1993 werden op de Belgische en Luxemburgse markten euro-obligaties met achterstgesteld karakter, uitgegeven door de Canadese verzekeringsmaatschappij Confederation Life, verkocht via een bankensyndicaat. De syndicaatsleiders waren de toenmalige Belgische bank ASLK (Algemene Spaar- en Lijfrentekas) en de Luxemburgse bank UCL (Banque Universelle et Commerciale du Luxembourg)¹⁴⁰. Behalve de distributie via de syndicaatsleidende banken (hierna: leidende banken) werden de obligaties ook verkocht via andere banken, zij het dat deze banken de effecten niet zelf hadden onderschreven, zoals wel het geval was voor de ASLK en UCL. De aangeboden euroobligaties kenden een looptijd van 28 januari 1993 tot 28 maart 2000 en werden uitgegeven tegen een interestvoet van 8.375%. De obligaties werden verkocht via de leidende banken en andere financiële tussenpersonen.

In 1994 echter werd de verzekeringsmaatschappij onder gerechtelijk beheer geplaatst met als gevolg dat de koers van de obligaties in korte tijd kelderde. Bij de gerechtelijke liquidatie van Confederation Life bleek al gauw dat de obligatiehouders als gevolg van het achtergesteld karakter van de obligaties andere schuldeisers moesten laten voorgaan, en zelf geen terugbetaling van de obligaties zouden verkrijgen. Daarop stelden de eisers een vordering in tegen de leidende banken – ASLK en UCL – bij de Brusselse rechtbank van koophandel tot nietigheid van de aankoop op grond van bedrog, en in tweede orde op grond van dwaling. De eisers voerden aan dat ze onjuist en onvolledig geïnformeerd waren door de bank waardoor ze verkeerdelijk dachten een risicoloze belegging aan te gaan. Concreet verweten de eisers de

¹³⁷ Zo hadden beleggers-eisers de situatie en juistheid van hun vooronderstellingen ook kunnen toetsen aan de financiële informatie zoals de jaarrekening. Bij opvraging van de jaarrekening van BNP of de Bank Nagelmaekers hadden ze immers duidelijk kunnen vaststellen dat dit geconsolideerde rekeningen waren, zij het dat de rechtbank van koophandel dit argument niet valabel vond. Kh. Brussel 16 april 1996, *R.P.S.* 1996, (431) 434. Zie voor een kritische bespreking van dit vonnis ook: K. VANDERHEYDEN, S. BOGAERTS, B. CLERCKX, P. D'HONDT en G.M. GOLLIER, *Openbare aanbiedingen en prospectus: de wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007, 305 e.v.

¹³⁸ De huidige wetgeving is op dit punt duidelijk: de geldigheid van een prospectus werd vastgelegd op twaalf maanden, zie art. 35 en art. 54 Prospectuswet.

¹³⁹ Brussel, 25 juni 2002, Rép. 2002/4154, aangehaald in X. DIEUX, “Examen de jurisprudence”, *R.C.J.B.* 2004, (207) 257.

¹⁴⁰ Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank. Fin.* 1997, afl. 5, 334-340.

leidende banken dat hen een onjuiste rating was meegedeeld, en bovendien waren ze niet op de hoogte gesteld van het achtergesteld karakter van de lening. Hadden beleggers-eisers geweten dat het om leningen met een achtergesteld karakter ging en een lagere rating (A+) dan de rating die hen was meegedeeld (AA of A2, en in een enkel geval zelfs AAA), dan zouden ze niet op het aanbod zijn ingegaan, aldus de eisers. Bijkomend wordt ook een vordering ingesteld op basis van precontractuele aansprakelijkheid, gesteund op de schending van de adviesverplichting en de onvolledige en onjuiste informatieverstrekking. Deze vorderingen tot nietigheid en tot schadevergoeding werden ingesteld door eisers die een contractuele band hadden met de ASLK en de UCL, bijvoorbeeld door rechtstreeks en na advies of informatie van deze banken te hebben ingewonnen.

53. De rechtbank van koophandel te Brussel wees de vordering tot nietigheid op grond van bedrog van de hand omdat eisers er niet geslaagd waren een bedrieglijke intentie te bewijzen. Wat de vordering tot nietigheid op grond van dwaling betreft, wordt enkel ten aanzien van een deel van de beleggers het causaal verband tussen de foute rating en de beleggingsbeslissing bewezen geacht. Meer bepaald maakt de rechter een onderscheid tussen enerzijds de beleggers die aangetoond hebben op zoek te zijn geweest naar een nagenoeg risicoloze belegging (*'placement de bon père de famille'*) en bovendien ofwel kennis te hebben genomen van de onjuiste rating, ofwel op de obligaties hebben ingetekend na advies van hun vertrouwde bankagentschap. Daar deze beleggers-eisers aangetoond hebben enkel te willen investeren in een veilige belegging, is het volgens de rechtbank aannemelijk dat de rating en/of het advies van hun vertrouwde bank met betrekking tot de veiligheid van de belegging van essentieel belang zijn geweest om tot de aankoop over te gaan. Ten aanzien van de andere beleggers-eisers in het geding oordeelt de rechter dat er geen sprake van dwaling is daar zij niet hebben aangetoond kennis te hebben genomen van de onjuiste rating, en dit dus ook hun beslissing niet kan hebben beïnvloed. De rechtbank acht het verder eveneens niet bewezen dat het achtergesteld karakter van de aangeboden obligaties van substantieel belang was voor deze beleggers-eisers. Het belang dat een belegger hecht aan het achtergesteld karakter van een schuld hangt immers af van de bereidheid tot het nemen van risico's van de belegger, aldus de rechtbank. Indien nu de beleggers-eisers de obligaties aankochten omdat ze meenden dat het om een nagenoeg risicoloze belegging ging, is het volgens de rechtbank weinig aannemelijk dat het achtergesteld karakter van de obligaties van substantieel belang was, daar de beleggers-eisers in dat geval de mogelijkheid van een faillissement – de enige situatie waarbij het achtergesteld karakter van de obligaties van belang is – buiten beschouwing zouden hebben gelaten¹⁴¹. Hoewel deze vooronderstelling zoals geformuleerd door de rechtbank met betrekking tot de relevantie van het achtergesteld karakter ons vatbaar lijkt

¹⁴¹ Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank. Fin.* 1997, afl. 5, (334) 338-339. Daarmee lijkt de rechtbank te suggereren dat ongeacht de risicobereidheid van een belegger, het achtergesteld karakter geen substantieel element kan vormen in de beleggingsbeslissing. Indien de belegger bereid is tot het nemen van risico's, kan men immers aannemen dat het achtergesteld karakter weinig tot geen rol heeft gespeeld in de aankoopbeslissing. Een risico-avers belegger lijkt door de rechtbank echter eveneens verondersteld te worden geen belang te hebben gehecht aan het achtergesteld karakter, daar hij enkel geïnteresseerd is in een nagenoeg risicoloze beleggingen en daarbij geen rekening houdt met mogelijke faillissementsscenario's, de enige situatie waarbij het achtergesteld karakter een rol speelt. Deze laatste vooronderstelling zoals ze in het vonnis werd geformuleerd lijkt ons onterecht. Ons inziens hecht een belegger die enkel in nagenoeg risicoloze beleggingen wil beleggen zeker belang aan het al dan niet achtergesteld karakter van obligaties, net omdat hij geen, of zo weinig mogelijk, risico wil nemen.

voor ernstige kritiek, volstond dit voor de rechtbank om ten aanzien van een deel van de beleggers-eisers de vordering tot nietigheid wegens dwaling van de hand te wijzen wegens het gebrek aan bewijs van causaal verband tussen de verkeerde informatie en de beleggersbeslissing.

54. Wat de vordering op grond van de precontractuele aansprakelijkheid (art. 1382 BW) betreft, oordeelt de rechtbank dat de banken-verweerders hun precontractuele informatieplicht hebben geschonden. De rechtbank stelt dat de precontractuele informatieplicht in deze context de beleggers-eisers in staat had moeten stellen de risico's die verbonden waren met de belegging correct in te schatten. Dit is des te meer het geval indien, zoals in dit geval, blijkt dat de banken ook zelf belang hadden bij de plaatsing van de effecten, aangezien zij in de hoedanigheid van leidende banken een groot deel van de uitgifte hadden onderschreven, en elk niet verkocht effect voor hun eigen rekening moest nemen. Door de cliënten, die geen professioneel profiel hadden en op zoek waren naar beleggingen om hun kapitaal veilig te stellen, verkeerd en onvolledig te informeren hebben de banken-verweerders potentiële beleggers niet in staat gesteld de risico's verbonden aan de belegging juist in te schatten. De rechtbank oordeelt ten slotte dat indien de banken de beleggers-eisers niet aangeraden hadden de effecten aan te kopen, of indien ze de eisers volledig geïnformeerd hadden met betrekking tot het risico, de eisers de euro-obligaties hoogstwaarschijnlijk niet aangekocht zouden hebben. Het argument dat de eisers bij de levering kennis konden nemen van de achtergestelde aard van de obligaties aangezien het achtergesteld karakter van de effecten bleek uit de vermelding op de titel, is irrelevant volgens de rechtbank. De levering vond immers plaats nadat de beleggbeslissing al was genomen. De fout van verweerders staat bijgevolg in causaal verband met de schade van de eisers¹⁴². De schadevergoeding waar beleggers-eisers recht op hebben volgens de rechter bestaat uit het equivalent van de emissieprijs van de obligaties, verhoogd met emissiepremie, indien van toepassing de beurstax, en de compenserende interest sinds de dag van de betaling van de effecten onder aftrek van reeds ontvangen interesten op de obligatieleningen.

55. Na de redenering in verband met het determinerend karakter van de achterstelling en de rating in het kader van de vordering tot nietigheid, is de toekenning van de schadevergoeding op grond van precontractuele aansprakelijkheid enigszins opmerkelijk te noemen. Hoewel de rechtbank in de context van de vordering tot nietigheid de foutieve rating enkel ten aanzien van bepaalde beleggers een determinerend element in de beleggersbeslissing vond en het achtergesteld karakter niet determinerend beoordeelde, wordt de onjuiste en onvolledige informatieverstrekking in het kader van de precontractuele aansprakelijkheid gebaseerd op art. 1382 BW. wel geacht een rol te hebben gespeeld in de beleggingsbeslissing, en dat zonder onderscheid tussen de beleggers. De rechter lijkt de causaliteit in de vorm van het determinerend karakter van dwaling strenger te beoordelen dan in de sfeer van de culpa in contrahendo. Niet enkel het verschil tussen de beide beoordelingen van het causaal verband wordt niet nader toegelicht, ook de vaststelling van het causaal verband op zich in de context van de precontractuele vordering wordt niet verder uitgelegd.

¹⁴² *Ibid.*

56. In een tweede, latere procedure gevoerd naar aanleiding van de euro-obligaties uitgegeven door Confederation Life, ook voor de Brusselse rechtbank van koophandel, stellen eisers-beleggers eveneens een vordering in tot schadevergoeding op grond van art. 1382 BW.¹⁴³ Anders dan in de vorige procedure gaat het hier om eisers die geen contractuele relatie hebben met één van de leidende banken, i.e. geen advies van deze banken hebben ingewonnen, noch rechtstreeks obligaties bij deze banken hebben gekocht. Om die redenen kunnen de eisers de ASLK en UCL enkel extracontractueel aanspreken. In deze procedure halen eisers aan dat verweerders – in casu de Fortis Bank NV en Fortis Bank Luxembourg S.A. als rechtsopvolgers van de leidende bank ASLK – een fout in de zin van art. 1382 BW. hebben begaan door niet grondig en onafhankelijk de solvabiliteitspositie van Confederation Life te evalueren¹⁴⁴. Hadden de banken-verweerders wel een solvabiliteitsonderzoek gevoerd, was het onmogelijk geweest voor de banken-verweerders om de latente insolventie van de emittent te negeren, aldus de eisers. De vordering wordt door de rechtbank echter afgewezen wegens het gebrek aan bewijs van een fout omdat eisers niet hebben aangetoond dat de leidende banken op de hoogte waren, of op de hoogte hadden moeten zijn van wat eisers de ‘latente’ insolventie van Confederation Life noemen. De financiële moeilijkheden bij Confederation Life bleken immers pas na de uitgifte van de effecten, stelde de rechtbank vast. Daarnaast hebben de eisers ook geen bewijs van causaal verband tussen de beweerde fout en de schade, met name de geleden verliezen aangetoond volgens de rechtbank¹⁴⁵. De vordering tot schadevergoeding werd met andere woorden afgewezen wegens het gebrek aan bewijs van fout en van causaal verband tussen de beweerde fout en de geleden verliezen.

57. In een derde zaak naar aanleiding van Confederation Life, dit keer gevoerd voor de rechtbank van koophandel te Gent, stelde een belegger-eiser dat hij op aanraden van zijn beursvennootschap de effecten had gekocht en daagde deze laatste dan ook voor de rechtbank tot vergoeding van de door hem geleden beleggersverliezen¹⁴⁶. De informatie die de beursvennootschap hem had verschaft was onjuist en onvolledig aangezien het achtergesteld karakter van de obligaties niet was meegedeeld. Zonder die misleidende informatie zou de belegger-eiser niet op het aanbod zijn ingegaan, aldus de eiser-belegger. De rechtbank wijst de vordering van de hand op grond van het gebrek aan bewijs dat hem foutieve informatie zou zijn verstrekt, noch bewijst eiser-belegger dat het achtergesteld karakter voor hem van wezenlijk belang was. De rechtbank argumenteert dat indien de achtergestelde aard van de obligaties wezenlijk zou zijn geweest voor de eiser-belegger, deze laatste bij de levering van de effecten reeds zou hebben opgemerkt dat de documenten betreffende de effecten de vermelding ‘achtergesteld’ hadden en vervolgens had moeten nagaan of deze levering conform zijn bestelling waren. De rechtbank voegt toe dat deze verificatie inzake de conformiteit van de levering niet kan worden verwacht van een doorsnee-belegger, doch wel

¹⁴³ Kh. Brussel, 10 februari 2000, *T.R.V.* 2000, 100-104, noot J. TYTECA.

¹⁴⁴ ASLK werd nog voor deze procedure overgenomen door Fortis Bank, waardoor procedures die plaatsvonden na datum van overname tegen de overnemer-rechtsopvolger Fortis Bank werden gevoerd

¹⁴⁵ Eisers tekenden beroep aan tegen het vonnis, doch het arrest in graad van beroep bevestigt het vonnis van de rechtbank van koophandel. Het arrest wordt hier echter niet verder besproken daar de causaliteitsvereiste niet aan bod kwam in het arrest. Zie: Brussel 8 maart 2002, *Bank. Fin.* 2002, afl. 4, 234-237, noot F. DE BAUW & M. DUPLAT, “Emission d’euro-obligations et devoir de due diligence du banquier chef de file. Observations à propos de l’arrêt de *Confederation Life*”, *Bank.Fin.* 2003, afl. 2-3, 136-144.

¹⁴⁶ Kh. Gent 13 februari 2001, *T.B.H.* 2001 (weergave M. DELMEE) 631-633.

indien de eiser zelf aangeeft dat het achtergesteld karakter van wezenlijk belang was voor hem¹⁴⁷. In casu heeft de eiser met andere woorden niet aangetoond dat hij een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen, had hij van de achtergestelde aard van de obligaties op de hoogte geweest. Verder oordeelt de rechtbank ook dat het minimaal verschil in rating geen reden is om een fout in hoofde van de leidende banken-verweerders te weerhouden.

58. De rechtbank van koophandel te Charleroi houdt er eenzelfde redenering op na in een vergelijkbare zaak naar aanleiding van de Confederation Life-uitgifte en oordeelde eveneens dat het causaal verband tussen enerzijds de foute rating en het achtergesteld karakter van de lening, en anderzijds de beleggingsbeslissing van de beleggers niet voldoende aangetoond was¹⁴⁸. Ook hier ging het om een eiser-belegger die de obligaties via een beursvennootschap had aangekocht en dus niet geadviseerd was geweest door ASLK of UCL, of een andere bank.

59. Zoals hierboven aangehaald, werden de euro-obligaties uitgegeven door Confederation Life ook op de Luxemburgse markt gedistribueerd. Bijgevolg stelden ook gedupeerde beleggers in Luxemburg vorderingen in om schadevergoeding voor geleden verliezen te verkrijgen bij de Luxemburgse rechtbank, waaronder ook een echtpaar dat reeds bij de rechtbank van koophandel te Brussel een vordering had ingesteld¹⁴⁹. Ook hier ging het om beleggers die door de bank in kwestie (hier UCL) geadviseerd waren geweest de obligaties aan te kopen. In tegenstelling tot de Belgische rechtbank van koophandel te Brussel, oordeelde de Luxemburgse rechter dat er geen sprake van dwaling was, noch van precontractuele aansprakelijkheid. Hij stelde dat de beleggers ook met kennis van het achtergesteld karakter van de obligatielening ingegaan zouden zijn op de belegging, daar deze een hoge rentevoet vertoonde en het bovendien niet bewezen was dat de bank had geadviseerd deze obligaties aan te kopen, eerder dan op andere mogelijke beleggingen in te gaan¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Zie met betrekking tot de relevantie van de vermelding ‘achtergestelde lening’ op het titelblad van de effecten ook het eerder besproken vonnis van de rechtbank van koophandel te Brussel (*supra* randnr. 54) die oordeelde dat dergelijke vermelding irrelevant is daar de levering plaatsvindt nadat de beleggingsbeslissing al is genomen. Zie Kh. Brussel 26 maart 1997, *Bank.Fin.* 1997, (334) 340. Zie in dezelfde zin: Brussel 9 september 2003, *Bank.Fin.* 2005 (verkort), 332-335, noot L. VAN DEN STEEN. Zie ook *infra* randnrs 60 en 61.

¹⁴⁸ Kh. Charleroi 1 maart 2001, niet gepubliceerd, R.G. A/98/00347, aangehaald door M. DELMEE, “Bank-Financieel Recht. Euro-obligaties, foutieve informatie – gebrek aan informatie – verplichting van de koper – (niet) aansprakelijkheid van de bank”, *T.B.H.* 2001, (631) 633; Kh. Gent 13 februari 2001, *T.B.H.* 2001 (weergave M. DELMEE) 631-633.

¹⁴⁹ Kh. Luxemburg 12 december 1997, *T.R.V.* 2000, 105-109, noot J. TYTECA. Zie ook: noot J.-P. BUYLE, *T.B.H.* 1998, 126-127. In de procedure voor de rechtbank te Brussel werd de vordering van het echtpaar tot nietigheid van de aankoop echter afgewezen daar de rechter het in hun geval niet bewezen achtte dat eisers-beleggers kennis hadden genomen van de foutieve rating, noch dat het achtergesteld karakter van de obligaties van substantieel belang was ten aanzien van deze eisers-beleggers. Ook voor de Luxemburgse rechtbank wordt hun eis afgewezen, zowel de vordering tot nietigheid als de vordering tot schadevergoeding, en dit eveneens op grond van het gebrek aan bewijs van causaal verband, met name een gebrek aan bewijs dat zij tot een andere belegging zouden hebben besloten hadden ze de juiste rating en het achtergesteld karakter gekend. Zie: *T.R.V.* 2000, 100-104, noot J. TYTECA.

¹⁵⁰ *Ibid.* Merk evenwel op dat wat de rentevoet betrof (8, 375%) de rechtbank van koophandel te Brussel in haar vonnis van 26 maart 1997 opmerkte dat deze rentevoet marktconform was aangezien gelijkaardige obligatieleningen in diezelfde periode een vergelijkbare rentevoet hanteerden. Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank.Fin.* 1997, afl. 5, (334) 338.

60. Tot slot willen we in deze context ook op het Varde-arrest wijzen, een zaak met gelijkaardige feiten als de Confederation Life zaken¹⁵¹. De Deense Varde Bank gaf in 1991 euro-obligaties uit voor een bedrag van in totaal € 12.394.676,24. De looptijd bedroeg vijf jaar, de interestvoet 10%. De Kredietbank Luxembourgoise (KBL) trad op als leidende bank en verkocht de obligaties via de eigen loketten en via professionele tussenpersonen. Onder deze tussenpersonen ook de toenmalige Bank voor Koophandel die later Keytrade Bank werd. De belegger-eiser in het geding had obligaties van Varde Bank aangekocht via de Bank voor Koophandel, waar deze belegger-eiser ook voorheen al beursorders had geplaatst. Het was de Bank van Koophandel die de belegger attent maakte op de mogelijkheid obligaties van de Varde Bank te kopen, waarop deze laatste besliste voor € 61.973,34 aan obligaties aan te kopen. In 1994 werden voor het eerst moeilijkheden vastgesteld toen bleek dat de coupons niet werden uitbetaald door de Varde Bank. KBL kondigde daarop aan dat de terugbetaling van het ingelegde kapitaal op vervaldag aan haar cliënten werd gegarandeerd. Op de vraag van de Bank voor Koophandel om die garantie ook aan de andere cliënten, die niet via KBL maar via andere banken de obligaties hadden aangekocht, te verlenen, antwoordde KBL negatief. De garantie werd beperkt tot de cliënten die rechtstreeks bij KBL hadden aangekocht. De Bank voor Koophandel weigerde haar cliënt, de eiser-belegger, zelf een garantie te verstrekken maar stelde zich wel garant om stappen te ondernemen om een tegemoetkoming van de KBL te verkrijgen in het belang van de eiser-belegger. In 1996 werd de Varde Bank failliet verklaard. Aangezien de verkochte obligaties een achtergesteld karakter hadden, keek de eiser belegger tegen een aanzienlijk verlies aan en stelde hij de rechstopvolger van de Bank voor Koophandel, de Keytrade Bank, aansprakelijk. Deze laatste riep daarop de KBL in vrijwaring.

De verhouding tussen KBL en de Bank voor Koophandel werd door het hof van beroep te Brussel als een *commissionairsrelatie* gekwalificeerd¹⁵². De rechtbank stelt verder dat ook op een *commissionair* een *precontractuele informatieverplichting* rust die inhoudt dat alle nuttige informatie inzake de mogelijke beleggingen moeten worden meegedeeld opdat de belegger in staat zou worden gesteld de risico's van een belegging correct in te schatten. De achtergestelde aard van de obligaties in kwestie behoort tot de te verstrekken informatie die de Bank voor Koophandel had moeten meedelen. Het feit dat de leidende bank deze informatie niet zou hebben meegedeeld doet niet ter zake, aldus het hof. Dat de achtergestelde aard van de obligaties bij levering bleek uit het titelblad doet eveneens niet ter zake volgens het hof, daar de beslissing wordt genomen vòòr de levering en de informatie op het moment van de levering moet worden beoordeeld¹⁵³. Het hof wijst bovendien ook op de onduidelijkheid inzake de rating die de obligaties kregen en besluit dat de Bank voor Koophandel haar *precontractuele informatieverplichting* ten aanzien van de belegger-eiser

¹⁵¹ Brussel 9 september 2003, *Bank.Fin.* 2005 (verkort), 332-335, noot L. VAN DEN STEEN.

¹⁵² Brussel 9 september 2003, *Bank.Fin.* 2005 (verkort), 332-335, noot L. VAN DEN STEEN. Zie ook: L. VAN DEN STEEN, "De precontractuele aansprakelijkheid van de bank-lead-manager ten aanzien van de bank-tussenpersoon en diens cliënt" (noot onder Brussel 9 september 2003), *Bank.Fin.*, (335) 337; M. TISON, "Kroniek Financieel Recht (1 juli 2004 – 31 augustus 2007)", *T.R.V.* 2007, afl. 8, (632) 671.

¹⁵³ Vergelijk met de beoordeling van de relevantie van de vermelding 'achtergestelde lening/subordinated bonds' op het titelblad van de effecten in Kh. Gent 13 februari 2001, *T.B.H.* 2001 (weergave M. DELMEE) 631-633; zie *supra* randnr. 57. Zie in dat verband ook Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank.Fin.* 1997, (334) 340 en *supra* randnr. 54. Zie ook *infra* nr. 61.

heeft geschonden. Het hof neemt aan dat “in de gegeven omstandigheden, indien de Bank voor Koophandel hem op de hoogte had gesteld van het achtergesteld karakter van de lening, hij deze laatste niet zou hebben gelast met inschrijven op deze obligaties”¹⁵⁴. De schadevergoeding die belegger-eiser wordt toegewezen bestaat uit het nominale bedrag van de obligaties, vermeerderd met de interesten aan 10% per jaar (gedurende vijf jaar), en vermeerderd met de compensatoire interesten en gerechtelijke interesten. Van dat bedrag worden de reeds ontvangen interesten en dividenden in mindering gebracht¹⁵⁵.

61. Ook in deze procedure werd het causaal verband tussen de onvolledige informatie en de geleden beleggersverliezen dus vastgesteld door de rechtbank, maar niet verder geanalyseerd of gemotiveerd. Het hof neemt genoegen met de aanname van het causaal verband op grond van de door de partijen aangeleverde feiten. Tenslotte wijzen we kort op het verschil in beoordeling van de relevantie van de vermelding ‘achtergestelde lening/subordinated bonds’ op het titelblad van de effecten in verschillende vergelijkbare zaken. Zo werd in het vonnis naar aanleiding van Confederation Life door de rechtbank van koophandel te Brussel geoordeeld dat de kennisname van het achtergesteld karakter van de effecten op het moment van de levering (door de vermelding daarvan op het geleverde titelblad van de effecten) niet ter zake doet in de beoordeling van het causaal verband. In dat geval vindt de kennisname immers plaats nadat de beleggingsbeslissing al is genomen, terwijl bij de beoordeling van het causaal verband enkel rekening moet worden gehouden met de informatie die tot de beleggingsbeslissing geleid heeft. In dezelfde zin oordeelde ook het hof van beroep te Brussel in het bovenstaande arrest naar aanleiding van de Varde-bank. In de procedure voor de rechtbank van koophandel te Gent werd niettemin expliciet gesteld dat van een belegger die het achtergestelde karakter van effecten relevant acht in het nemen van een beleggingsbeslissing, verwacht mag worden dat hij bij levering het al dan niet achtergesteld zijn van de effecten controleert. De vaststelling dat dit niet gebeurd was, leidde het hof tot de conclusie dat er geen causaal verband bestond tussen de beleggingsbeslissing en het achtergesteld karakter van de effecten. Deze verschillende beoordelingen van identieke elementen in vergelijkbare zaken is opmerkelijk.

62. In de zaken rond Confederation Life en Varde Bank betrof het telkens de uitgifte van obligaties waarbij een of meer banken als syndicaatsleiders optraden. De beleggers beschikten in deze zaken doorgaans niet over een prospectus met betrekking tot de aangeboden effecten. In dergelijke zaken waren cliënten dan ook bijzonder afhankelijk van wat de leidende bank hen aan informatie meedeelde om te beslissen de effecten al dan niet aan te kopen. De hierna volgende zaak Barrack Mines is in die zin dan ook anders, daar de beleggers zich naast de

¹⁵⁴ Brussel 9 september 2003, *Bank.Fin.* 2005 (verkort), 334-335, noot L. VAN DEN STEEN.

¹⁵⁵ Ook de vrijwaringseis werd door het hof toegewezen daar KBL de Bank van Koophandel niet geïnformeerd had inzake het achtergesteld karakter van de obligatielening. Brussel 9 september 2003, *Bank.Fin.* 2005 (verkort), 334-335, noot L. VAN DEN STEEN.

informatie die hun financiële instelling als leidende bank verschaftte ook konden baseren op de informatie uit het prospectus¹⁵⁶.

3. Barrack Mines: prospectusaansprakelijkheid van de leidende bank

63. Naar aanleiding van een aandelenemissie in 1988 van de Australische vennootschap Barrack Mines Ltd., actief in de sector van goud, koper, zilver en basismetalen, werden aandelen van deze vennootschap op de Brusselse en Antwerpse markt geïntroduceerd¹⁵⁷. De introductie werd georganiseerd door de toenmalige Belgische bank BBL, die de vennootschap aanpreef als stabiel en de belegging als zeer rendabel. Bij de introductie bedraagt de prijs van het aandeel 104 BEF. BBL stond ook in voor de verdere begeleiding van het aandeel op de Belgische beurzen. In 1990 echter verliet de controlerende aandeelhoudersfamilie de vennootschap, waarop de aandelenkoers omlaag dook. In datzelfde jaar berichtte de pers ook over de zware verliezen die Barrack Mines, dat al een hoge schuldenlast droeg, had geleden in het boekjaar 1989-1990. De financiële moeilijkheden hielden aan en leidden uiteindelijk tot de schrapping van de beursnotering. Het aandeel van Barrack Mines noteerde op dit moment nog op 0,5 BEF. Een aantal Belgische beleggers daagden BBL daarop voor de rechter op grond van art. 1382 B.W. Zij verweten de bank een promotiecampagne gevoerd te hebben zonder de beleggers te verwittigen voor de speculatie die aan de investering verbonden was. Zo werd de hoge schuldenlast in het boekjaar 1988 niet als een risicofactor, maar als een typisch kenmerk eigen aan ondernemingen in deze sector voorgesteld. Ook het beleggen in goud of silicium werd niet als speculatief betiteld. Bovendien werd de bank verweten op geen enkel moment kritisch te zijn geweest ten aanzien van de onderneming en de aangeboden belegging, noch op enig moment de signalen zoals de hoge schuldenlast, de goedkope inkooprijds etc. nader te onderzoeken¹⁵⁸. Ook in het prospectus werden geen indicaties inzake de speculatieve elementen aangegeven, noch werden kritische opmerkingen of diepgaandere verklaringen gegeven voor de schuldenlast, noch voor de goedkope inkooprijds of de reden waarom een voor de Belgische markt onbekende Australische vennootschap de Belgische markten aansprak.

In eerste aanleg ging de rechter voorbij aan de exoneratieclausule van de bank in het prospectus en beoordeelde het gedrag van de bank als lichtzinnig en foutief in de zin van art. 1382 B.W.¹⁵⁹ ¹⁶⁰ Wat de schade en het causaal verband betreft, stelt de rechter dat dit niet

¹⁵⁶ Kh. Brussel 17 oktober 2003, *D.A.O.R.* 2004, 83-87, noot S. DELAËY, "Barrack Mines: Prospectusaansprakelijkheid van de kredietinstelling" (noot onder Kh. Brussel 17 oktober 2003), *D.A.O.R.* 2004, 87-96.

¹⁵⁷ Kh. Brussel 17 oktober 2003, *D.A.O.R.* 2004, 83-87, noot S. DELAËY.

¹⁵⁸ Kh. Brussel 17 oktober 2003, *D.A.O.R.* 2004, (83) 85-86, noot S. DELAËY.

¹⁵⁹ Het exoneratiebeding werd nietig geacht, daar dat *'iedere zin aan haar woord zou ontnemen, en als het ware het publiek zou moeten verwittigen dat telkens de bank het woord neemt, dit niet ernstig zou moeten worden genomen'*, Kh. Brussel 17 oktober 2003, *D.A.O.R.* 2004, (83) 84, noot S. DELAËY.

¹⁶⁰ Om tot de fout te besluiten ging de rechtbank uit van het onjuiste en onvolledige prospectus, waarvoor de bank aansprakelijk werd gesteld daar de bank niet enkel instond voor het organiseren van de introductie van het aandeel op de Belgische markten, maar volgens de rechtbank ook in analyses buiten het prospectus, in jaarverslagen en in de pers het aandeel actief promootte. Deze aansprakelijkheid is van groot belang aangezien beleggers zich in geval van insolvelabel geworden emittenten bij voorkeur tot (solvabele) financiële instellingen die als tussenpersoon zijn opgetreden zullen wenden voor het verkrijgen van compensaties. Zie hierover ook: S.

gelijk voor iedere belegger bepaald kan worden. Het causaal verband en de concrete schade moet voor iedere eiser afzonderlijk onderzocht worden in functie van zijn ingesteldheid en de elementen die hem tot de aankoop hebben gedreven¹⁶¹.

De schade van de eisers-beleggers bestaat uit de geleden verliezen en de gederfde winst, aldus de rechtbank. Wat de geleden verliezen betreft kan ten aanzien van alle eisers duidelijk gesteld worden dat deze verliezen bestaan uit de ingezette kapitalen, verminderd met ofwel de verkoopprijs van de aandelen ten aanzien van de eisers die de aandelen verkocht hebben, ofwel de restwaarde op datum van schrapping van de beurs ten aanzien van die beleggers die niet verkocht hebben. Wat de gederfde winst betreft, in casu de opbrengsten die het ingezette kapitaal normalerwijs zou hebben voortgebracht, moet dit per eiser worden nagegaan. De gederfde winst kan immers enkel worden toegewezen indien de individuele eiser-belegger bewijst dat hij zonder de misleiding in winstgevende producten, andere dan de aandelen van Barrack Mines, zou hebben belegd.

64. In de analyse van de causaliteitsvereiste verduidelijkt de rechtbank verder dat de vorderingen van de beleggers-eisers individueel moeten worden onderzocht om te bepalen in welke mate de onrechtmatige daad van de BBL heeft bijgedragen tot het geclaimde beleggersverlies. De rechtbank verwijst bijvoorbeeld naar de samenstelling van de beleggingsportefeuille, het beheer daarvan en de inhoud om te achterhalen met welke instelling en om welke redenen de belegger bepaalde beleggingsbeslissingen neemt. Wanneer uit de samenstelling, inhoud en beheer van de individuele beleggingsportefeuilles bijvoorbeeld een speculatieve instelling blijkt, spreekt het voor zich, volgens de rechtbank, dat een belegger geen recht op vergoeding heeft. Het is in dat geval immers onwaarschijnlijk dat de belegger zich heeft laten leiden door de informatie, of het gebrek daar aan, die de bank verstrekt heeft. Om die reden, stelt de rechtbank, kan enkel de misleide ‘pater familias’-belegger in aanmerking komen voor een schadevergoeding¹⁶². Enkel in het geval het om een belegger gaat die niet bereid was risico’s te nemen, is het immers aannemelijk dat hij niet zou hebben belegd in de effecten indien hij de risico’s had gekend.

65. Op grond van deze redenering van de rechtbank kan worden afgeleid dat de causaliteitsvereiste wordt beoordeeld op volgende criteria. Eerst en vooral moet de belegger effectief door de onjuiste of onvolledige informatie misleid zijn geweest. Dit lijkt te suggereren dat beleggers ofwel effectief het prospectus, en dus de misleidende informatie, moeten hebben gelezen, ofwel geadviseerd zijn geweest door een (professioneel) tussenpersoon die door de informatie was beïnvloed. Bovendien moet de belegger het type belegger geweest zijn dat niet bereid was risico’s te nemen. Beleggers die minder risico-avers of zelfs speculatief zijn ingesteld (de “niet-pater familias-beleggers”), komen volgens de rechtbank niet in aanmerking voor vergoeding daar zijn aangezien de kennis van de potentiële risico’s hen niet van de belegging zouden hebben weerhouden. Opmerkelijk is dat net als in

DELAEY, ‘Noot: Barrack Mines: prospectusaansprakelijkheid van de kredietinstelling’, *D.A.O.R.* 2004, (87) 89 e.v.

¹⁶¹ Elementen daarvoor zijn o.a.: het ingezette kapitaal, de inhoud van iedere portefeuille, de wijze waarop die werd beheerd enz. Kh. Brussel 17 oktober 2003, *D.A.O.R.* 2004, (83) 84, noot S. DELAEY.

¹⁶² Kh. Brussel 17 oktober 2003, *D.A.O.R.* 2004, (83) 87, noot S. DELAEY.

de Confederation Life-zaak van 26 maart 1997 de rechtbank van koophandel te Brussel het causaal verband dus soepeler aanvaardt ten aanzien van de zogenaamde ‘pater familias-beleggers’¹⁶³.

66. De vooronderstelling in de aanname van het causaal verband met betrekking tot het onderscheid tussen de pater familias-beleggers en de andere beleggers lijkt, ons inziens, echter een belangrijk element over het hoofd te zien. Aangenomen dat de belegger van het speculatieve type ook op de belegging zou zijn ingegaan zonder de misleidende informatie, dan nog is het niet correct te besluiten dat deze belegger helemaal geen schade heeft geleden als gevolg van de misleidende informatie. Beleggers die erop vertrouwen dat de informatie in verband met de effecten correct en volledig is, menen immers een product van de beloofde kwaliteit tegen de betaling van de prijs daarvan te verkrijgen. Indien vervolgens blijkt dat het product niet aan de beloofde standaard beantwoordt, zijn zij eveneens misleid en hebben ze principieel recht op het verschil tussen de betaalde prijs en de werkelijke waarde van het product, zoals dat op het moment van aankoop gold. Dit is in wezen wat de FOM-theorie stelt. Niettemin blijkt dat de rechtbank in deze procedure, analoog met het traditionele Amerikaanse ‘transaction causation’-begrip, de causaliteitsvraag enkel beoordeelt aan de hand van de al dan niet relevante invloed van de gebrekkige informatie op de beleggingsbeslissing van een individuele belegger. De invloed van de misleidende informatie op de prijsvorming daarentegen wordt niet nagegaan. Ons inziens onterecht, aangezien elk type van belegger door onjuiste en onvolledige informatie beïnvloed en misleid kan worden, zowel voor wat zijn beleggingsbeslissing betreft, als de prijs die hij voor de effecten betaalt¹⁶⁴.

67. In graad van beroep werd de beslissing grotendeels bevestigd, zij het dat de analyse van de causaliteitsvereiste enkele belangrijke verschillen vertoont. Net als in eerste aanleg concludeert het hof van beroep dat de informatieverstrekking door BBL foutief was in de zin van 1382 BW. In het arrest wordt als uitgangspunt vooropgesteld dat “*van de doorsnee belegger moet worden aangenomen dat hij zijn beslissing treft nadat hij zich behoorlijk heeft geïnformeerd bij alle bronnen die de financiële markt biedt*”¹⁶⁵. Het hof lijkt er met andere woorden principieel vanuit te gaan dat de beleggers zich hebben geïnformeerd. Het hof merkt op dat het verder geen belang heeft of de belegger zelf de bronnen heeft geraadpleegd, dan wel via een tussenpersoon is geïnformeerd. Het hof wijst erop dat alle beschikbare informatiebronnen met betrekking tot de aandelenintroductie van Barrack Mines terug te brengen waren op de informatie verstrekt door de BBL en het prospectus. Voorts wordt aangenomen dat de beleggers niet in de mogelijkheid zouden zijn geweest deze aandelen aan te kopen zonder de notering in België en de steun die Barrack Mines daarbij kreeg van BBL. Niettemin volgt daar niet uit dat het causaal verband voor alle aankopen is aangetoond, volgens het hof. Meer bepaald moet een onderscheid worden gemaakt tussen de aankopen die plaatsvonden vóór het misleidend karakter van de informatie algemeen bekend werd, en de aankopen die na de berichtgeving met betrekking tot de problemen bij Barrack Mines werden

¹⁶³ Kh. Brussel 26 maart 1997, *Bank.Fin.* 1997, 334-340.

¹⁶⁴ Zie ook: V. DE SCHRYVER, “Prospectusaansprakelijkheid”, in E. WYMEERSCH, *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, (337) 362-364, en specifiek nr. 48.

¹⁶⁵ Brussel 3 oktober 2006, *D.A.O.R.* 2007, (227) 231, noot: S. DELAEY; S. DELAEY, “Barrack Mines: het vervolg” (noot onder Brussel 3 oktober 2006), *D.A.O.R.* 2007, 234-238.

verricht. Het hof stelt dat op het moment door andere bronnen dan BBL werd bekend gemaakt dat de hoofdaandeelhouder uit de vennootschap was gestapt en het aandeel daarop was gedaald, de beleggers zich gerealiseerd moeten hebben dat de informatie van de BBL en het prospectus niet gegrond was. Meer specifiek stelt het hof dat “*de inhoud van de publicatie in L’Echo van 10 mei 1999 na enkele dagen was doorgedrongen in de financiële markt*” en dat “*een voorzichtige belegger vanaf dat ogenblik afstand van het aandeel nam*”¹⁶⁶. Het hof concludeert dat aankopen verricht na 14 mei 1990 dan ook op speculatie berustten en niet het gevolg kunnen zijn van de misleidende informatie.

68. De analyse van het hof van beroep steunt, in tegenstelling tot de rechtbank van koophandel in deze zaak en in de zaak rond *Confederation Life*, duidelijk meer op de impact van misleidende informatie op de markt, meer dan op de eigenlijke ingesteldheid of motivatie van de belegger-eiser. Zo stelt het hof expliciet dat het voor het causaal verband vereist is dat de belegger direct of indirect via een tussenpersoon heeft kennisgenomen van de misleidende informatie. Tegelijkertijd echter lijkt het hof automatisch aan te nemen dat de doorsnee-belegger, waaronder het ook de beleggers in het geding schijnt te rekenen, zich effectief voorafgaandelijk aan een belegging informeert. Het hof gaat verder niet in op de redenen waarop zij deze vaststelling steunt, hetgeen toch enigszins opmerkelijk is daar in de praktijk algemeen aangenomen wordt dat particuliere beleggers zelden het prospectus of andere informatie effectief lezen¹⁶⁷. Daarnaast lijkt het hof ook te erkennen dat *elke* belegger die aandelen aankocht in de periode gedurende de welke de misleidende informatie niet betwist werd, schade heeft geleden als gevolg van de misleiding en niet enkel de zogenaamde pater familias-beleggers. Het onderscheid dat de rechtbank van koophandel maakte tussen deze pater familias-beleggers en de andere beleggers wordt met andere woorden, ons inziens terecht, niet weerhouden.

69. Niettemin blijkt uit de analyse van de geleden schade dat ook hier het hof enkel de invloed van de misleidende informatie op de beleggingsbeslissing in acht neemt, en voorbij gaat aan de invloed van misleidende informatie op de prijsvorming in de schadebegroting. Het hof concludeert immers dat het geleden verlies voor *elke* belegger bestaat uit de geïnvesteerde hoofdsom bij aankoop van effecten gedurende de periode van de introductie tot 14 mei 1990, vermeerderd met de verschuldigde interest. De vordering met betrekking tot de gederfde winst beschouwd het hof als “*te aleatoir om [...] als vergoedbaar in aanmerking te komen*”¹⁶⁸. Daarnaast dient ook de verkoopsopbrengst die de beleggers ontvingen bij de verkoop van de aandelen in mindering te worden gebracht. Dat deze schadebegroting geen rekening houdt met de mogelijke invloed van de misleidende informatie op de prijsvorming volgt uit de vaststelling dat *elke* belegger de volledige inlegsom als schadevergoeding toegewezen krijgt, terwijl het waarschijnlijk is dat sommige beleggers die de aandelen naar aanleiding van de introductie kochten, deze aandelen ook hadden aangekocht indien ze de risico’s van de aankoop hadden gekend. Alleen zouden ze in dat laatste geval tegen andere voorwaarden hebben aangekocht, bijvoorbeeld tegen een lagere prijs per aandeel. In dat geval

¹⁶⁶ *Ibid.*

¹⁶⁷ Zie *supra* randnr. 4 en de verwijzingen daar.

¹⁶⁸ Brussel 3 oktober 2006, *D.A.O.R.* 2007, (227) 233.

is de schade die ze lijden niet terug te brengen op de volledige inlegsom, maar op het verschil tussen hetgeen zij betaalden en de werkelijke waarde van de aandelen, had het prospectus de markt correct ingelicht over de mogelijke risico's die met de belegging gepaard gingen.

Besluit

70. De analyse van de weliswaar schaarse gepubliceerde rechtspraak laat toe enkele conclusies te trekken met betrekking tot de concrete invulling van de causaliteitsvereiste in de context van beleggersverliezen. Eerst en vooral gaven meerdere van de onderzochte rechterlijke beslissingen blijk van een opvallend gebrek aan analyse van de causaliteitsvereiste. Niet zelden werd de beoordeling van het causaal verband bijzonder kort en met weinig diepgang afgehandeld, en zonder verdere duiding al dan niet bewezen geacht. Dit resulteerde bovendien ook in een weinig uniforme en ondoorzichtige behandeling van de causaliteitsvereiste, zelfs indien het om gelijkaardige feitelijke elementen in vergelijkbare zaken ging. Symptomatisch hiervoor is de beoordeling van het causaliteitsvraagstuk door verschillende jurisdicties in de nasleep van de insolventie van de Confederation Life¹⁶⁹. Bovenstaande beslissingen scheppen kortom niet veel duidelijkheid over de criteria die de rechtspraak hanteert om het causaal verband in het contentieux van de beleggersverliezen ingevolge misleidende informatie te beoordelen.

71. Verder bleek de Belgische rechtspraak het causaal verband tot voor kort uitsluitend te beoordelen aan de hand van de al dan niet relevante invloed van de misleidende informatie op de beleggingsbeslissing, vergelijkbaar met het traditionele Amerikaanse transaction causation-begrip. Het causaal verband tussen de misleidende informatie en de prijsvorming van financiële instrumenten, zoals dit in de context van de efficiënte markt-hypothese en de FOM-theorie gebeurt, werd daarentegen niet onderzocht.

72. De eenzijdige visie op causaal verband in de context van beleggersverliezen leidde herhaaldelijk tot het onderverdelen van de eisers-beleggers in het geding in enerzijds de zogenaamde pater familias-beleggers, die op zoek zijn naar nagenoeg risicoloze beleggingen en bijgevolg verondersteld worden niet beslist zouden hebben in te stemmen met de belegging hadden ze de waarheid met betrekking tot de risico's gekend, en anderzijds de andere beleggers die ook met kennis van de risico's belegd zouden hebben (Confederation Life en Barrack Mines in eerste aanleg).

In die zin getuigt het arrest van het hof van beroep te Brussel naar aanleiding van het faillissement van Barrack Mines van een belangrijke verschuiving in de causaliteitsbeoordeling. Eerst en vooral gaat het hof dieper in op de analyse van causaal

¹⁶⁹ Zie bijvoorbeeld de verschillende beoordelingen inzake de relevantie van de vermelding van het achtergesteld karakter gaat op het titelblad van de effecten dat de eiser-belegger ontvangt bij levering van de effecten in Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank. Fin.* 1997, afl. 5, 334-340; *supra* randnr. 54; Brussel 9 september 2003, *Bank.Fin.* 2005 (verkort), 332-335, noot L. VAN DEN STEEN; *supra* randnr. 60; en Kh. Gent 13 februari 2001, *T.B.H.* 2001 (weergave M. DELMEE) 631-633; *supra* nr. 57; Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank.Fin.* 1997, afl. 5, (334) 338-339. Zie ook: J.-P. BUYLE, "Bankrecht. Uitgiftesyndicaat – Vaste overname – Aansprakelijkheid van de leidende bank, *T.B.H.* 1997, (330) 331; en: TYTECA, "Confederation Life – adviesverstrekking aan de belegger", *T.R.V.* 2000, (118) 120 e.v., noot onder Brussel, 26 maart 1997, *T.R.V.* 2000, 100-104.

verband dan voorheen het geval was. Bovendien past het hof ook een ander criterium toe. Daar waar de vroegere besproken rechtspraak de beoordeling van het causaliteit toespitste op de instelling en motivatie van de individuele belegger om op de belegging in te gaan, verschuift het zwaartepunt in het arrest van hof van beroep naar het ogenblik van de aankoop¹⁷⁰. Het hof maakte een onderscheid tussen de aankopen gebeurd voor de misleiding bekend werd, en de aankopen na dat moment. De efficiënte markt-hypothese wordt in de redenering niet expliciet aangehaald, maar de verwijzing naar het doordringen van informatie in de markten lijkt daar toch aan te refereren. Door het ogenblik van de aankoop als criterium te fixeren, wordt het causaal verband aan een objectieve maatstaf gekoppeld en wordt niet langer een onderscheid tussen beleggers gemaakt op grond van subjectieve – en moeilijk te verifiëren – element zoals de motivatie en risicobereidheid van een individuele belegger. De beslissing van het hof van beroep lijkt ons bovendien ook juister aangezien effectief elke belegger die aankocht zonder van de misleiding op de hoogte te zijn, misleid is en schade geleden heeft in de vorm van het betalen van een onjuiste prijs voor de effecten. Niettemin is vast te stellen dat het hof de gewijzigde aanpak om het causaal verband te beoordelen niet heeft doorgezet in de begroting van de schade. Net zoals in de andere besproken zaken begrootte het hof de schade op de initiële inlegsom, vermeerderd met kosten en interesten. Er werd geen aangepaste schadebegroting gemaakt voor die beleggers die ook zonder de misleiding tot de aankoop zouden zijn overgegaan. Dergelijke schadebegroting zou de schade immers vaststellen op het verschil tussen de betaalde prijs en de werkelijke waarde (op het moment van aankoop) van de effecten.

73. Eveneens opvallend in het arrest van het hof van beroep is de expliciete aanname van de hypothese dat verondersteld wordt dat elke belegger zich voorafgaand aan de belegging geïnformeerd heeft bij de bronnen die de financiële markt biedt. Hoewel de rechtspraak in de beoordeling van het causaal verband doorgaans leek te vereisen dat de beleggers direct of indirect misleid waren door de onvolledige of onjuiste informatie¹⁷¹, lijkt het hof van beroep eenvoudigweg van de hypothese van de geïnformeerde belegger uit te gaan. Hoewel dit geen causaliteitsvermoeden vestigt zoals de FOM-doctrine dat deed, vormt het toch een indicatie van enige soepelheid in de rechtspraak bij het bewijs van het causaal verband in de context van beleggersverliezen als gevolg van misleidende informatie.

74. De ondoorzichtige redeneringen inzake causaliteit in het contentieux van beleggersverliezen zijn in hoge mate het gevolg van het exclusief beschouwen van de causaliteitsvraag als de vraag naar het causaal verband tussen de beleggingsbeslissing en de misleidende informatie. Bovendien wordt in de Belgische causaliteitsleer, althans in theorie¹⁷², de causaliteitsvraag verder beperkt tot de loutere feitelijke relatie waarbij er verder

¹⁷⁰ Zie bijvoorbeeld de in dit artikel besproken beslissingen in de *Confederation Life-procedures*, het *Vardevonnis* en het vonnis in eerste aanleg naar aanleiding van het faillissement van *Barrack Mines*.

¹⁷¹ Zie bijvoorbeeld kh. Brussel 26 maart 1997, *Bank. Fin.* 1997, afl. 5, (334) 340. In casu stelt de rechtbank van koophandel hier dat indien de bank de beleggers niet had aangeraden de obligaties aan te kopen, of indien zij de beleggers correct geïnformeerd had over de risico's die aan de belegging verbonden waren, de beleggers de obligaties niet onderschreven zouden hebben. Op grond daarvan concludeert de rechtbank dat de beleggers misleid zijn en wordt de vordering tot schadevergoeding toegekend.

¹⁷² Ondanks de stelling dat causaal verband exclusief beoordeeld wordt aan de hand van de equivalentieleer in België zijn er afwijkende rechterbeslissingen voor handen. Zie overzichten en besprekingen: H. BOCKEN,

weinig tot geen ruimte over blijft om andere criteria ter beoordeling van het causaal verband in acht te nemen¹⁷³. Indien de kern van de causaliteitsvraag toegespitst wordt op de vraag in welke mate de belegger beïnvloed werd door de misleiding, in de wetenschap dat vele beleggers geen financiële informatie lezen of doornemen, blijven er voor de rechtspraak slechts twee opties over. Enerzijds kan een rechtbank een soepele houding aannemen ten aanzien van het bewijs inzake het causaal verband voorstaan, waarbij mogelijks een te brede en deels onterechte beleggersbescherming wordt gecreëerd. Zo wordt er in de literatuur bijvoorbeeld op gewezen dat de equivalentieeler een slachtoffervriendelijk aansprakelijkheidssysteem creëert, aangezien de schade in geval van een samenloop van omstandigheden eerder voor rekening van de verweerder zal worden gelaten¹⁷⁴. Hoewel dit in de gemiddelde aansprakelijkheidskwestie geen probleem hoeft te zijn¹⁷⁵, ligt dit in de context van beleggersverliezen moeilijker. Beleggers dragen nu eenmaal het risico van de waardedaling van effecten indien die het gevolg zijn van marktomstandigheden. Door het causaal verband soepel te aanvaarden, kan een deel van de risico's en schade die eigenlijk door een belegger dienen te worden gedragen, worden afgewenteld op derden. Een tweede mogelijke benadering bestaat in een strikte toepassing van de causaliteitsvereiste, waarbij effectief bewijs geëist wordt dat de belegger bij het nemen van de aankoopbeslissing werd beïnvloed door misleidende info. In deze hypothese ontstaat een bijzonder restrictieve houding ten aanzien van de vergoeding van beleggersverliezen, waarbij effectief benadeelde beleggers weinig tot geen middel tot recuperatie hebben gezien de zware bewijslast¹⁷⁶. De in dit artikel besproken rechtspraak toont aan dat beide, soepele en restrictieve benaderingen, door de Belgische rechters worden toegepast, wat in de eerste plaats tot verwarring en rechtsonzekerheid heeft geleid wat betreft de causaliteitsvraag bij de vergoeding van beleggersverliezen.

75. Een alternatieve benadering van causaliteit, zoals FOM bijvoorbeeld voorstaat, kan in die zin dan ook een nuttige en verhelderende oplossing bieden¹⁷⁷. Het benaderen van het

“Actuele problemen inzake het oorzakelijk verband”, in X., *Recht halen uit aansprakelijkheid*, Post universitaire cyclus Willy Delva 1992-1993, Gent, Mys & Breesch, 1993, n°6; M. BUSSANI & V. V. PALMER, *Pure economic loss in Europe*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003, 131 ff; B. DUBUISSON, "Jurisprudence récente de la Cour de Cassation sur la relation causale", *J.T.*, 2010, (746) 754.

¹⁷³ Zie bijvoorbeeld ook: B. DUBUISSON, "Jurisprudence récente de la Cour de Cassation sur la relation causale", *J.T.*, 2010, (746) 746-747; H. BOCKEN, “Actuele problemen inzake het oorzakelijk verband”, in X., *Recht halen uit aansprakelijkheid*, Post universitaire cyclus Willy Delva 1992-1993, Gent, Mys & Breesch, 1993, n°6 Met bijkomende causaliteitscriteria kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de concepten van ‘proximity’ en ‘remoteness’ (UK) of de adequate oorzaak (Duitsland) of het Nederlandse causaliteitsconcept.

¹⁷⁴ Dit omdat eens het (feitelijk) causaal verband vaststaat, alle schade die het feitelijk gevolg van de fout is, vergoed kan worden zonder verdere selectie tussen de noodzakelijke voorwaarden voor het ontstaan van de schade. Zie: H. BOCKEN, “Toerekening van aansprakelijkheid op grond van de equivalentieeler”, B. TILLEMANS EN I. CLAEYS (EDS.), *Buitencontractuele aansprakelijkheid*, Brugge, Die Keure, 2004, nrs. 57 e.v.

¹⁷⁵ H. BOCKEN en I. BOONE stellen bijvoorbeeld dat een slachtoffervriendelijk systeem beleidsmatig verdedigd kan worden: H. BOCKEN & I. BOONE, “Causaliteit in het Belgische recht”, *TPR*, 2002, (1625) nr. 60.

¹⁷⁶ Zie voor deze laatste veronderstelling ook: M. KRUIHOF, en E. WYMEERSCH, “Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law”, in E. DIRIX, en Y.-H. LELEU, *The Belgian reports at the Congress of Utrecht of the International academy of comparative law*, Brussel, Bruylant, 2006, (351) 403-404.

¹⁷⁷ Ook andere Belgische auteurs stelden zich reeds de vraag of de causaliteitskwestie in België niet op een andere manier kan worden ingevuld dan nu het geval is. Zie bvb. M. KRUIHOF, en E. WYMEERSCH, “Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law”, in E. DIRIX, en Y.-H. LELEU, *The Belgian reports at the Congress of Utrecht of the International academy of comparative law*, Brussel, Bruylant, 2006, (351) 404;

causaliteitsvraagstuk door de vraag te stellen van de invloed van de misleidende informatie op de prijs van de effecten kan een causaliteitsconcept worden gebruikt dat dichter aansluit bij de realiteit op de markten en bovendien toelaat een onderscheid te maken tussen schade als gevolg van misleidende informatie en andere schade. Dergelijke benadering zou niet enkel het causaliteitsconcept in beleggersverliezen raken, maar tevens een impact hebben op het schadebegrip. Met name is niet langer het volledige initiële aankoopbedrag gelijk te stellen aan de schade, maar enkel dat deel van de koers dat als inflatoir ingevolge de misleiding kan worden beschouwd¹⁷⁸. In wat volgt gaan we kort na of dergelijke benadering van de causaliteitsvoorwaarde verenigbaar is met de Belgische equivalentieleer.

De verenigbaarheid van de FOM-doctrine met de equivalentieleer

76. Eerst en vooral herhalen we dat er op grond van de equivalentieleer causaal verband is indien de schade zich niet op dezelfde wijze zou hebben voorgedaan zonder de fout¹⁷⁹. Toegepast in de context van misleidende informatie in financiële markten betekent dit dat er naar Belgisch recht causaal verband is indien zonder de misleiding de belegger niet of niet in dezelfde mate door de schade, i.e. de geleden koersverliezen, zou zijn getroffen. In die zin lijkt ons een causaliteitsbenadering zoals door FOM-doctrine wordt voorgestaan, in principe verenigbaar met het Belgisch concept van causaal verband. FOM houdt immers in dat de koersen ingevolge een wezenlijke misleiding aangetast worden waardoor de beleggers tegen kunstmatig opgedreven of laaggehouden koersen handelen. In dergelijke benadering wordt het causaal verband niet langer exclusief benaderd door de hypothetische relatie tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing, maar wordt ook het verband tussen de misleiding en de impact daarvan op de aankoopprijs bekeken. In het kader van de equivalentieleer betekent dit dat, bij een toepassing van FOM, de rechter dient na te gaan of de geclaimde schade zich ook zonder de misleiding, dan wel in dezelfde mate zou hebben voorgedaan. Dit is met andere woorden opnieuw de vraag naar de wezenlijkheid van de misleiding, zoals deze ook in het Amerikaanse causaliteitsconcept bepalend bleek te zijn¹⁸⁰. Indien de rechter vervolgens tot de vaststelling komt dat zonder de misleiding de beurskoers niet in dezelfde mate zou zijn beïnvloed, en beleggers dus een andere prijs betaald zouden hebben, staat het causaal verband in principe naar Belgisch recht vast. FOM kan met andere

V. DE SCHRYVER, "Prospectusaansprakelijkheid", in E. WYMEERSCH, *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, 352, 354; K. VANDERHEYDEN, S. BOGAERTS, B. CLERCKX, P. D'HONDT en G.M. GOLLIER, *Openbare aanbiedingen en prospectus: de wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007, 282 e.v.; P.D. CAMESASCA, "Prospectus aansprakelijkheid", *D.A.O.R.* 1996, (9) 21 e.v.; S. DELAHEY, "Barrack Mines: Prospectusaansprakelijkheid van de kredietinstelling" (noot onder Kh. Brussel 17 oktober 2003), *D.A.O.R.* 2004, (87) 96; T. TILQUIN, "Occasionele informatie die de beurskoers kan beïnvloeden", *T.R.V.* 1992, (191) 202; X. DIEUX, "Examen de jurisprudence", *R.C.J.B.* 2004, (207) 260-261.

¹⁷⁸ In de context van de precontractuele aansprakelijkheid bijvoorbeeld, zou men in deze causaliteitsbenadering niet tot de nietigheid van de transactie besluiten, maar in plaats daarvan het inflatoire deel van de prijs kunnen vergoeden in een toepassing van de leer van de culpa in contrahendo (art. 1382 B.W.). Zie ook: S. STIJNEN, 'De sanctionering van de wilsgebreken' in R. VAN RANSBEECK (ed.), *'Wilsgebreken'* Brugge, Die Keure, 2006, (130) nr 26 e.v. Zie verder ook: R. KRUIHOF, H. BOCKEN, F. DE LY EN B. DE TEMMERMAN, 'Overzicht van rechtspraak', *T.P.R.* 1994 (171) nrs. 168-169.

¹⁷⁹ *Supra* randnr. 40-41 en de verwijzingen daar.

¹⁸⁰ *Supra* randnrs. 22 en 25.

woorden in beginsel binnen het kader van de equivalentieeler ingepast worden¹⁸¹. De schadevergoeding die de belegger daarbij kan opeisen is in dat geval equivalent aan de impact van de misleidende informatie op de koers van de effecten, en niet langer het volledige geïnvesteerde bedrag zoals telkens het geval bleek in de besproken rechtspraak.

77. De equivalentieeler staat een toepassing van een causaliteitsbenadering zoals de FOM-doctrine (i.e. een causaliteitsbenadering met aandacht voor de relatie tussen de misleidende informatie en de impact op de koers van effecten) dus niet in weg, zij het dat indien men dit door middel van een vermoeden zou willen toepassen, vergelijkbaar met wat in de VS het geval is, vermoedelijk bijkomende wetgeving nodig heeft om de rechtszekerheid te verzekeren. Een toepassing van een causaliteitsvermoeden heeft immers een impact op het procedurele luik, en meer bepaald de bewijslastverdeling op grond van art. 1315 B.W. en art. 870 Ger. W. Deze bepalingen vormen de basis van het wettelijk principe dat de bewijslast gedragen wordt door de eiser. Hoewel DIEUX er in dit verband op wijst dat via de brede discretionaire bevoegdheid in de rechterlijke appreciatie van het bewijs een opening kan worden gecreëerd voor de toepassing van de FOM-doctrine in de Belgische rechtspraak¹⁸², zou dit mogelijks een bron van betwisting en bijgevolg rechtsonzekerheid voor de toepassing van een vermoeden vormen. De eenvoudigste manier om een causaliteitsvermoeden op een volledig rechtszekere manier in te voeren in het Belgisch gemeen aansprakelijkheidsrecht is dan ook langs wetgevende weg. Verweerders behouden in deze hypothese uiteraard het recht het vermoeden te weerleggen, bijvoorbeeld door andere oorzaken voor de koersschommelingen te identificeren.

78. Een voorbeeld van dergelijk wettelijk causaliteitsvermoeden is in het Belgisch aansprakelijkheidsrecht enkele jaren geleden ook ingevoerd, zij het dat dit vermoeden beperkt bleef tot het contentieux van de prospectusaansprakelijkheid. De wetgever besloot tot de invoering van dit weerlegbaar vermoeden, onder meer, naar aanleiding van de moeilijkheden die beleggers ondervinden in vorderingen tot vergoeding van beleggersverliezen door misleidende informatie¹⁸³.

Afdeling 3. Het wettelijk causaliteitsvermoeden in prospectusaansprakelijkheid

A. Inhoud en werking van het causaliteitsvermoeden

79. De Prospectuswet introduceerde in 2006 een weerlegbaar causaliteitsvermoeden dat toepassing vindt indien een belegger schadevergoeding vordert voor schade geleden als gevolg van de aankoop van effecten waarvan kan worden aangetoond dat het prospectus

¹⁸¹ Zie ook: M. KRUTHOF, en E. WYMEERSCH, “Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law”, in E. DIRIX, en Y.-H. LELEU, *The Belgian reports at the Congress of Utrecht of the International academy of comparative law*, Brussel, Bruylant, 2006, (351) 403 e.v.

¹⁸² X. DIEUX, “Examen de jurisprudence”, *R.C.J.B.* 2004, (207) 260-261.

¹⁸³ Wetsontwerp op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *Parl.St.*, Kamer 2005-06, nr. 51-2344/45-001, 12 e.v.

onvolledige of onjuiste informatie bevat¹⁸⁴. De Prospectuswet vindt toepassing bij elk openbaar aanbod van beleggingsinstrumenten die genoteerd worden op een georganiseerde markt, hetgeen niet enkel de gereguleerde markten, maar ook de georganiseerde handelsplatformen (zoals MTF's) omvat. De beleggingsinstrumenten omvatten, onder meer, zowel obligaties als aandelen, zoals ook blijkt uit de niet-limitatieve opsomming in de Prospectuswet¹⁸⁵.

Het wettelijk vermoeden luidt als volgt: *“Het nadeel dat de belegger wordt berokkend, wordt, behoudens tegenbewijs, geacht het gevolg te zijn van het ontbreken van of het misleidende of onjuiste karakter van de informatie in het prospectus en de eventuele aanvullingen hierop, indien het ontbreken van deze informatie of het misleidende of onjuiste karakter ervan, van die aard is dat een positief klimaat op de markt kon worden gecreëerd of de aankoop prijs van de beleggingsinstrumenten positief kon worden beïnvloed.”*¹⁸⁶ Dit vermoeden geldt ten aanzien van de personen die in het prospectus als verantwoordelijken voor de redactie ervan aangeduid staan¹⁸⁷. Een gelijkkluidend causaliteitsvermoeden werd bovendien ook ingevoerd ten aanzien van de emittent en de door hem aangestelde tussenpersonen voor misleidende, onjuiste, strijdige of inconsistente informatie in het licht van het prospectus, meegedeeld via reclame, documenten of berichten met betrekking tot de verrichting die op hun initiatief zijn gepubliceerd¹⁸⁸. Ten aanzien van elke andere verweerder blijft het gemeen aansprakelijkheidsrecht van toepassing.

80. Ingevolge dit vermoeden moet een eiser bewijs leveren van de onjuiste of onvolledige informatie, zijn schade en het wezenlijk karakter van de misleiding om een schadevergoeding onder art. 1382 B.W. te bekomen¹⁸⁹. Dat de misleiding betekenisvol moet zijn blijkt uit de bewoordingen van het vermoeden: de misleiding moet *‘van die aard [zijn] dat een positief klimaat op de markt kon worden gecreëerd of de aankoop prijs van de beleggingsinstrumenten positief kon worden beïnvloed’*. De beoordeling van de relevantie van de informatie is in het Belgisch recht, net zoals in het Amerikaanse recht, een zuivere feitenkwestie¹⁹⁰. Dit vermoeden impliceert ook dat een belegger niet hoeft te bewijzen dat hij het prospectus of de reclame heeft gelezen. Indien de misleidende informatie een positief marktsentiment kon

¹⁸⁴ Art. 61 §2 en §4 Prospectuswet. Zie voor een uitgebreide bespreking van deze wet: K. VANDERHEYDEN, S. BOGAERTS, B. CLERCKX, P. D'HONDT en G.M. GOLLIER, *Openbare aanbiedingen en prospectus: de wet van 16 juni 2006*, Brugge, Vanden Broele, 2007, 279 e.v.; T. BOEDTS EN F. JENNÉ, “De nieuwe regels inzake het vrijwillig openbaar bod”, *T.R.V.* 2007, afl. 8, (602) 610 e.v.

¹⁸⁵ Art. 4 §1 Prospectuswet.

¹⁸⁶ Art 61 §2 Prospectuswet. De personen verantwoordelijk voor de uitgave van het prospectus moeten in het prospectus zelf zijn aangeduid (art. 61 §1 Prospectuswet).

¹⁸⁷ Art. 61 §1 Prospectuswet.

¹⁸⁸ Art. 61 §4 Prospectuswet.

¹⁸⁹ P. DELLA FAILLE, *La transposition de la Directive Prospectus en droit Belge : une révolution en velours de droit financier*, *T.B.H.* 2007, afl. 1, (3) 33.

¹⁹⁰ *Supra* randnr. 10 De verwijzing naar het positieve klimaat op de markt met betrekking tot de effecten is (onder meer) geïnspireerd op het Duitse *‘Anlagestimmung’*. Dit houdt in dat er een causaliteitsvermoeden geldt, indien naar aanleiding van het prospectus een sfeer is ontstaan onder het beleggerspubliek die de belegger(s) ertoe bracht de effecten aan te kopen. Zie M.A. BLOM, *Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager*, Deventer, Kluwer, 1996, 53; S. DELAEY, “Barrack Mines: Prospectusaansprakelijkheid van de kredietinstelling”, *D.A.O.R.* 2004, (87) 96; P.J. ENGELLEN, *Informatieverstrekking door beursgenoteerde vennootschappen*, Antwerpen, Intersentia Rechtswetenschappen, 1999, 55; P.D. CAMESASCA, “Prospectus aansprakelijkheid”, *D.A.O.R.* 2004, afl. 39, (9) 21.

veroorzaken of de prijs kon beïnvloeden, volstaat dit om het vermoeden toe te passen. Verder bepaalt de Prospectuswet duidelijk dat het prospectus een geldigheidsduur heeft van twaalf maanden, hetgeen betekent dat het vermoeden wordt toegepast voor elke aankoop van de effecten die binnen de twaalf maand na uitgifte van die effecten plaatsvindt¹⁹¹.

81. De Prospectuswet expliciteert evenwel niet of dit ook geldt voor effecten die zijn aangekocht op de secundaire markt binnen de twaalf maand na de uitgifte ervan. Het toepassingsgebied van de Prospectuswet bestrijkt in principe alle openbare aanbiedingen van beleggingsinstrumenten en toelatingen van effecten tot de verhandeling op gereguleerde markten, mits aan een aantal bijkomende voorwaarden is voldaan¹⁹². De verhandeling van nieuw uitgegeven effecten op de secundaire markt wordt met andere woorden ook niet expliciet uitgesloten. Het toepassingsgebied van de Prospectuswet wordt gekoppeld aan de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot verhandeling op gereguleerde markten¹⁹³. Daaruit volgt ons inziens dat men het causaliteitsvermoeden van art. 61 Prospectuswet ook kan toepassen op elke aankoop van nieuw uitgegeven effecten, zowel op de primaire als op de secundaire markt, op voorwaarde dat de aankoop binnen de twaalf maand na de uitgifte van de effecten plaatsvindt. Met het causaliteitsvermoeden wordt immers beoogd elk geleden beleggersverlies geleden als gevolg van de informatie in het prospectus of in andere berichtgeving met betrekking tot de openbare aanbieding te vergoeden indien de informatie een positief klimaat op de markt heeft gecreëerd, of indien de aankoop prijs positief werd beïnvloed. Ook indien men kort na de uitgifte de effecten in kwestie aankoopt op de secundaire markt, kan men veronderstellen dat de belegger beïnvloed werd door het positieve marktsentiment en/of tegen een beïnvloede prijs heeft aangekocht. Het vermoeden zou dus ook in die gevallen moeten toegepast worden, lijkt ons.

82. Het causaliteitsvermoeden kan worden weerlegd indien de verweerder het tegenbewijs levert dat aantoonbaar is dat het beleggersverlies niet het gevolg is van de misleidende informatie in het prospectus of in andere berichten in verband met de openbare aanbiedingen, zoals bedoeld in art. 61 Prospectuswet. Hoewel de wetgever zelf geen voorbeelden van mogelijk tegenbewijs voorziet, lijkt het ons voor de hand liggend dat een verweerder het vermoeden weerlegt indien hij bewijst dat de belegger op de hoogte was van de misleiding, of de aankoop pas verricht had nadat de misleiding al bekend was geworden aan het publiek.

83. Tot slot wijzen we er nog op dat met dit causaliteitsvermoeden de wetgever voor een verlichting van de bewijslast inzake causaliteit koos, waarbij men causaliteit opnieuw interpreteerde als het causaal verband tussen de misleiding en de aankoopbeslissing¹⁹⁴. Het vermoeden specificereert echter niet welk verband er precies wordt vermoed, hetgeen ruimte

¹⁹¹ Artt. 35 en 54 Prospectuswet.

¹⁹² Art. 15 Prospectuswet.

¹⁹³ Zie voor een uitgebreide bespreking hiervan: J. PEETERS & T. VAN DYCK, De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006. Toepassingsgebied, draagwijdte en vrijstellingen, *Bank.Fin.* 2006, afl. 4, 167-210.

¹⁹⁴ Wetsontwerp op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *Parl.St.*, Kamer 2005-06, nr. 51-2344/45-001, 12 e.v.

laat voor zowel een causaliteitsbenadering die uitgaat van het verband tussen prijs en schade, als de traditionele opvatting waarbij het verband tussen aankoopbeslissing en prijs wordt onderzocht. Gezien de schade in het eerste geval echter beperkt blijft tot het inflatoire deel van de aankoopprijs, tegenover de inleg vermeerderd met kosten en interest in het tweede geval, zal een benadeelde belegger uiteraard geneigd zijn de tweede interpretatie te verkiezen.

B. Conclusie

83. Uit het voorgaande kunnen we concluderen dat ook in het Belgisch aansprakelijkheidsrecht een weerlegbaar causaliteitsvermoeden inzake misleiding in effectentransacties bestaat, ook al vertoont het enkele belangrijke verschillen met het Amerikaanse equivalent. In tegenstelling tot de FOM-theorie, werd het Belgisch causaliteitsvermoeden niet via de rechtspraak ontwikkeld, maar via de (prospectus)wetgeving ingevoerd. Het causaliteitsvermoeden blijft dan ook beperkt tot het toepassingsgebied van de Prospectuswet en raakt niet aan aansprakelijkheidsprocedures naar aanleiding van secundaire markttransacties in de context van misleidende informatie. Voor wat de laatste betreft, blijft het gemeen aansprakelijkheidsrecht dus onverminderd van toepassing.

C. Besluit

Met *Basic v. Levinson* luidde het Supreme Court een nieuw tijdperk in voor de Amerikaanse beleggers. De bewijslast die voorheen met Rule 10b-5 gepaard ging, vormt door het FOM-vermoeden niet langer een struikelblok om schadevergoeding voor een misleiding in de effectenhandel te verkrijgen. Aan de grondslag van dit vermoeden ligt het inzicht dat de invulling van het causaal verband in een open efficiënte effectenhandel fundamenteel verschilt van het traditionele causaliteitsconcept. Wat de Belgische rechtspraak betrof, stelden we vast dat de causaliteitsvereiste doorgaans nog steeds op een traditionele manier benaderd werd, waarbij zo goed als geen rekening werd gehouden met de impact van het specifieke informatiemechanisme dat efficiënte financiële markten kenmerkt. In het meest recente arrest in deze materie van het hof van beroep te Brussel kon niettemin een belangrijke wijziging worden vastgesteld voor wat de causaliteitsanalyse betrof. Het hof week af van de vroegere rechtspraak ter zake door niet de instelling of motivatie van de belegger tot maatstaf te nemen, maar daarentegen de aandacht te verleggen naar het moment waarop de misleiding aan het publiek bekend werd. Bovendien werd ook gerefereerd aan de informatieverwerking in financiële markten om tot een conclusie inzake het causaal verband te komen, zij het dat geen expliciet vermoeden van causaal verband werd toegepast.

Met de invoering van de Prospectuswet erkende vervolgens ook de wetgever de bewijsmoeilijkheden voor beleggers om herstel te verkrijgen van geleden verliezen als gevolg van misleidende informatie. Het weerlegbaar causaliteitsvermoeden bestrijkt echter een beperkt toepassingsgebied, en heeft dus geen gevolgen voor vorderingen tot schadevergoeding van beleggersverliezen naar aanleiding van misleidende informatie buiten de context van een prospectus.

Tenslotte willen we er ook nog op wijzen dat de invoering van een causaliteitsvermoeden in het kader van prospectusaansprakelijkheid geen louter Belgisch gegeven is. Enkele jaren geleden werd een vergelijkbaar causaliteitsvermoeden ook in Duitsland bij wet ingevoerd, nadat de rechtspraak dergelijk vermoeden de facto al toepaste onder de noemer van de *Anlagestimmung*-rechtspraak. Ook in Nederland gingen stemmen op om soortgelijk vermoeden in te voeren. Hoewel tot op heden geen causaliteitsvermoeden werd ingevoerd door de Nederlandse wetgever, nam de Hoge Raad recent nog het voortouw door de facto een omkering van de bewijslast te aanvaarden inzake de causaliteitsvereiste bij aansprakelijkheid voor beleggersverliezen ingevolge een misleidend prospectus naar aanleiding van het arrest in de World-Online kwestie¹⁹⁵.

De werking van de wettelijke of rechterlijke causaliteitsvermoedens in België, Duitsland en Nederland beperkt zich vooralsnog tot de materie van de prospectusaansprakelijkheid. Secundaire markttransacties blijven tot nader order met andere woorden nog steeds buiten beschouwing, in tegenstelling tot wat in de VS het geval is. Niettemin kan duidelijk geconcludeerd worden dat de materie van compensatie van beleggersverliezen, voor wat België en zijn buurlanden althans betreft, in beweging lijkt te zijn.

¹⁹⁵ HR 27 november 2009, LJN: BH2162 (VEB e.a./World Online e.a.). Zie hiervoor ook: B.J. DE JONG, *Schade door misleiding op de effectenmarkt*, Nijmegen, Kluwer Deventer, 2010, 468.

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.