

Stoneridge en WOL

Enkele beschouwingen over ‘securities class actions’ en de aansprakelijkheid van derden voor misleidende mededelingen en handelingen van de uitgevende instelling naar het recht van de Verenigde Staten

D.J.T. Adler en D.F. Lunsingh Scheurleer*

Het is alweer ruim acht jaar geleden dat de veelbesproken beursintroductie van World Online plaatsvond. De beursgang van de Nederlandse internet service provider leidde tot veel publiciteit, zowel ten tijde van de introductie zelf als in de periode daarna, toen bleek dat het aandeel niet de koerswinsten kon realiseren die beleggers daar alom van hadden verwacht. Een aantal juridische procedures volgde, waarvan er één thans aanhangig is bij de Hoge Raad. De uitspraak, die in cassatie door zowel eisers als gedaagden wordt bestreden, is het arrest van het Gerechtshof Amsterdam van 3 mei 2007 inzake de door de Vereniging van Effectenbezitters (‘VEB’) aangespannen groepsactie op de voet van artikel 3:305a BW.¹ Voor zover in het kader van deze bijdrage van belang, stelde de VEB dat zowel World Online als de twee banken die de beursintroductie hadden begeleid, ABN AMRO Bank en Goldman Sachs International (hierna respectievelijk ‘ABN AMRO’ en ‘Goldman Sachs’ en gezamenlijk ‘de banken’), onrechtmatig jegens beleggers in World Online hadden gehandeld, doordat zij hadden nagelaten de beeldvorming te corrigeren die in de media was ontstaan omtrent het belang van de bestuursvoorzitter Brink in World Online. Die beeldvorming was mede gebaseerd op de uitlatingen die Brink daarover desgevraagd publiekelijk had gedaan en de weergave daarvan in diverse media.

Het hof oordeelde – zeer kort gezegd – dat hetgeen Brink over haar aandelenbezit in World Online ten tijde van de beursgang desgevraagd in de media had verklaard weliswaar niet onjuist was, maar dat zij niet had mogen nalaten daarbij te vermelden dat zij enige maanden eerder een deel van haar belang had vervreemd nu dat voor beleggers relevante informatie was.² De mededelingen van Brink over haar aandelenbelang dienden aan World Online te worden toegerekend nu Brink die uitlatingen niet deed in

* Mr. D. Adler is advocaat te New York, NY, Verenigde Staten en partner van Hughes, Hubbard & Reed; mr. D.L. Scheurleer is advocaat te Amsterdam en partner van NautaDutilh N.V.

1 JOR 2007/154 m.nt. Den Boogert. Behalve de VEB trad in deze zaak ook als eisende partij op de Stichting VEB-actie-Wol. Omwille van de korthed wordt in het vervolg slechts gesproken over de VEB.

2 R.o. 2.13.4 en 2.13.5.

haar hoedanigheid van privé-aandeelhouder, maar als bestuursvoorzitter en zegsvrouw van World Online teneinde informatie te geven over en belangstelling te wekken voor de op handen zijnde beursgang van World Online.³ Dat de door Brink in de media niet vermelde transactie wél in het prospectus was opgenomen en dat in het prospectus voorts was vermeld dat niemand bevoegd was om enige informatie te geven of enige mededeling te doen anders dan vermeld in het prospectus en dat indien zulke informatie of mededeling toch werd gedaan, dat daar niet op mocht worden vertrouwd, maakte het voorgaande naar het oordeel van het hof niet anders, nu niet kan worden aangenomen dat deze disclaimer ook betrekking heeft op Brink als zegsvrouw en op haar verklaringen. Volgens het hof dienden die verklaringen in het maatschappelijk verkeer aan World Online te worden toegerekend, zodat beleggers mochten afgaan op hetgeen zij heeft gezegd of juist niet heeft gezegd. Aldus had World Online naar het oordeel van het hof onvoldoende inzicht gegeven in de aan de beursgang voorafgaande verkoop door Brink van een deel van haar belang, zodat World Online onzorgvuldig jegens de beleggers had gehandeld.⁴ Ten aanzien van de banken had de VEB betoogd dat op hen als begeleiders van de emissie de zorgplicht rustte om onjuiste of onvolledige mededelingen die Brink in het openbaar over haar aandelenbelang deed en de verkeerde interpretaties van het prospectus in de pers te corrigeren. De banken hadden zich onder meer verweerd met de stelling dat de positie van de begeleidende banken ten opzichte van Brink een andere is dan die van World Online, de vennootschap waarvan zij bestuursvoorzitter was, zodat wat voor World Online gold niet ook voor de banken gold. De banken betoogden dat zij het prospectus zorgvuldig hadden samengesteld en dat van hen niet kon worden verlangd dat zij zouden optreden tegen onzinnige interpretaties daarvan en onzorgvuldige berichtgeving daarover in de media.

Het hof overwoog dienaangaande dat weliswaar juist is dat de positie van de banken ten opzichte van Brink een andere is dan die van World Online, maar dat op de banken tegenover de beleggers niet alleen de verplichting rustte om in het prospectus een juist beeld van World Online – en daarmee van het belang van Brink daarin – te geven, maar dat op de banken ook de verplichting rustte om bij de begeleiding van de beursgang zo veel mogelijk te voorkomen dat het juiste beeld werd verstoord. Dit om te verhinderen dat beleggers zouden worden misleid bij het nemen van hun beleggingsbeslissing. In dat verband mocht, aldus het hof, van de banken worden verlangd dat zij de leiding van World Online deugdelijk instrueerden, zodat er bij Brink en haar medebestuurders geen onzekerheid was opgetreden wat

3 R.o. 2.13.6.

4 R.o. 2.13.9 en 2.13.10.

nu wel en wat niet aan journalisten mocht worden medegedeeld vooruitlopend op het verschijnen van het prospectus. Het hof vervolgde dat nu een onjuist beeld niet is voorkomen, van de banken mocht worden verlangd dat zij dit onjuiste beeld waar mogelijk corrigeerden, hetgeen zij niet hebben gedaan. De mededeling in het prospectus dat uitsluitend mag worden afgegaan op de inhoud van het prospectus kan de banken niet vrijwaren indien en voor zover het gaat om mededelingen gedaan door functionarissen van de uitgevende instelling, aldus nog steeds het hof. Een en ander bracht het Hof tot de slotsom dat de banken onzorgvuldig hadden gehandeld jegens de beleggers.⁵

Aangezien het kantoor van één van de auteurs van deze bijdrage bij deze procedure is betrokken en de zaak als gezegd nog onder de rechter is, is het niet opportuun dit oordeel van het hof hier van commentaar te voorzien. Het vormt echter wel een aardige aanleiding te bezien hoe in de Verenigde Staten, een jurisdictie die bescherming van beleggers reeds lang hoog in het vaandel heeft staan, wordt gedacht over de aansprakelijkheid van bij een beursgang of publicatie van jaarcijfers betrokken derden, zoals banken en accountants (hierna aangeduid als 'secundaire actoren') voor misleidende mededelingen en handelingen van de uitgevende instelling.

Civielrechtelijke aansprakelijkheid op grond van de federale effectenwetgeving van de Verenigde Staten

Civielrechtelijke vorderingen tot schadevergoeding met betrekking tot beweerde misleiding van beleggers worden in de Verenigde Staten veelal ingesteld in de vorm van een zogenoemde 'class action'. Dat is een procedure waarin een eiser namens een gehele klasse van personen die in eenzelfde positie verkeren schadevergoeding kan vorderen, mits aan een aantal eisen is voldaan. Ingevolge Federal Rule of Civil Procedure 23 is voor het toelaatbaar zijn van een class action vereist dat onder meer sprake is van 'questions of law or fact common to the class'.⁶ Een tweede vereiste is dat 'the claims and defenses of the class representative must be typical of the claims or defenses of the class.' Voorts moet de omvang van de klasse ('numerosity') zodanig zijn dat voeging van individuele zaken praktisch niet mogelijk is.

⁵ R.o. 2.14.4.

⁶ Zie: <www.law.cornell.edu/rules/frcp/Rule23.htm>. In het Nederlandse recht vindt dit zijn weerklink in het vereiste dat in een groepsactie als bedoeld in artikel 3:305a BW sprake moet zijn van gelijksoortige belangen.

Ten slotte moet de vertegenwoordiger van de klasse de belangen van de leden daarvan eerlijk en adequaat verdedigen.⁷

De vorderingsgrondslag van een class action van beleggers (hierna: 'securities class action') is in de regel Section 10(b) van de Securities Exchange Act van 1934 ('Exchange Act'), de algemene antimisbruikbepaling van de federale effectenwetgeving van de Verenigde Staten. Deze bepaling maakt het onwettig 'to use or employ, in connection with purchase or sale of any security [...] any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the US Securities and Exchange Commission may prescribe'.⁸ Op basis van deze wettelijke bepaling heeft de Securities and Exchange Commission ('SEC') Rule 10b-5 uitgevaardigd, waarin is bepaald dat:

'it shall be unlawful for any person, directly or indirectly [...] (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person in connection with the purchase or sale of any security'.⁹

Binnen het wettelijk kader is uitsluitend de SEC de bevoegdheid gegeven om naleving van Section 10(b) Exchange Act en Rule 10b-5 af te dwingen. Noch de wet, noch de SEC-regelgeving bepaalt dat een belegger het recht heeft om schadevergoeding te vorderen in een civiele procedure. In theorie heeft de rechter niet de bevoegdheid om nieuwe vorderingsrechten te creëren die zijn gebaseerd op wetten die een civiele actie niet uitdrukkelijk toestaan. Niettemin hebben de gerechten in de periode 1940-1980 een actieve benadering gekozen in het creëren van nieuwe mogelijkheden voor burgers om hun door de federale wetgeving beschermde rechten geldend te maken. Tegen die achtergrond hebben de US District Courts, de federale rechtbanken van eerste aanleg, vanaf de jaren veertig van de vorige eeuw Section 10(b) en Rule 10b-5 op zodanige wijze uitgelegd dat deze bepalingen beleggers

7 Zie voor een uitvoerige Nederlandstalige beschouwing over het Amerikaanse regime van Rule 23: I.N. Tzankova, Toegang tot het recht bij massaschade (diss. Tilburg 2007), p. 75-134.

8 15 U.S.C. par. 78 j (p); zie <www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

9 17 C.F.R. par. 240. Rule10b-5 'Employment of Manipulative and Deceptive Devices', zie <www.law.vc.edu/CCL/34ActRls/rule10b-5.html>.

een civiel vorderingsrecht bieden tegen personen die hen hebben misleid.¹⁰ Van deze mogelijkheid werd door ondernemende advocaten zeer veelvuldig gebruikgemaakt, zozeer dat tegen het einde van jaren tachtig van de twintigste eeuw sprake was van een wildgroei aan securities class actions. Deze 'plaintiff lawyers' gaan actief op zoek naar een mogelijke zaak en een vertegenwoordiger van de klasse van benadeelden. Zij investeren veel tijd en geld in een class action waarbij hun beloning in geval van succes in de vorm van een toewijzend vonnis of een schikking bestaat in een percentage van het totale aan de leden van klasse toekomende bedrag.¹¹ Omdat relatief lage eisen werden gesteld aan de stelplicht van eisers, was het vrij eenvoudig om een securities class action te beginnen, telkens wanneer de aandelenkoers van een onderneming na een aankondiging van slecht nieuws was gedaald. Het leerstuk van aansprakelijkheid wegens medeplegen of toestaan van misleidende handelingen of zelfs het samenspannen tot het geven van een misleidende voorstelling van zaken stond het aanhangig maken van vorderingen toe tegen underwriters, accountants en andere betrokkenen die zelf geen actieve rol hadden gespeeld bij de beweerdelijk misleidende mededelingen. De enorme kosten van 'pretrial discovery', gepaard aan het risico van een toekenning van een zeer hoge schadevergoeding na een juryproces, dwong dergelijke gedaagden er in feite toe om securities class actions die waren gebaseerd op misleiding of fraude te schikken, ongeacht of de zaak nu daadwerkelijk kans van slagen had of niet. De belangrijkste begunstigen van deze schikkingen waren de advocaten van eisers, die in veel gevallen in het kader van een dergelijke schikking een honorarium bedongen dat door velen als excessief werd beschouwd in vergelijking tot de relatief beperkte schadevergoedingen die in het kader van de schikking door individuele leden van de class werden verkregen. Deze praktijk leidde tot verzet en in de loop van de jaren negentig van de twintigste eeuw werd de roep om het class action-systeem te hervormen dan ook steeds luider. Een en ander heeft geleid tot twee belangrijke ontwikkelingen. In 1994 besliste het United States Supreme Court ('Supreme Court') in het zogenoemde Central Bank-arrest dat Rule 10b-5 niet toestaat vorderingen in te stellen tegen personen die niet zelf misleidende openbare mededelingen hebben gedaan en die niet meer hebben gedaan dan het assisteren van of samenzweren met personen die dergelijke misleidende mededelingen wél hebben gedaan.¹²

10 Zie bijvoorbeeld 'Kardon v. National Gypsum', Co. 69 F. Supp. 512 E.D. Pa. 1946). Het bestaan van dit civiele vorderingsrecht is erkend door het Supreme Court in het begin van de jaren zeventig van de twintigste eeuw; zie *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U. S. 6. 13 n.9 (1971).

11 Zie o.a. A.S.H. Timmer, 'Massaclaims, how did we get here', in: *Massaclaims, class actions op z'n Nederlands*, Lustrumbundel Mordenate College, Nijmegen 2007, p. 17-18.

12 *Central Bank of Denver, N.A. versus First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 US 164 (1994).

Het Central Bank-arrest wordt in het algemeen aldus uitgelegd dat uitsluitend een civiele procedure kan worden ingesteld tegen een onderneming en haar bestuurders die rechtstreeks verantwoordelijk waren voor het doen van een misleidende openbare mededeling. Deze beslissing maakte het dus moeilijker om accountants, adviseurs en andere betrokkenen aansprakelijk te houden voor misleiding. Voorts nam het Congres in 1995 de Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) aan, op grond waarvan van eisers in securities class actions een hogere stelplicht werd gevegd met betrekking tot beweerdelijk misleidende mededelingen.¹³ De PSLRA maakte het voorts aanmerkelijk gemakkelijker voor gedaagden om reeds in een vroeg stadium van de procedure de rechter te vragen om kansloze zaken af te wijzen ('motion to dismiss'), nog voordat werd toegekomen aan de kostbare fase van de 'pretrial discovery'. Zowel de wetgever als de hoogste rechter hebben hiermee drempels opgeworpen voor al te lichtvaardige claims tegen secundaire actoren.

In reactie op deze ontwikkelingen hebben diverse eisers veelvuldig gepoogd deze hogere drempels te omzeilen teneinde toch vorderingen te kunnen instellen tegen secundaire actoren die niet zelf misleidende mededelingen hebben gedaan. In deze zaken werd de vordering gebaseerd op de minder gebruikelijke regels (a) en (c) van Rule 10b-5, waarin het deelnemen in zogenoemde 'schemes' of praktijken met het oogmerk om beleggers te misleiden, worden verboden. Eisende partijen stelden zich op het standpunt dat deze bepalingen hun toestonden om vorderingen in te stellen tegen secundaire actoren die bewust een primaire actor hebben geassisteerd, ook als die zelf geen misleidende mededelingen hebben gedaan. De onderlinge verhouding tussen de drie regels van Rule 10b-5 was niet eerder door de rechter vastgesteld en daarom werden zaken niet langer gebaseerd op regel (b) van Rule 10b-5, die het doen van misleidende mededelingen verbiedt, maar op regel (a), die deelname aan 'schemes to defraud' verbiedt en regel (c) die 'practices which operate as a fraud' verbiedt. Met enig succes werd in deze zaken gesteld dat regels (a) en (c) aparte grondslagen voor aansprakelijkheid op basis van Rule 10b-5 opleveren en dat die niet vallen onder de eisen die door de PSLRA worden gesteld of onder de beperkingen zoals die zijn geformuleerd in het Central Bank-arrest. De recente uitspraak van het Supreme Court¹⁴ in de zogenoemde Stoneridge-zaak haalde evenwel een streep door deze argumentatie.

¹³ PSLRA <www.lectlaw.com/files/stfo4.htm>.

¹⁴ 'Stoneridge Investment Partners', LLC v. Scientific-Atlanta, Inc. et.al., no. 06-43, 15 January 2008, zie <www.supremecourtus.gov/opinions/07pdf/06-43.pdf>.

De Stoneridge-zaak

In de Stoneridge-zaak vorderden aandeelhouders in Charter Communications, Inc. ('Charter') schadevergoeding op basis van Section 10b van de Exchange Act en Rule 10b-5. Zij stelden dat Charter hen had misleid door middel van het publiceren van jaarrekeningen waarin kunstmatig opgeblazen inkomsten uit valse transacties werden gerapporteerd. Charter leverde kabeltelevisiediensten door middel van apparatuur die zij aan haar klanten leverde. Zij kocht die apparatuur bij diverse partijen, waaronder twee leveranciers die ook in deze zaak werden gedagvaard. De eisers stelden dat Charter deze partijen kunstmatig hoge prijzen voor de te leveren apparatuur aanbood op voorwaarde dat de leverancier de surplusbedragen aan Charter zou terugbetalen in ruil voor advertenties. De prijzen voor deze advertenties waren ook kunstmatig hoog gehouden. Deze transacties zorgden voor een kunstmatig hoge inkomstenstroom, aangezien Charter de bedragen die zij aan de leveranciers betaalde voor de levering van de apparatuur kon opvoeren als 'capital expenditures', maar de inkomsten in verband met de advertenties kon opvoeren als onmiddellijke inkomsten. De zaak werd aanhangig gemaakt in het United States District Court for the Eastern District of Missouri, waarbij Stoneridge Investment partners LLC ('Stoneridge') als eiser optrad. Gedaagden waren Charter, haar bestuurders, haar onafhankelijke accountant (Arthur Anderson) en de twee leveranciers (Scientific-Atlanta, Inc. en Motorola, Inc.). De leveranciers vroegen de rechter om de zaak in een vroegtijdig stadium af te wijzen onder verwijzing naar de regel zoals die door het Supreme Court in het Central Bank-arrest was geformuleerd. Zij stelden dat zij niet zelf verantwoordelijk waren voor het openbaar maken van de misleidende jaarstukken van Charter. Stoneridge daarentegen stelde dat de leveranciers niettemin aansprakelijk waren, aangezien zij willens en wetens hadden deelgenomen aan een 'scheme' of 'practice' die was bedoeld om aandeelhouders te misleiden. Het District Court verwierp dat argument, overwegende dat Stoneridge op onjuiste gronden poogde een civiele procedure tegen secundaire actoren te voeren, hetgeen op grond van het Central Bank-arrest nu juist niet was toegestaan. Op deze grond wees het District Court de vorderingen tegen de leveranciers af. Dit vonnis is in april 2006 bekrachtigd door het US Court of Appeals voor het achtste circuit. Het Supreme Court bevestigde vervolgens deze uitspraak met een meerderheid van 5 tegen 3. De meerderheidsopinie, geschreven door Justice Anthony Kennedy, begint met een verwijzing naar het arrest inzake Central Bank. Voorts wordt verwezen naar de beslissing van de wetgever om in de PSLRA de aansprakelijkheid op grond van Section 10b-5 niet uit te breiden en het aan de SEC over te laten om op te treden tegen secundaire actoren die behulpzaam zijn bij schendingen van de effectenwetgeving. Tegen deze

achtergrond herhaalde het Supreme Court zijn eerdere beslissing dat het handelen van een secundaire actor moet voldoen aan elk van de elementen en vereisten voor aansprakelijkheid. Op die grond overwoog de meerderheid van het Supreme Court dat de vordering van Stoneridge diende te worden afgewezen, omdat zij had verzuimd te stellen te hebben vertrouwd op het gedrag van de leveranciers en klanten. Daarmee ontbrak het causaal verband. Het Supreme Court overwoog:

‘Reliance by the plaintiff upon the defendant’s deceptive acts is an essential element of the § 10(b) private cause of action. It ensures that, for liability to arise, the requisite causal connection between a defendant’s misrepresentation and a plaintiff’s injury exists as a predicate for liability.’

Stoneridge had gepoogd dit punt te omzeilen door te stellen dat beleggers in een efficiënte markt niet alleen vertrouwen op de gepubliceerde jaarrekening van de onderneming in wiens effecten zij beleggen, maar dat zij ook vertrouwen op de integriteit van de onderliggende transacties waarvan de jaarrekeningen een weerslag vormen. Hoewel het Supreme Court deze gedachte als zodanig niet onjuist acht, verwierp zij het niettemin als een basis voor aansprakelijkheid, omdat het de reikwijdte van zodanige aansprakelijkheid zou uitbreiden tot ‘the whole marketplace in which the issuing company does business’. Een dergelijke uitbreiding van de reikwijdte van civiele aansprakelijkheid op basis van de federale effectenwetgeving werd niet ondersteund door wetsgeschiedenis, literatuur en jurisprudentie, alsook overwegingen van praktische en economische aard en openbare orde. Ten slotte overwoog het Supreme Court dat misstanden en misleidende handelingen door secundaire actoren in dergelijke gevallen konden worden geredresseerd door middel van claims op basis van het recht van de individuele staten en door middel van handhavend optreden van de SEC. Het Stoneridge-arrest maakt duidelijk dat het Supreme Court bereid is om in securities class actions niet alleen op basis van een strikt juridische analyse tot een oordeel te komen maar ook op basis van economische theorie, de bedoeling van de wetgever en overwegingen van openbare orde. De uitspraak stelt buiten twijfel dat de zogenoemde ‘scheme-liability’ van regels (a) en (c) van Rule 10b-5 net zomin als de aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen van regel (b) een civiele vordering toestaan tegen secundaire actoren die noch een publieke misleidende mededeling doen, noch een plicht om openbaar te maken hebben geschonden. Dit alles betekent overigens niet dat secundaire actoren volledig immuun zijn voor procedures. Zoals het Supreme Court overwoog, heeft de SEC de bevoegdheid om handhavend op te treden tegen secundaire actoren die behulpzaam zijn

bij misleidende handelingen. Bovendien kent het recht van bepaalde staten wél de mogelijkheid om secundaire actoren in een civiele procedure te betrekken.

Tegen deze achtergrond beschouwd, valt het sterk te betwijfelen of de banken die de beursgang van World Online begeleidden in de Verenigde Staten op grond van het normenkader van Section 10(b) Exchange Act en Rule 10b-5 ook geacht zouden worden onrechtmatig te hebben gehandeld door de onvolledige mededelingen van Brink omtrent haar aandelenbezit niet publiekelijk te corrigeren, nu geen sprake is van onjuiste of onvolledige mededelingen van de banken zelf.

Uiteraard kan het normenkader van Section 10(b) van de Exchange Act en Rule 10b-5 zoals zich dat in de jurisprudentie en onder invloed van de PSLRA heeft ontwikkeld niet zonder meer worden gelijkgesteld met de diverse vorderingsgrondslagen die het Nederlandse recht een belegger biedt. Immers, ook in gevallen waarin van misleidende reclame als bedoeld in artikel 6:194 BW geen sprake kan zijn omdat de gedaagde geen mededeling openbaar heeft gemaakt of heeft laten maken, biedt artikel 6:162 BW, de algemene norm inzake onrechtmatige daad, nog steeds de mogelijkheid te betogen dat sprake is van een onrechtmatige daad wegens handelen of nalaten in strijd met hetgeen in het maatschappelijk verkeer betaamt. Echter, dan zal op enig moment wel causaal verband moeten kunnen worden aangetoond tussen dat handelen of nalaten en de schade die de belegger stelt te hebben geleden. Daarbij kan men zich minst genomen afvragen of de schade van beleggers die zijn afgegaan op een onjuiste beeldvorming in de media omtrent bepaalde aspecten van een beursgang niet in zodanig ver verwijderd verband staat met de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust – het niet publiekelijk corrigeren van die beeldvorming door de begeleidende bank – dat die schade als gevolg daarvan aan de bank kan worden toegerekend.

Ontwikkelingen op het gebied van securities class actions

De uitspraak in de Stoneridge-zaak is de meest recente in een serie van uitspraken van het Supreme Court waarin de criteria voor eisende partijen in securities class action zijn verscherpt.¹⁵ Tot aan het midden van 2007 leek het erop dat deze rechtspraak en de PSLRA als effect hadden dat het aantal

15 'Dura Pharmaceuticals', Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005); Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit 547 U.S. 71 (2006); 'Credit Suisse Securities '(USA) LLC v. Billings, 127 S. Ct. 2383 (2007); 'Tellabs v. Makor Issues and Rights', 127 S.Ct. 2499 (2007).

nieuwe securities class actions aanmerkelijk was teruggelopen. Echter, na substantieel te zijn gedaald in de jaren 2005 en 2006 is het aantal nieuwe securities class actions dat in de Verenigde Staten in 2007 aanhangig is gemaakt gestegen met 43%.¹⁶ Veel van de zaken die deze toename hebben veroorzaakt, zijn de in de tweede helft van het jaar aanhangig gemaakt, wat samenvalt met de onrust op de kredietmarkten, het instorten van de sub-prime hypotheekmarkt en de volatiliteit van aandelenkoersen die hiervan het gevolg was. Niettemin is het aantal aanhangig gemaakte securities class actions in de Verenigde Staten nog steeds aanmerkelijk lager dan de historische gemiddelden in de periode voor de PSLRA en het Central Bank-arrest. De toename in securities class actions in de tweede helft van 2007 illustreert dat het aantal aanhangig gemaakte zaken in belangrijke mate wordt bepaald door externe, economische factoren en niet slechts door ontwikkelingen van het recht. Het is van belang dit te onderkennen nu in Europa, zowel op het niveau van diverse lidstaten als op EU-niveau wordt nagedacht over het invoeren van collectieve acties in het privaatrecht, waarover aan het slot van deze bijdrage nog enkele opmerkingen worden gemaakt.

Ontwikkelingen op het gebied van securities class actions in de Verenigde Staten zijn ook van belang voor Europese beleggers en ondernemingen. Sommige District Courts in de Verenigde Staten zijn bereid gebleken om een wereldwijde klasse van aandeelhouders te erkennen, afhankelijk van de feitelijke omstandigheden van het geval. In sommige zaken erkende het District Court een wereldwijde klasse van aandeelhouders op basis van de feitelijke vaststelling dat de aandeelhouders waren benadeeld door gedrag dat plaats had gevonden in de Verenigde Staten. In andere gevallen sloot het District Court niet-Amerikaanse beleggers uit van de klasse op basis van de omstandigheid dat de beweerd misleidende handelingen en mededelingen zich buiten de Verenigde Staten hadden afgespeeld. Het achterliggend principe bij dit soort beslissingen is dat de federale rechtbanken altijd rechtsmacht hebben met betrekking tot vorderingen van Amerikaanse beleggers, ongeacht waar de misleidende handelingen hebben plaatsgevonden of mededelingen zijn gedaan en ongeacht of deze beleggers hun aandelen op een Amerikaanse of op een buitenlandse beurs hebben gekocht. Daarentegen hebben de federale rechtbanken alleen dan rechtsmacht met betrekking tot vorderingen van niet-Amerikaanse beleggers indien de misleidende handelingen of de misleidende mededelingen in de Verenigde Staten hebben plaatsgevonden respectievelijk zijn gedaan of

16 'Cornerstone Research, Securities Class Action Case Filings' 2007: A Year In Review, te raadplegen via <www.securities.cornerstone.com/pdfs/YIR2007.pdf>.

indien de effecten op een Amerikaanse beurs zijn aangekocht. Vorderingen van niet in de Verenigde Staten gevestigde beleggers tegen een gedaagde die buiten de Verenigde Staten is gevestigd en waarbij de effecten zijn gekocht op een niet-Amerikaanse beurs, vallen buiten de rechtsmacht van de Amerikaanse belegger, tenzij de misleidende handelingen of mededelingen in de Verenigde Staten zijn verricht of gedaan.

Tegelijkertijd staan de ontwikkelingen in Europa evenmin stil. In diverse lidstaten van de Europese Unie is enige vorm van collectief procederen mogelijk. Zo kent Nederland reeds sinds jaren de groepsactie als bedoeld in artikel 3:305a BW en sinds 2005 de Wet Collectieve Afwikkeling Massaschade ('WCAM') op grond waarvan het mogelijk is een collectieve schikking bindend op te leggen aan alle gelaedeerden die niet gebruikmaken van een wettelijk recht om zich aan de werking van de schikking te onttrekken. De WCAM heeft inmiddels tot twee uitspraken geleid, inzake DES en inzake Dexia,¹⁷ terwijl een derde schikking ten behoeve van de niet-Amerikaanse aandeelhouders in Shell thans bij het hof in Amsterdam aanhangig is. In Duitsland wordt dezer dagen de proefprocedure van een belegger tegen Deutsche Telecom behandeld, welke procedure in gevolge het Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KAPMUG)¹⁸ als precedent zal hebben te gelden voor vele gelijksoortige individuele zaken die bij de diverse gerechten in Duitsland aanhangig zijn gemaakt. Collectieve procedures hebben ook de aandacht van de Europese Commissie. Zo heeft EU-commissaris Kroes van Mededinging recentelijk een white paper gepubliceerd waarin wordt voorgesteld civiele schadeclaims mogelijk te maken in zaken waarin sprake is van een schending van het Europese Mededingingsrecht.¹⁹ Commissaris Kuneva van het Directoraat-Generaal voor Gezondheid en Consumentenzaken bestudeert momenteel de mogelijkheden om consumentenrechten collectief afdwingbaar te maken in de hele EU. Op dit moment is het nog onduidelijk waar al deze initiatieven definitief toe zullen leiden. In elk geval is wel duidelijk dat op Amerikaanse leest geschoeide class actions door het merendeel van de beleidsmakers als onwenselijk worden beschouwd, mede om redenen die ook voor de Amerikaanse wetgever aanleiding waren om de criteria voor dergelijke procedures aan te scherpen. Het is dus zoeken naar

17 Hof Amsterdam 1 juni 2006, NJ 2006, 461 (DES) en Hof Amsterdam 25 januari 2007, JOR 2007, 71 m.nt. A.F.J.A. Leijten. Zie over deze uitspraken onder anderen ook: H.B. Krans, 'DES en Dexia, de eerste ervaringen met collectieve afwikkeling van massaschade', NJB 2007, p. 2598-2604.

18 Zie hierover M.J. Kroeze, 'Een Duitse collectieve actie voor beleggers', *Ondernemingsrecht* 2005/14.

19 Te raadplegen via: <<http://ec.europa.eu/comm/competition/antitrust/actionsdamages/index.html>>.

O&F 2008 / 2

een evenwicht, een evenwicht dat recht doet aan de belangen van zowel eisers als gedaagden.