

20 Jaar Private Securities Litigation Reform Act – private rechtshandhaving in het Amerikaans financieel recht

prof. mr. O.A. Haazen¹

In de Verenigde Staten zijn schadeprocedures bij de burgerlijke rechter wegens misleiding van beleggers het ultieme voorbeeld van 'private rechtshandhaving'. Ruim 20 jaar geleden werd de *Private Securities Litigation Reform Act* ingevoerd om voor deze procedures nadere regels te stellen. In die twee decennia heeft het private rechtshandhavingsmodel drastische veranderingen ondergaan. Een overzicht van de belangrijkste wetgeving en jurisprudentie.

1. Inleiding: private handhaving van het recht

Het Amerikaanse model van toezicht op de financiële markten kenmerkt zich door de rol die het toedicht aan particuliere vormen van financieel toezicht en, in het bijzonder, de rol van civiele aansprakelijkheid als aanvulling op overheidstoezicht. Het voeren van schadevergoedingsprocedures tegen fraudeurs, dikwijls in de vorm van *class actions*, is de ultieme uiting van dit model.² Commercieel opererende en proactieve advocaten van institutionele beleggers en professionele vermogensbeheerders fungeren zo als *private attorney general* ('particuliere openbare aanklager').

Het private (of 'particuliere') handhavingsmodel neemt als uitgangspunt dat als materiële rechtsregels voor een algemeen belang zijn geschreven – bijvoorbeeld het belang van consumentenbescherming, transparantie van de financiële markten of eerlijke concurrentie – het handhaven van die regels vanzelfsprekend óók het algemeen belang dient. Indien overtreding dan niet alleen bestuursrechtelijke en strafrechtelijke consequenties heeft,

maar tevens leidt tot civiele aansprakelijkheid, dan leveren vorderingen tot schadevergoeding op hun eigen manier een bijdrage aan de handhaving van de overtreden normen en dienen dus, evenzeer als de handhavingsmethoden die de overheid hanteert, een algemeen belang. Schadeverhaal dient uiteraard in de eerste plaats het individuele, financiële belang van het slachtoffer. Maar de vaststelling van aansprakelijkheid en schadevergoeding levert tevens een bijdrage aan de handhaving van de betrokken rechtsnorm.

Volgens de private rechtshandhavingsfilosofie is overheidstoezicht vaak zelfs onvoldoende doortastend en de effectiviteit ervan teleurstellend. Een overheidsmonopolie op rechtshandhaving vereist bovendien een kostbaar opsporings- en vervolgingsapparaat. Elke hulp die de overheid bij de handhaving van het recht 'gratis' krijgt via goedgekeurd particulier-gefinancierde civiele aansprakelijkheidsprocedures dient in die visie daarom *aan-gemoedigd* te worden.

Uiteraard is voor civiele aansprakelijkheid meer nodig dan alleen een situatie die voldoet aan de materiële vereisten voor aansprakelijkheid. Aansprakelijkheid staat of valt met de drempels die het procesrecht en het procesfinancieringsklimaat opwerpen. Om die reden pleit het Amerikaanse model voor lage drempels die vorderingen tot schadeverhaal aanmoedigen: risicoloos procederen op basis van *no-cure-no-pay*, ruime rechtsmachtsregels, een lichte stelplicht, een ruim recht op afschrift van relevante bescheiden (*disclosure of discovery*), collectieve schadeacties, een bewijsvermoeden dat beleggers op de onjuiste mededeling zijn afgegaan, eenzijdige kostenveroordelingen (alleen als de gedupeerde belegger wint, maar niet als hij verliest) en in bepaalde gevallen *punitive damages*.

1. Prof. mr. O.A. Haazen is advocaat bij Grant & Eisenhower P.A. in New York en bijzonder hoogleraar aan de Universiteit van Leiden.

2. Zie bijv. de uitspraak van het Amerikaanse Hoogrechtshof in *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308 (2007), p. 313 ('This Court has long recognized that meritorious private actions to enforce federal antifraud securities laws are an essential supplement to criminal prosecutions and civil enforcement actions brought, respectively, by the Department of Justice and the Securities and Exchange Commission (SEC)').

Private rechtshandhaving vindt tegenwoordig ook in Europa ingang. In Richtlijn 2014/104/EU inzake schadevergoedingsacties voor overtredingen van het mededingingsrecht wordt particulier schadeverhaal bijvoorbeeld betiteld als ‘one element of an effective system of private enforcement of infringements of competition law’ en wordt voorgeschreven dat elke lidstaat dient te beschikken over procedurele regels die de effectieve uitoefening van het recht op schadevergoeding mogelijk maken. Daaronder zijn begrepen een lichte stelplicht en verruiming van het recht op afschrift van bescheiden van de wederpartij.³

Maar terwijl onder Europese rechtsstelsels de idee terrein wint dat markttoezicht óók — en dikwijls effectiever — via het aansprakelijkheidsrecht kan worden gerealiseerd, lijkt het Amerikaanse recht, zowel qua wetgeving als in de jurisprudentie, zich al ruim 20 jaar in omgekeerde richting te bewegen. Het resultaat is het begin van een convergentie in de handhaving van het financieel recht.

2. De hoofdlijnen van de wettelijke regeling en het ingrijpen van de Amerikaanse wetgever

2.1. De Securities Act of 1933 en de Securities Exchange Act of 1934

De hoofdlijnen van de Amerikaanse financiële wetgeving zijn als volgt. De eerste twee steunpilaren van het Amerikaanse financiële recht (althans van de federale wetgeving inzake misleiding van beleggers) zijn twee crisiswetten uit de jaren '30, de *Securities Act* van 1933 en de *Securities Exchange Act* van 1934. De *Securities Act* reguleert de publieke uitgifte van effecten. De *Exchange Act* regelt de handel in effecten op de zgn. secundaire markt (dat wil zeggen de koop en verkoop na uitgifte), bijvoorbeeld op één van de Amerikaanse effectenbeurzen, de New York Stock Exchange of NASDAQ. Beide wetten zijn gericht op het waarborgen van de transparantie van de financiële markten en elk van beide bevat dan ook voorschriften die het doen van misleidende mededelingen in verband met de koop en verkoop van effecten verbieden.

De *Securities Act* en de *Securities Exchange Act* bieden verschillende grondslagen voor civiele aansprakelijkheid. Art. 11 en 12 van de *Securities Act* zien op prospectusaansprakelijkheid en vestigen aansprakelijkheid van de beursgenoteerde onderneming voor onjuistheden in het prospectus. Art. 11 ziet tevens op onjuistheden in de *registration statement* – het informatiepakket waarmee een aanbieding van effecten bij de toezichthouder wordt aangemeld – en breidt aansprakelijkheid uit tot onder meer underwriters, bestuurders en accountants. Art. 15 vestigt een kwalitatieve, hoofdlijke

aansprakelijkheid van ‘control persons’ voor de onjuiste mededelingen van de ex art. 11 en 12 aansprakelijke onderneming (tenzij deze van de onjuistheid niet wisten noch konden weten).

Art. 10(b) van de *Exchange Act* verbiedt het doen van onjuiste en misleidende mededelingen, in welke vorm of publicatie ook gedaan, in verband met de koop of verkoop van effecten. De *Securities and Exchange Commission* heeft op basis van art. 10(b) nadere regels uitgevaardigd. Rule 10b-5 van die regels is de hoeksteen van de Amerikaanse antifraudwetgeving en speelt in de praktijk de belangrijkste rol. Rule 10b-5 beschrijft de vereisten voor algemene aansprakelijkheid wegens misleiding van beleggers (*securities fraud*):

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
 (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 the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*
 (c) *To engage in any act, practice, or course of business that operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.*⁴

Art. 20(a) van de *Securities Exchange Act* breidt deze aansprakelijkheid uit naar *control persons*.

In de jurisprudentie komt terug dat Rule 10b-5 zes vereisten voor aansprakelijkheid kent: (1) *falsity*, (2) *materiality*, (3) *scienter*, (4) *reliance*, (5) *loss causation* en (6) *economic loss* (zie hierna onder III).⁵ Kortgezegd betekent deze opsomming dat de misleidende mededeling opzettelijk moet zijn gedaan en voor beleggers van belang was, alsmede dat de gelaedeerde schade heeft geleden door op de juistheid ervan af te gaan.

Naast deze twee federale (en dus nationale) wetten bestaat ook statelijke wetgeving die op vergelijkbare wijze misleiding van de markt verbiedt, maar telkens een tot de betreffende staat beperkt geografisch bereik heeft.

4. Zie 17 C.F.R. § 240.10b-5.

5. In de standaardformulering wordt doorgaans tevens een ‘connection between the misrepresentation or omission and the purchase or sale of a security’ genoemd. Zie o.m. *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific Atlanta, Inc.*, 552 U.S. 148, 157 (2008). Dit ‘verband’-vereiste wordt doorgaans overvleugeld door het strengere *causaal* verband dat in het kader van *reliance* en *loss causation* wordt vereist en speelt daarom in de praktijk zelden een rol. Zie evenwel hierna *Chadbourne & Parke LLP v. Troice*, 134 S. Ct. 1058 (2014).

3. Richtlijn 2014/104/EU van 26 november 2014, O.J. L 349/1, Preambule nrs. (4)-(5), (14)-16).

2.2. De Private Securities Litigation Reform Act of 1995

De derde pilaar van het Amerikaanse wettelijke kader is de *Private Securities Litigation Reform Act* (hierna: PSLRA of Reform Act) van 1995.⁶ De Reform Act is de meest verregaande ingreep in het financiële recht sinds de Depressie van de jaren '30. Aanleiding voor de Reform Act was de perceptie dat de laagdrempeligheid van het Amerikaanse procesrecht het té gemakkelijk maakte om kansloze en kansarme fraudezaken tegen onschuldige beursgenoteerde ondernemingen aan te spannen. Eisers met vage verdenkingen van misleiding voldeden al snel aan hun stelplicht en kregen zo onmiddellijk toegang tot doorgaans zeer kostbare bewijsgaringsmechanismen (*discovery*). Omdat de kosten van *discovery* — goedgevoel te dragen door het verwerende bedrijf — te hoog zouden zijn om in de procedure te volharden, zelfs als gedaagde over een ijzersterk verweer beschikte, ontstond in de ogen van de wetgever een reëel gevaar voor *blackmail settlements*. Ondernemingen zouden gedwongen worden te schikken louter om de hoge proceskosten te voorkomen, ook al zouden ze niets verkeerd gedaan hebben.⁷

Om hieraan een einde te maken nam de wetgever drie ingrijpende maatregelen.⁸ Ten eerste werd een *verzwaarde stelplicht* ingevoerd: eiser dient thans in de dagvaarding elke misleidende mededeling specifiek te omschrijven, uit te leggen waarom deze misleidend is of ten minste alle feiten te stellen op basis waarvan eiser meent dat van misleiding sprake is.⁹ Bovendien dienen in de dagvaarding specifieke feiten te zijn gesteld die aanleiding geven tot een '*strong inference*' of *scienter*, een term die vergelijkbaar is met het Nederlandse concept van opzet of bewuste roekeloosheid (zie hierna onder III.C).¹⁰ Een verzwaarde stelplicht is in de Amerikaanse context hoogst relevant, omdat bij niet voldoening

aan de stelplicht het Amerikaanse procesrecht de mogelijkheid biedt tot versnelde afwijzing van de vordering op grond van kennelijke ongegrondheid of voorschandse onaannemelijkheid (een zgn. *motion to dismiss*).¹¹ *Motions to dismiss* en verwerpen dat onvoldoende is gesteld om aansprakelijkheid aan te nemen (of dat rechtsmacht ontbreekt, de dagvaarding niet of op incorrecte wijze is betekend of de vordering is verjaard) zijn dan ook vaste prik in elke Amerikaanse misleidingszaak.

De tweede maatregel — de zgn. *discovery stay* — houdt hiermee verband: zodra een *motion to dismiss* aanhangig is gemaakt, wordt sinds de Reform Act alle bewijsgaring van rechtswege opgeschort. De gedaagde kan dan dus niet verplicht worden interne stukken over te leggen, vragenlijsten (*interrogatories*) te beantwoorden of werknemers voor getuigenverhoren beschikbaar te stellen. De gedachte is dat als de vorderingen op juridische gronden mogelijk toch verworpen zullen worden, men aan bewijsvoering niet hoeft toe te komen en kostbare bewijsgaring dus overbodig is. De bij Europese bedrijven nog steeds gehoorde klacht dat in Amerika beursgenoteerde ondernemingen 'zomaar' op kosten kunnen worden gejaagd voor het overleggen van bescheiden is dus al minstens 20 jaar onjuist. De verplichting om openheid van zaken te geven gaat pas in als de klachten van eiser een uitgebreid tussenvonnissen hebben doorstaan, de rechtbank de aantijgingen voldoende plausibel heeft bevonden en gedaagde zijn beroep op voorschandse onaannemelijkheid heeft verloren.

Een derde maatregel was de introductie van het *lead plaintiff*-model. Vóór invoering van de Reform Act kon in beginsel elke gedupeerde belegger bij de rechtbank een verzoek indienen om de procedure als groepsactie (*class action*) te mogen voortzetten en hem te benoemen tot exclusieve groepsvertegenwoordiger (*class representative*), mits deze (i) op vergelijkbare wijze als andere slachtoffers was misleid en (ii) kon aantonen dat hij de belangen van zijn lotgenoten adequaat zou kunnen vertegenwoordigen. Aan de positie van *class representative* zijn voordelen verbonden — voornamelijk dat men volledig controle heeft over de procedure en niet van de beslissingen en vergissingen van een ander (of diens advocaten) afhankelijk is. Voor de advocaten van de *class representative* (zgn. *class counsel*), die doorgaans een percentage ontvangen van het bereikte eindbedrag, zijn er ook financiële voordelen. Zodoende ontstond vóór 1995 vaak een 'race to the courthouse' tussen verschillende beleggers – dikwijls beleggers met slechts minuscule beleggingen in elk denkbaar beursfonds in de hoop zo vaak mogelijk de *class representative*-positie te bemachtigen. Die praktijk van wie-het-eerst-komt-wie-het-eerst-maakt leidde ertoe dat niet noodzakelijkerwijs de meest geschikte belangenbehartiger werd benoemd en maakte het voor de meer serieuze beleggers en hun advocaten onmogelijk om eerst grondig vooronderzoek

6. Pub. L. 104-67, 109 Stat. 737.

7. Voor het bestaan van *blackmail settlements* bestond overigens geen empirische steun. Zie Thomas E. Wilgling et al., *Empirical Study of Class Actions in Four Federal District Courts: Final Report to the Advisory Committee on Civil Rules* (1996), p. 61; Charles Silver, 'We're Scared to Death': Does Class Certification Subject Defendants to Blackmail?, 78 N.Y.U. L. Rev. 1357 (2003); A. Kanner & T. Nagy, *Exploding the Blackmail Myth: A New Perspective on Class Action Settlements*, 57 Baylor L. Rev. 681 (2005). Maar dat doet er inmiddels niet meer toe.

8. H.R. Rep. No. 104-369, p. 41 (1995) (Conf. Rep.), reprinted in 1995 U.S.C.C.A.N. 730.

9. 15 U.S.C. § 78u-4(b)(1) ('[T]he complaint shall specify each statement alleged to have been misleading, the reason or reasons why the statement is misleading, and, if an allegation regarding the statement or omission is made on information and belief, the complaint shall state with particularity all facts on which that belief is formed.')

10. *Ottmann v. Hanger Orthopedic Grp., Inc.*, 353 F.3d 338, 343 (4th Cir. 2003) ('[E]very circuit that has considered the issue has held that scienter may also be established by a showing of recklessness.')

11. Zie Rule 12(b) van de Federal Rules of Civil Procedure.

te doen alvorens te beslissen om wel of niet te procederen.

In navolging van het invloedrijke artikel van Weiss en Beckerman in de Yale Law Journal is in 1995 de figuur van de *meest geschikte* belangenbehartiger geïntroduceerd, die voortaan onmiddellijk als *lead plaintiff* voor alle gedupeerden optreedt.¹² In de Reform Act is een weerlegbaar vermoeden opgenomen dat de meest geschikte *lead plaintiff* de gedupeerde is met het grootste financieel belang (dus met de grootste verliezen tengevolge van de misleiding).¹³ In de praktijk zijn dit institutionele beleggers. Van hen verwacht de Amerikaanse wetgever dat zij meer door langetermijndenken dan door opportunisme worden geleid.¹⁴ De ingrijpende maatregelen van de Reform Act – de verzwaarde stelplicht, de opschorting van bewijswaring en het *lead plaintiff*-model – hebben de dreiging van aansprakelijkheid ingeperkt.

2.3. De Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998

Een volgende ontwikkeling sinds de invoering van de Reform Act was een reparatiewet die nodig bleek, omdat de wetgever met de Reform Act een steek had laten vallen. De Reform Act is een federale wet en deze regelt dus alleen misleidingszaken bij de federale rechter. Maar de diverse staten van Amerika hebben ieder hun eigen burgerlijk recht en ook, als gezegd, hun eigen antifraudewetgeving. Geconfronteerd met de lastige procedurele belemmeringen van de Reform Act, volgde een trend om misleidingszaken voortaan bij de statelijke gerechten aan te brengen in plaats van bij de federale rechtbank om zo de Reform Act te omzeilen.¹⁵ Om deze vluchttroute te blokkeren is in 1998 de *Securities Litigation Uniform Standards Act* (hierna: SLUSA) aangenomen.¹⁶

In de SLUSA heeft de federale wetgever de staatsrechtelijke *pre-emption*-doctrine ingeroepen, die in bepaalde gevallen van federale wetgeving dwingend recht maakt, waaraan de statelijke wetgevers niet kunnen afdoen. Zodoende verbiedt de wet thans class actions die gebaseerd zijn op overtreddingen van statelijk financieel recht:

*No covered class action based upon the statutory or common law of any State [...] shall be maintained in any State or Federal court by any private party alleging [fraud] in connection with the purchase or sale of a covered security [mijn onderstreping].*¹⁷

De vraag rees vervolgens of de federale wetgeving slechts dwingend is ten aanzien van misleiding die in verband staat met ‘the purchase or sale’ van effecten en dus *niet* ziet op vorderingen van aandeelhouders die hun effecten vóór de misleidende mededeling al hadden en deze, mede vanwege de door de misleiding kunstmatig hoog gehouden koers, *niet* hebben verkocht (de zgn. *holder claims*)? Nee, zei het Hooggerechtshof in *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit*, 547 U.S. 71 (2006). ‘For purposes of SLUSA pre-emption, that distinction is irrelevant’ (p. 89).

Een andere vraag betrof de reikwijdte van ‘a covered security’ (dat wil zeggen: een op een Amerikaanse beurs verhandeld effect). Blijven class actions naar statelijk recht wél mogelijk als zij effecten betreffen die niet op de beurs verhandelbaar zijn? Inderdaad, overwoog het Hooggerechtshof recent in *Chadbourne & Parke LLP v. Troice*, 134 S. Ct. 1058 (2014) (hierna: Troice).

De Troice-zaak betrof de ontdekking in 2009 dat de prestigieuze Stanford International Bank van Allen Stanford niet meer bleek dan een piramidespel, ‘a multibillion dollar Ponzi scheme’, waarvoor Stanford later een boete van liefst \$6 miljard zou worden opgelegd en tot 110 (!) jaar hechtenis zou worden veroordeeld. Een grote groep beleggers had belegd in zgn. *certificates of deposit* (CD’s) van de bank (spaarbrieven of depotbewijzen), die niet op enige beurs genoteerd of verhandeld worden. Ofschoon de beleggers een zekere verwachting zullen hebben gehad dat de tegenwaarden van de CD’s door de bank zouden worden gebruikt om op de beurs verhandelde (dus ‘covered’) effecten aan te schaffen, had het bedrog op die effecten geen betrekking, enkel op de CD’s zélf (p. 1065-66). Troice houdt derhalve voor *over-the-counter* (hierna: OTC) (dat wil zeggen: niet op de beurs verhandelde effecten) de deur open naar class actions die zich niet hoeven te storen aan de beperkingen van de Reform Act. Dit doet evenwel niet af aan de constatering dat in de meeste gevallen SLUSA de weg naar class actions op basis van het doorgaans beleggersvriendelijkere statelijk recht heeft afgesneden.

12. Elliott Weiss en John Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 Yale L.J. 2053 (1995). Zie 15 U.S. Code § 78u-4(a)(3)(B)(1).

13. 15 U.S.C. § 78u-4(a)(3)(B)(iii).

14. *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308 (2007), p. 321 (‘This innovation aimed to increase the likelihood that institutional investors – parties more likely to balance the interests of the class with the long-term interests of the company – would serve as lead plaintiffs.’).

15. Zie o.m. *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit*, 547 U.S. 71 (2006), p. 82 (‘Rather than face the obstacles set in their path by the Reform Act, plaintiffs and their representatives began bringing class actions under state law, often in state court.’).

16. Pub. L. 105-353, 112 Stat. 3227.

17. 15 U.S.C. § 78bb(f)(1).

3. Het wettelijk kader nader bekeken

3.1. Falsity/misleidende mededelingen – Janus Capital v. First Derivative Traders

Het eerste vereiste voor aansprakelijkheid wegens misleiding is het *doen* van misleidende mededelingen. Dat lijkt eenvoudig voor een Nederlander, maar in de Engelse taal ‘doet’ men geen mededelingen, maar ‘maakt’ men ze: ‘It shall be unlawful for any person (...) [t]o make any untrue statement of a material fact.’¹⁸ In *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, 131 S. Ct. 2296 (2011) was aan de orde wat onder ‘make’ moet worden verstaan. Janus Investment Fund (hierna: JIF) gaf een prospectus uit waarin onjuiste mededelingen waren gedaan. JIF’s zustermaatschappij, Janus Capital Management (hierna: JCM), trad op als investment adviser en had het prospectus mede gemaakt. Kon op basis van die medewerking betoogd worden dat JCM ‘made the untrue statement’ in die zin dat JCM het schrijfsel mede had opgesteld?

Nee, zei het Hooggerechtshof in *Janus*: ‘One who prepares or publishes a statement on behalf of another is not its maker’ (*Janus*, p. 2302).

This rule might best be exemplified by the relationship between a speechwriter and a speaker. [...] [I]t is the speaker who takes credit – or blame – for what is ultimately said (Janus, t.a.p.).

Deze uitleg voorkwam dat aansprakelijkheid zou worden uitgebreid naar adviseurs en hulppersonen buiten de gevallen waarin zij ‘control persons’ in de zin van art. 20(a) zijn.

3.2. Materiality – Matrixx v. Siracusano

Het tweede vereiste voor aansprakelijkheid is *materiality*. Dit vereiste zorgt ervoor dat niet elke misleidende mededeling tot aansprakelijkheid leidt. Aansprakelijkheid wegens misleiding van beleggers ingevolge het algemene art. 10(b) en Rule 10b-5 vereisen een mededeling ‘*misleading as to a material fact*.’¹⁹ *Materiality* betekent ‘a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered ‘the total mix’ of information made available’ (*Basic*, p. 238). Het Hooggerechtshof verkoos een andere interpretatie, op grond waarvan *elke* onjuiste mededeling voldoende zou zijn voor aansprakelijkheid, van de hand. Een dergelijke uitleg zou beursgenoteerde ondernemingen alleen maar ertoe aanzetten om voor de zekerheid hun aandeelhouders te bedelven onder een ‘avalanche of trivial information’ (p. 231). In *Matrixx* had een farmaceutisch bedrijf de markt uitgebreid gerapporteerd over het enorme succes

van verkoudheidsmedicijn Zicam, maar nagelaten melding te maken van statistisch niet-significante onderzoeksresultaten, die erop wezen dat Zicam het reukvermogen kan aantasten (een fenomeen dat bekend staat als anosmia). Toen dat uitkwam, kelderde de koers van Matrixx. Matrixx verweerde zich met het argument dat statistisch niet-significant bewijs van negatieve bijwerkingen medisch gezien geen bewijskracht heeft, door redelijke beleggers dus niet in aanmerking zou moeten worden genomen en derhalve niet ‘material’ is. Het Hooggerechtshof wees dit argument af.²⁰ Als er een indicatie is dat een significant risico kleefde aan het belangrijkste medicijn van het bedrijf, op grond waarvan het hoge bedrijfsresultaten had voorspeld, dan betreft het informatie die voor een redelijke belegger de ‘total mix’ van beschikbare informatie op significante wijze beïnvloedt (p. 1323).

Het effect van de uitspraak op de begrenzing van aansprakelijkheid is vrij neutraal. *Matrixx* heeft de *materiality*-eis niet verruimd, maar evenmin verscherpt. Het Hooggerechtshof heeft slechts een dreigende inperking van *materiality* tot enkel statistisch significant bewijs afgewezen.

3.3. Scierter – Tellabs v. Makor

Aansprakelijkheid wegens misleiding van beleggers vereist niet alleen dat een misleidende mededeling is gedaan omtrent omstandigheden die de maatman-belegger waarschijnlijk als significant zou meewegen. De gedaagde moet zich bovendien van het misleidende karakter bewust zijn geweest (*scierter*). Ofschoon het Hooggerechtshof spreekt van een opzetvereiste, wordt alom aangenomen dat bewuste onwetendheid of aan opzet grenzende roekeloosheid reeds voldoende is om *scierter* aan te nemen. Hoe dan ook, de eis is beduidend strenger dan het Nederlandse recht waarin slechts toerekenbaarheid is vereist (art. 6:162, 193b, 194 BW) en dikwijls een vermoeden van schuld geldt (art. 6:193j lid 2, 195 lid 2 BW). In de Reform Act is het vereiste verder verzawaard door toe te voegen dat een gedupeerde belegger niet slechts in algemene termen kan stellen dat gedaagde van de waarheid wel op de hoogte móet zijn geweest; hij dient feiten te stellen die voldoende zijn voor een ‘strong inference’ van opzet of bewuste roekeloosheid.

In de rechtspraak is aan de orde geweest wat precies onder een ‘strong inference’ moet worden verstaan. In *Tellabs* is uitgemaakt dat de redelijke implicatie van de gestelde feiten ‘at least as likely as any plausible opposing inference’ dient te zijn.²¹ Dit betekent enerzijds dat niet voldoende is dat het slechts ‘mogelijk’ of ‘redelijk’ is om op basis van het gestelde te concluderen dat van opzet sprake was. Anderzijds hoeft de opzet ook weer niet ‘onmiskkenbaar’ of ‘onweerlegbaar’ of de meest voor

18. 17 C.F.R. § 240.10b-5(b) [mijn curs.].

19. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 238.

20. *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 131 S. Ct. 1309 (2011), p. 1319-21.

21. *Tellabs*, 551 U.S. 308 (2007), p. 328 (zonder curs.).

de hand liggende conclusie te zijn. Het gaat steeds om een vergelijking met andere interpretaties van de gestelde feiten: opzet moet op zijn minst even plausibel zijn als een andere conclusie (*Tellabs*, p. 323-24). Is het dat niet, dan volgt *dismissal* wegens voorshandse onaannemelijkheid.

3.4. Reliance en fraud-on-the-market – Amgen v. Connecticut Retirement Plans

De volgende stap naar aansprakelijkheid is *reliance*, een voorwaarde die ook wel bekend staat als *transaction causation*: de gedupeerde belegger moet aantonen dat hij op de misleidende mededeling heeft vertrouwd, dat wil zeggen dat hij de mededeling gehoord of gelezen heeft of zich er anderszins van bewust was én op basis daarvan effecten heeft gekocht of verkocht.²² Iemand die in een indexfonds heeft belegd, kan aan deze eis bijvoorbeeld niet voldoen, omdat het fonds in een pakketje aandelen belegt dat precies dezelfde samenstelling heeft als de index die het tracht te volgen, zoals de S&P 500, de Vanguard Total Stock Market Index of de AEX Index. De beleggingsbeslissingen van het fonds worden dan door de samenstelling van de index bepaald, niet door informatie over specifieke ondernemingen wier aandelen in de index zijn opgenomen. Dikwijls weet een indexbelegger niet eens uit welke aandelen de index bestaat.

Reliance is een vraag die in het bijzonder in class actions op de voorgrond treedt. Class actions zijn voor beleggers met slechts enkele tonnen schade (en zeker voor particuliere beleggers met strooischade) de enig realistische manier om schadevergoeding te vorderen. Het voeren van afzonderlijke procedures is niet kostenefficiënt of zelfs onbetaalbaar. Eén van de voorwaarden voor behandeling van een zaak als een class action is dat de relevante feitelijke en rechtsvragen in overwegende mate gemeenschappelijke vragen zijn en dat eventuele kwesties die enkel specifieke gedupeerden raken niet overheersen.²³ De vraag of iemand daadwerkelijk op de misleidende informatie is afgegaan, is echter altijd een vraag die aan de individuele belegger verklonken is. De *reliance*-eis zou dus groepsacties onmogelijk maken 'because individual reliance issues would overwhelm questions common to the class' (*Amgen*, p. 1193).

Hier schiet de zgn. *fraud-on-the-market*-theorie te hulp. Volgens deze doctrine is in een goed ontwikkelde financiële markt die efficiënt functioneert, alle publiekelijk beschikbare informatie 'vanzelf' in de koers verdisconteerd, hetgeen betekent dat

de prijs van een aandeel ook de onjuiste informatie weerspiegelt.²⁴ De meeste beleggers gaan in hun beleggingsbeslissing uit van de prijsontwikkelingen (die eventueel onjuiste informatie weerspiegelt).

*Thus, courts may presume that investors trading in efficient markets indirectly rely on public, material misrepresentations through their 'reliance on the integrity of the price set by the market.'*²⁵

Aldus ontstaat een weerlegbaar vermoeden van 'classwide reliance on public, material misrepresentations' ten aanzien van aandelen verhandeld op een efficiënte markt (*Basic*, p. 242). *Reliance* wordt zo een gemeenschappelijke, niet een individuele, kwestie. Deze jurisprudentie bracht een belangrijke *verruiming* van de mogelijkheden van verhaal.

In *Amgen* heeft het Hooggerechtshof de *fraud-on-the-market*-doctrine nader uitgelegd. Het maakte duidelijk dat, ofschoon het vermoeden van *reliance* alleen geldt voor 'material misrepresentations', niet nodig is om reeds bij de vraag of de zaak als groepsactie geschikt is te *bewijzen* dat de relevante mededelingen invloed op de beleggingsbeslissing hadden: 'Rule 23(b)(3) requires a showing that questions common to the class predominate, not that those questions will be answered, on the merits, in favor of the class' (*Amgen*, p. 1191 [mijn curs.]). Anders gezegd: bij de beslissing over de groepsactie gaat het om de vraag of met bundeling van vorderingen de proceseconomie is gediend, niet om de inhoudelijke vraag of aan alle materiële vereisten voor aansprakelijkheid, zoals *materiality*, is voldaan.

De verruiming van *Basic* en *Amgen* is vrij recent gedeeltelijk ongedaan gemaakt in een zaak waarin het Hof gevraagd werd de *fraud-on-the-market*-doctrine maar helemaal af te schaffen: *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014). Volgens Halliburton hadden de mededelingen in kwestie volstrekt geen invloed op de koers gehad en was het dus niet redelijk om een vermoeden te hanteren dat beleggers indirect - door te vertrouwen op de integriteit van die koers - op de onjuiste mededelingen waren afgegaan.

Als het Hof van de *Basic*- en *Amgen*-jurisprudentie zou zijn teruggekomen, dan zou hiermee in één klap een einde zijn gekomen aan de mogelijkheid van class actions in misleidingszaken en dus van het *private attorney general*-model in het financiële recht. Zelf een procedure voeren is voor particuliere beleggers onbetaalbaar. Zouden duizenden beleggers daarom afzien van schadeverhaal, dan zou het van misleiding betichte beursfonds – alle strooischade opgeteld – zich tientallen, zo niet honderden, miljoenen aan schadevergoedingen besparen. Vandaar dat ondernemingen doorgaans tegen de *fraud-on-the-market*-doctrine en tegen invoering van class actions in Europa zijn.

22. *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans & Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013), p. 1192, *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011), p. 2185.

23. Fed. R. Civ. P. 23(b)(3) ('A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if [...] the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members').

24. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 245.

25. *Amgen*, p. 1192-93, zie *Basic*, p. 245.

Het Hof heeft het zo ver niet laten komen. Het benadrukte wel dat de *fraud-on-the-market*-doctrine slechts een weerlegbaar vermoeden van *reliance* behelst (*Halliburton*, p. 2414-16). Dat vermoeden kan worden weerlegd door aan te tonen dat de misleiding geen enkele invloed op de koers heeft gehad (geen 'price impact'). In zo'n geval kan een belegger door op de koers af te gaan dus ook niet indirect hebben vertrouwd op daarin verdisconteerde misleidende informatie. En in dit geval moet elke belegger dus zelf aantonen dat hij zich van de informatie bewust was en er *direct* op afging. Omdat die vraag voor elk groepslid anders ligt, staat de volledige afwezigheid van *price impact* aan de behandeling van de zaak als groepsactie in de weg.²⁶ De *Halliburton*-uitspraak heeft daarmee het aansprakelijkheidsrisico voor beursgenoteerde ondernemingen verkleind door de weg naar class actions onmiddellijk af te snijden als volgens de statistieken de misleidende mededelingen geen invloed op de koers hebben gehad.

3.5. Loss causation – *Dura v. Broudo*

Eén van de meest ingrijpende arresten inzake misleiding is voorts *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005) geweest. In deze zaak maakte het Hoogerechtshof een einde aan de mogelijkheid van schadevergoeding voor al hetgeen een belegger ten gevolge van de misleiding te veel heeft betaald (de zgn. *artificial inflation*-theorie), omdat in de ogen van het Hof te veel betalen nog niet impliceert dat men schade lijdt.

*[A]s a matter of pure logic, at the moment the transaction takes place, the plaintiff has suffered no loss; the inflated purchase payment is offset by ownership of a share that at that instant possesses equivalent value. [...] [I]f the purchaser sells the shares quickly before the relevant truth begins to leak out, the misrepresentation will not have led to any loss (*Dura*, p. 342).*

De argumentatie van het Hof is, kort gezegd, vergelijkbaar met de redenering dat wie een paard koopt met een verborgen gebrek (bijvoorbeeld een kribbebijter) en dus te veel heeft betaald, geen vordering tot schadevergoeding heeft, als hij het paard, voordat de waarheid boven water komt, tegen een eveneens te hoge prijs kan doorverkopen aan een derde.²⁷ Volgens het Hof geeft alleen die schade die het gevolg is van het instorten van de beurskoers *toen de waarheid aan het licht kwam* – de zgn. *corrective disclosure* – de rechtens relevante schade weer. Zonder de *corrective disclosure* vertegenwoordigt

een koersval wellicht niet meer dan veranderde marktomstandigheden of ontwikkelingen die een hele bedrijfstak raken (*Dura*, p. 343).

Loss causation vergt met andere woorden dat alleen de schade door de prijsschommelingen die het gevolg zijn van (het uitkomen van) de misleiding vergoedbaar zijn (p. 344). Die theorie wijkt af van de leer dat een gedupeerde belegger moet worden teruggeplaatst in de positie waarin hij zou verkeren, als hij niet zou zijn misleid. Stelt de belegger dat hij in dat geval de effecten niet zou hebben gekocht, dan is het hele verschil tussen aankoopprijs en de huidige waarde vergoedbaar; zonder de aanschaf zou hij immers helemaal geen koersverlies hebben geleden, ook niet de koersdaling die het gevolg is van ongerelateerde marktontwikkelingen.

Omdat met deze *loss causation* een strenger causaal verband werd ingevoerd en de *artificial inflation*-theorie werd verworpen, heeft *Dura* tot gevolg gehad dat in misleidingszaken de maximaal vergoedbare schadebedragen drastisch zijn ingeperkt.

4. Overige materieelrechtelijke en procesrechtelijke beperkingen

4.1. *Morrison v. NAB*

Het standaardarrest met de meest verregaande praktische consequenties is *Morrison v. National Australia Bank Ltd.*, 561 U.S. 247 (2010), dat inmiddels wereldwijde bekendheid geniet en dat wij als een late nawee van de Reform Act mogen beschouwen.

De achtergrond is de *most adequate plaintiff*-regel van de Reform Act, waardoor in de praktijk alleen nog institutionele beleggers als *lead plaintiff* voor de groep optreden. Doordat New York een financieel centrum is waarop beleggers uit alle hoeken van de wereld afkomen, bleken die institutionele beleggers niet zelden *buitenlandse* beleggingsinstellingen te zijn, zoals pensioenfondsen en staatsfondsen (*sovereign wealth funds*). Dergelijke wereldwijd opererende beleggingsfondsen beleggen in hetzelfde aandeel vaak op verschillende plaatsen tegelijk – op de beurzen van New York, London, Amsterdam, Frankfurt of Tokyo bijvoorbeeld. Het lag dan ook voor de hand om de fraudezaak in Amerika maar meteen in naam van een *global class* te voeren. Daarvoor was volgens vaste jurisprudentie slechts vereist dat de zaak voldoende band met Amerika had om internationale rechtsmacht te aanvaarden. In *Morrison*, waarin niet-Amerikaanse gedupeerden schadevergoeding vorderden voor koersverliezen geleden op een niet-Amerikaanse beurs voor beleggingen in niet-Amerikaanse bedrijven, heeft het Hoogerechtshof uitgemaakt dat de Amerikaanse wet hiervoor niet bedoeld is.

Volgens de algemeen aanvaarde *lex loci delicti*-regel zou Rule 10b-5 toepassing kunnen vinden op een *global class*, indien ten minste een deel van de misleidende mededelingen in de Verenigde Staten zijn gedaan. Aangezien vele buitenlandse ondernemingen aan de SEC rapporteren en om de markt te

26. *Halliburton*, p. 2417 ('[D]efendants must be afforded an opportunity before class certification to defeat the presumption through evidence that an alleged misrepresentation did not actually affect the market price of the stock.').

27. Vrij naar HR 11 maart 1977, NJ 1977, 521 (Kribbebijter).

informereren ‘investor calls’ houden met analisten en journalisten uit de hele wereld, inclusief New York, was aan dit vereiste al snel voldaan. In *Morrison* heeft het Hooggerechtshof echter de *lex loci delicti*-test vervangen door een *transactional test* die aanknoopt bij de plaats van de transactie, niet de plaats van de misleiding: ‘[I]t is [...] only transactions in securities listed on domestic exchanges, and domestic transactions in other securities, to which § 10(b) applies’ (*Morrison*, p. 267).

De *Morrison*-uitspraak heeft tot een ware aardverschuiving in de handhaving van het financiële recht geleid. Buitenlandse transacties vallen niet langer onder het Amerikaanse recht, zelfs niet als de misleidende mededeling in Amerika is gedaan of gedaagd een Amerikaanse onderneming is. Enkel nog schade ten gevolge van transacties in Amerika valt tegenwoordig onder de Amerikaanse wet. Omdat de Amerikaanse rechter rechtsmacht over vorderingen naar buitenlands recht op grond van de *forum non conveniens*-doctrine gewoonlijk afwijst, is hierdoor de reikwijdte van een class action bij de Amerikaanse rechter drastisch beperkt.

4.2. Verjaring en de discovery rule – Merck v. Reynolds

Een laatste terrein waarop de Amerikaanse rechter een wisselend verruimend en restrictief beleid heeft gevoerd is de verjaringsproblematiek. Allereerst de verruiming: de verjaringstermijn voor beleggingsfraude van Rule 10b-5 is vijf jaar na de overtreding of twee jaar na ontdekking.²⁸ De twee-jaarregel staat wel bekend als de *discovery rule* (niet te verwarren met *discovery* in de zin van *disclosure* (exhibitieplicht)). De vraag is: wanneer begint die termijn dan precies te lopen?

Deze vraag is een paar jaar geleden in *Merck Co. v. Reynolds*, 559 U.S. 633 (2010) beslist. Farmaceutische gigant Merck werd ervan beticht de markt misleidende informatie te hebben verschaft over een nogal relevante bijwerking van zijn meest succesvolle pijnstiller Vioxx, te weten dat het een verhoogd risico van een hartinfarct met zich bracht. Nu was al sinds 2000 bekend dat onder Vioxx-gebruikers de kans vier keer zo groot was als onder gebruikers van het concurrerend product Naproxen; en die onderzoeksresultaten waren door Merck ook netjes in een persbericht aan de markt gemeld. Niet duidelijk was echter of dit verschil te verklaren was door een negatieve bijwerking van Vioxx of enkel door een positieve bijwerking van Naproxen, die in Vioxx ontbrak. In het eerste geval is Vioxx gebrekkig (of zelfs gevaarlijk), in het tweede geval niet; het heeft dan alleen niet alle voordelen die een ander product wel heeft.

Merck bleef gedurende 2001 de tweede hypothese aanhangen en meldde in de pers dat het geen resultaten had gevonden die de hypothese weerspraken, ofschoon de overheid (de *Food and Drug Adminis-*

tration) Merck inmiddels had laten weten dat het misleidend was om niet ook op de alternatieve verklaring te wijzen. Pas in 2003 kwam uit dat Vioxx wel degelijk een verhoogde kans op hartinfarcten met zich bracht, waarna Merck’s aandelenkoers onmiddellijk 27% daalde. Beleggers startten vervolgens een class action en kort daarna (in 2004) kwam uit dat Merck al jaren wist dat zijn hypothese onjuist was.

Het Hooggerechtshof bepaalde in 2010 dat de kortste van de twee-jaar- en vijf-jaartermijnen doorslaggevend is en dat volgens de *discovery rule* de verjaring niet pas begint te lopen van het moment van bekendheid met ‘the facts constituting the violation’, maar al zodra gedupeerden redelijkerwijs met die feiten bekend konden zijn (*Merck*, p. 644-48). Het overwoog evenwel dat bekendheid met de negatieve onderzoeksresultaten niet betekende dat beleggers bekend waren of behoorden te zijn met *alle* feiten. Aansprakelijkheid vereist immers ook opzet (*scienter*), hetgeen betekent dat de termijn pas aanving toen beleggers behoorden te weten dat *Merck* van de onjuistheid van zijn mededelingen op de hoogte was. Dat moment lag niet meer dan twee jaar vóór het uitbrengen van de dagvaarding en zodoende waren de vorderingen niet verjaard. Kortom: de *discovery rule* vereist het weten of behoren te weten van feiten, die op *alle* materiële voorwaarden voor aansprakelijkheid betrekking hebben.

4.3. Stuiting – Police & Fire Retirement System of Detroit v. IndyMac

Een tweede verjaringskwestie betrof stuiting. Op grond van het federale Amerikaanse procesrecht is het voor de stuiting van een verjaringstermijn nodig dat een procedure wordt begonnen door het indienen van een dagvaarding (Fed. R. Civ. P. Rule 3). Niet voldoende is dus om, zoals in Nederland, een brief of schriftelijke aanmaning te doen uitgaan (zie art. 3:317 lid 1 BW). Nu gaat het bij misleidingszaken doorgaans om class actions waarin de eisende partij probeert op te treden voor een groep van honderden of duizenden gedupeerde beleggers. Het is niet de bedoeling dat zij allemaal een eigen stuitingsdaad gaan verrichten. De figuur van de class action is bedoeld als efficiënte belangenverteenwoordiging, ook voor passieve gedupeerden voor wie het anders niet de moeite waard zou zijn om in actie te komen. Als elk gedupeerd groepslid een aparte dagvaarding zou moeten uitbrengen en griffierechten betalen en als een ieder die dit nalaat zijn vordering ziet verjaren en dus alsnog buiten de groep zou vallen, zou de collectieve actie haar doel van efficiëntieverhoging voorbijschieten, aldus het Hooggerechtshof in *American Pipe & Construction Co. v. Utah*, 414 U.S. 538 (1974), p. 551.²⁹

29. De Hoge Raad is tot een vergelijkbare conclusie gekomen: HR 28 maart 2014, NJ 2015, 306 m.nt. HJS, ECLI: NL:HR:2014:766 (VEB/Deloitte Accountants).

28. 28 U.S.C. § 1658(b).

Het initiëren van een class action geldt daarom als stuiting namens alle groepsleden.³⁰

Maar wat nu als een class action wordt ingesteld en de rechter pas na enkele jaren bepaalt dat de zaak *niet* voor behandeling als groepsactie in aanmerking komt of oordeelt dat bepaalde gedupeerden buiten de groep vallen, bijvoorbeeld omdat zij andersoortige vorderingen hebben of met de rest van de groep te weinig gemeen hebben? Om te voorkomen dat de termijn voor het aanbrengen van een eigen vordering is verlopen, zouden gedupeerden dan voor de zekerheid nog steeds duizenden afzonderlijke dagvaardingen moeten uitbrengen, omdat ze tevoren er immers nooit zeker van kunnen zijn of ze uiteindelijk in de groep gaan vallen. Om die reden is in *American Pipe* beslist dat de collectieve stuiting óók voor later *uitgesloten* gedupeerden geldt (p. 552-55).

In *Police & Fire Retirement System of Detroit v. IndyMac MBS, Inc.*, 721 F.3d 95 (2d Cir. 2013) heeft het federale gerechtshof in Manhattan aan de collectieve stuiting evenwel beperkingen gesteld. De *IndyMac*-zaak vloeide voort uit de Amerikaanse hypotheekcrisis en betrof prospectusaansprakelijkheid ex art. 11, 12 en 15 van de Securities Act. Voor deze vorderingen gelden andere termijnen dan voor Rule 10b-5: één jaar na ontdekking of ‘three years after the sale [or public offering]’.³¹ Aangezien de drie-jaarstermijn in absolute termen is verwoord (net als overigens de vijf-jaarstermijn voor Rule 10b-5-zaken), zag het hof hierin geen *verjarings*stermijn, maar een *verval*stermijn (een *zgn. statute of repose*). Omdat bij verval niet slechts de rechtsoverdracht (*ius agendi*), maar ook het daaraan ten grondslag liggende subjectieve recht op schadevergoeding tenietgaat³², zag het hof geen ruimte de *American Pipe*-regel naar de drie-jaarstermijn van de Securities Act uit te breiden, waardoor het immers een recht zou doen herleven dat in diens ogen al niet meer bestond.³³ Inmiddels heeft het federale gerechtshof in Atlanta eenzelfde oordeel geveld over Rule 10b-5.³⁴

Deze uitspraken hebben voor beleggers wereldwijd, dus ook Nederlandse beleggingsinstellingen die immers veelvuldig in de Verenigde Staten be-

leggen, grote betekenis. Beleggers kunnen niet langer drie of vijf jaar wachten om rustig te bezien of ze eventueel hun eigen procedure willen starten of liever als passief groepslid in de uiteindelijke opbrengst delen. Ze zijn er immers niet zeker van of ze wel binnen de groep zullen vallen. Om het risico van verval van hun rechten te vermijden, zullen beleggers met substantiële verliezen vaker en sneller een eigen *zgn. opt out*-procedure moeten beginnen. Omdat ze dit vaak zullen nalaten, betekent deze jurisprudentie in de praktijk dat veel gedupeerde beleggers die wachten met een *opt out* tot ná de beslissing omtrent de voortzetting als groepsactie te laat zullen zijn.³⁵

5. Conclusie

Over Amerikaanse misleidingszaken doen in Europa dikwijls spookverhalen van grenzeloze aansprakelijkheid, *blackmail settlements* en tomeloze *discovery* in kansloze zaken de ronde. Voor zover de invoering van de Reform Act in zulke praktijken al geen verandering heeft gebracht, laat het overzicht van de jurisprudentie sinds de Reform Act zien dat van te ruime aansprakelijkheid in elk geval geen sprake is. Vrij consequent heeft de rechtspraak de aansprakelijkheidsrisico's en de daadkracht van het private rechtshandavingsmodel teruggebracht.

Met de Reform Act en SLUSA zijn ingrijpende beperkingen aangebracht op het punt van de stelplicht, de exhibitieplicht en de invloed van particuliere beleggers en hun advocaten. Ook is de weg naar beleggersvriendelijker statelijk recht grotendeels afgesneden. In de jurisprudentie zijn degenen die meewerkten aan het opstellen van misleidende informatie buiten de aansprakelijkheid van Rule 10b-5 gehouden (*Janus*). Ook oordeelde het Hof in *Halliburton* dat bewijs van gebrek aan invloed van de fraude op de koers aan toepassing van de *fraud-on-the-market*-doctrine in de weg staat en dus ook aan behandeling als groepsactie.

Verder is thans vereist dat de feitelijke stellingen met betrekking tot opzet van de gedaagde minstens even plausibel zijn als alternatieve verklaringen (*Tellabs*) en is de omvang van vergoedbare schade door *Dura's loss causation*-leer drastisch ingeperkt. Bovendien kunnen verliezen op buitenlandse beurzen niet langer in de Verenigde Staten verhaald worden en kunnen grote groepen beleggers niet van collectieve stuiting van de vervalstermijn profiteren, indien zij uiteindelijk buiten de groepsactie blijken te vallen (*IndyMac*, *Dusek*). Kortom: de rechtsontwikkeling in de laatste twee decennia is overwegend restrictief geweest.

Deze conclusie betekent overigens niet dat Amerika het particuliere handavingsmodel heeft verlaten of dreigt te verlaten. Paradoxaal genoeg is zelfs

30. *American Pipe*, 414 U.S. 538 (1974), p. 549 ('[T]he filing of a timely class action complaint commences the action for all members of the class as subsequently determined.').

31. Securities Act § 13, 15 U.S.C. § 77m.

32. Vgl. Snijders/Klaassen/Meijer, Nederlands burgerlijk procesrecht, nr. 61.

33. *IndyMac*, p. 109 ('[O]ur conclusion is straightforward: *American Pipe's* tolling rule [...] does not extend to the statute of repose in Section 13.'). Het Hooggerechtshof heeft zich over de kwestie nog niet ten gronde uitgelaten; het verzoek om behandeling van het cassatieberoep heeft het summierlijk afgewezen. *Pub. Empl. Retirement Sys. of Mississippi v. IndyMac MBS, Inc.*, 135 S. Ct. 42 (2014). Inmiddels ligt de kwestie weer voor bij het Hooggerechtshof. Zie *Cal. Pub. Empls. Retirement Sys. v. ANZ Securities, Inc.*, No. 16-373 (U.S. Jan. 13, 2017).

34. *Dusek v. JPMorgan Chase & Co.*, 832 F.3d 1243 (11th Cir. 2016).

35. Zie bijv. *Kuwait Investment Office v. Am. Int'l Group*, 128 F. Supp. 3d 792 (S.D.N.Y. 2015) (kennelijke ongegrondheid na ommekomst vervalstermijn).

denkbaar dat het door de ontwikkelingen uiteindelijk juist wordt versterkt. De nieuwe drempels zouden, althans in theorie, de zwakkere zaken eruit moeten filteren, zodat de misleidingszaken die beleggers nog wel aanbrenge en uitprocederen de sterkere zaken zijn. Het optreden van *private attorneys general* zou hierdoor wel eens des te effectiever kunnen uitpakken.