

Fraud on the market revisited

Bij het informatieve artikel van mevrouw Raaijmakers over causaliteit bij aansprakelijkheid van uitgevende instellingen voor misleidende informatie (*TvOB* 2008-3, p. 66-73) zou ik graag enkele kanttekeningen plaatsen.



1. Het condicio sine qua non-verband

Raaijmakers stelt dat een benadeelde belegger (die aandelen heeft gekocht op het moment dat de uitgevende instelling een misleidende voorstelling van zaken gaf) het condicio sine qua non-verband (csqn-verband) tussen de onrechtmatige gedraging en de geleden schade moet stellen en zonedig bewijzen, maar dat hierop twee uitzonderingen worden gemaakt. Terecht noemt zij in dit verband de 'omkeringsregel', op grond waarvan behoudens tegenbewijs onder omstandigheden een csqn-verband kan worden aangenomen.¹ Onjuist is echter de suggestie dat ook art. 6:195 BW een uitzondering maakt op het door de belegger te stellen csqn-verband tussen de onrechtmatige gedraging en de geleden schade.² Dit artikel voorziet slechts in een omkering van de bewijslast ten aanzien van de onrechtmatigheid en de toerekenbaarheid. Raaijmakers betoogt verder dat gedaagde ter afwering van aansprakelijkheid de positie kan innemen dat de benadeelde belegger moet stellen en bewijzen dat hij daadwerkelijk zelf heeft kennis genomen van de misleidende informatie en op grond daarvan tot de aan- of verkoop van aandelen is overgegaan, hetgeen heeft geleid tot schade. Goed denkbaar is echter dat de belegger niet direct heeft kennisgenomen van de misleidende informatie, maar bijvoorbeeld is afgegaan op een positief marktsentiment. Een vermoeden van csqn-verband tussen de misleidende informatie en de schade biedt dan volgens haar geen soelaas, omdat de benadeelde belegger niet in staat

zal zijn om het door gedaagde gevraagde bewijs te leveren.³ Ik kan Raaijmakers hier niet helemaal volgen. Uiteraard zal de belegger niet het door gedaagde gevraagde bewijs kunnen leveren, maar als een vermoeden van csqn-verband wordt aangenomen lijkt het juist gedaagde die moet bewijzen dat de belegger geen kennis heeft genomen van de informatie en ook zonder de misleidende voorstelling van zaken tot aankoop zou zijn overgegaan.⁴ In dit verband moet worden opgemerkt dat schade die in een csqn-verband staat ook kan ontstaan als de belegger niet *direct* kennis heeft genomen van de misleidende informatie, zoals ook blijkt uit de verdere analyse van Raaijmakers. Voor een csqn-verband tussen de onrechtmatige gedraging en de schade is ten eerste vereist dat de aankooptransactie zonder het onrechtmatig handelen niet of niet tegen dezelfde voorwaarden (namelijk tegen een lagere prijs) tot stand zou zijn gekomen. In de tweede plaats moet blijken dat *hierdoor* (vermogens)schade is geleden. Overigens komt voor vergoeding slechts in aanmerking de schade die redelijkerwijs aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend (art. 6:98 BW).⁵ Het voorgaande impliceert verschillende mogelijkheden om de vordering in te kleden ten aanzien van het csqn-ver-

* Mr. drs. B.J. de Jong is als promovendus en docent verbonden aan het Van der Heijden Instituut (Onderzoekcentrum Onderneming en Recht) van de Faculteit Rechtsgeleerdheid van de Radboud Universiteit Nijmegen.

1. Zie daarover Asser/Hartkamp 2004 (4-I), nr. 436b en 436c.

2. Zie *TvOB* 2008-3, p. 67. Dit lijkt zij zelf later ook in te zien op p. 71, maar dan is onduidelijk waarom zij het eerder een uitzondering noemt op de eis dat beleggers het csqn-verband moeten stellen en bewijzen.

3. Ten aanzien van deze causaliteitsproblematiek wijst Raaijmakers er nog op dat volgens Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2007, p. 539, bij een actie op grond van onrechtmatige daad wegens het overtreden van de informatieverplichtingen uit de Wft niet van belang is of de belegger daadwerkelijk gebruikmaakt van de geboden informatie. Daarbij moet echter de kanttekening worden geplaatst dat Grundmann-van de Krol haar opmerking maakt in het kader van de relativiteitseis van art. 6:163 BW, niet – althans niet expliciet – ten aanzien van de causaliteitseis. Zie ook de meest recente druk van het boek (2008), p. 721-722.

4. Mogelijk doelt Raaijmakers met het woord 'schade' als zij spreekt over het vermoeden van csqn-verband tussen de misleidende informatie en de schade echter slechts op de koersdaling na het bekend worden van de werkelijke toestand van de vennootschap. Het vermoeden strekt zich dan niet uit tot de vraag of de belegger is afgegaan op de misleidende informatie.

5. Zie voor een iets andere uitwerking A.C.W. Pijls, 'Misleiding van het beleggende publiek, een oneerlijke handelspraktijk!', *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 345-346. Volgens Pijls is de eerste causaliteitsvoorwaarde als constitutieve voorwaarde voor (vestiging van) aansprakelijkheid dat de belegger daadwerkelijk door het handelen van de aangesproken partij is beïnvloed; de tweede is dat hij hierdoor schade heeft geleden. Als ik het goed zie, legt Pijls in de eerste voorwaarde een oordeel over de vraag in hoeverre een belegger ex art. 6:98 BW op de informatie moet zijn afgegaan alvorens aansprakelijkheid wordt gevestigd. Ik vraag mij af of het niet te streng is om als constitutieve voorwaarde voor aansprakelijkheid te stellen dat de belegger daadwerkelijk is *beïnvloed*, althans indien men deze eis niet zeer soepel uitlegt. Indien

band en de schade.⁶ Dit blijft in de bijdrage van Raaijmakers mijns inziens enigszins onderbelicht (zie ook nr. 3 hierna).

Een belegger kan in de eerste plaats stellen dat hij de effecten zonder de misleiding ook had gekocht, maar tegen een lagere prijs. Deze stelling houdt in dat door de misleidende voorstelling van zaken een onzuivere koers tot stand is gekomen, met andere woorden dat er sprake was van kunstmatige inflatie in de koers van het aandeel op het moment van aankoop. Vervolgens moet dan blijken dat de belegger vermogensschade heeft geleden, doordat de kunstmatige inflatie uit de koers is verdwenen terwijl de effecten nog werden gehouden.⁷ Om de schadeomvang te bepalen, moet de toestand zoals deze in werkelijkheid is, worden vergeleken met de toestand zoals deze zonder de onrechtmatige gedraging (vermoedelijk) zou zijn geworden.⁸ Uit deze vergelijkingsmethode volgt dat de schade het bedrag is dat de belegger bij aankoop te veel betaalde.⁹ Deze schade ontstaat ook als de belegger zelf geen kennis heeft genomen van de misleidende passage, en evenmin is afgegaan op berichten in de media of een tussenpersoon. Eerder heb ik verdedigd dat ik in beginsel geen reden zie om op grond van enkel deze omstandigheden aan de zijde van de belegger de omvang van de vergoedingsplicht te verminderen (op grond van art. 6:98 of 6:101 BW), althans ten aanzien van aankopen op de secundaire effectenmarkt.¹⁰

Een tweede geval is dat de belegger (stelt dat hij) zonder de misleiding de effecten niet zou hebben gekocht (anders gezegd: dat hij door de misleidende informatie is bewogen om de effecten te kopen). De belegger zal om deze stelling

aannemelijk te maken waarschijnlijk moeten aantonen dat hij direct kennis heeft genomen van de informatie, of is afgegaan op berichten in de media of op een tussenpersoon. Slaagt hij in dit bewijs, dan geldt dat een waardedaling ten opzichte van de aankoopprijs kan worden gezien als een verlies dat in een csqn-verband staat met de onrechtmatige gedraging.¹¹ Ook gederfde winst kan nog worden aangemerkt als schade, voor zover aannemelijk is dat met het aankoopbedrag bij alternatieve aanwending (wel) een positief rendement zou zijn behaald.¹² In het kader van de causaliteit speelt echter ook nog de vraag in welke omvang de schade aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend (art. 6:98 BW). Verdedigbaar is om niet de waardedaling ten opzichte van de aankoopprijs, maar slechts de koersdaling na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap te zien als (rechtens vergoedbare) vermogensschade (aangenomen dat de belegger de effecten nog houdt).¹³ Daarbij moet het bovendien gaan om een *residuele* koersdaling, dat wil zeggen: een koersdaling gecorrigeerd voor waardenmutaties als gevolg van niet aan de misleidende informatie gerelateerde factoren.

2. De fraud on the market-theorie en het vereiste van loss causation in het Amerikaanse recht

Vervolgens gaat Raaijmakers in op de *fraud on the market*-theorie uit het Amerikaanse recht, die wordt gebruikt in het kader van aansprakelijkheidsacties op grond van regel 10b-5 van de *Securities Exchange Commission*. Zoals ik eerder ook al had beschreven, worden in de Amerikaanse

bijvoorbeeld negatieve koersgevoelige informatie in strijd met art. 5:59 Wft niet tijdig openbaar wordt gemaakt, lijkt het problematisch om te betogen dat een belegger daadwerkelijk moet zijn beïnvloed bij zijn beleggingsbeslissing. Niemand kende immers de informatie, zodat slechts de vraag kan worden gesteld of de belegger *zou zijn beïnvloed* bij tijdige openbaarmaking. Ook als een zeer deskundige belegger een mededeling wantrouwde die voor een gemiddelde belegger misleidend was, maar toch effecten heeft gekocht (tegen een kunstmatig hoge koers) met het oog op het verwerven van zeggenschap, lijkt het verdedigbaar om aan te nemen dat aansprakelijkheid jegens de deskundige belegger kan worden gevestigd. Met behulp van het leerstuk van de eigen schuld (art. 6:101 BW) kan eventueel een correctie worden aangebracht op de omvang van de vergoedingsplicht. Dit maakt een meer genuanceerde oplossing mogelijk dan het leerstuk van de causaliteitsdoorbreking. Vgl. A.L.M. Keirse, *Schadebeperkingsplicht* (diss. Groningen), Deventer: Kluwer 2003, p. 48-56.

6. Vgl. voor verschillende processtrategieën in dit verband ook HR 30 mei 2008, *JOR* 2008, 209 m.nt. B.J. de Jong; *Ondernemingsrecht* 2008-9, p. 364-368 met commentaar A.C.W. Pijls & H.M. Vletter-van Dort (*De Boer c.s./TMF Financial Services*).
7. Indien de belegger (een deel van) de aandelen die hij tegen een kunstmatig hoge prijs kocht ook weer verkoopt tegen een kunstmatig hoge koers voordat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt, materialiseert de schade (gedeeltelijk) niet.
8. Zie bijv. HR 28 maart 2003, *NJ* 2003, 389; Asser/Hartkamp 2004 (4-1), nr. 415.
9. Aangenomen dat de belegger alle aandelen heeft gehouden tot het moment waarop de kunstmatige inflatie uit de koers verdween. Een alternatief is nog om de schade te begroten op het bedrag dat na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap nodig is om het aantal effecten te kopen dat zonder de misleiding zou zijn verkregen.
10. Zie mijn bijdrage 'Class actions made difficult. Causaal verband, schade en collectieve acties in geval van misleidende berichtgeving op de beurs', *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 516-517. Beleggers mogen er mijns inziens op vertrouwen dat de uitgevende instelling de markt tijdig, volledig en juist informeert. Voorshands mag er mijns inziens ook van uit worden gegaan dat een belegger op deze manier heeft vertrouwd op de zuiverheid van de beurskoers.
11. Dit volgt uit een vergelijking van de vermogenstoestand zoals deze feitelijk is (na het moment van aankoop) met de vermogenstoestand zoals deze was vóórdat de belegger de effecten kocht. Strikt genomen is dit niet geheel juist, omdat moet worden vergeleken met de toestand zoals deze *zou zijn geworden* zonder de misleiding. Van belang is dus hoe de belegger het aankoopbedrag zonder de misleiding zou hebben aangewend. Voor zover hierover onduidelijkheid bestaat, is denkbaar dat de rechter bij de schadebegroting kijkt naar de koersontwikkeling van sectorgerelateerde aandelen of een index. Indien deze ook een neerwaartse tendens vertoonde, vergroot dit de realiteit van de schadebegroting.
12. De belegger zal dan wel aannemelijk moeten maken hoe hij het aankoopbedrag zonder de misleiding zou hebben geïnvesteerd.
13. In 'Class actions made difficult', *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 518 betwijfelde ik of dit onder alle omstandigheden een redelijk resultaat is, maar voortschrijdend inzicht heeft mij gebracht tot het standpunt dat het niet onredelijk is om een waardedaling tussen het moment van aankoop en het moment van *disclosure* voor rekening van de belegger te laten. Beleggen brengt altijd risico's met zich mee en het aanhouden van effecten impliceert dus het accepteren van beleggingsrisico. Een belangrijke vraag is overigens nog of schadevergoeding kan worden gevorderd als de koers (zelfs na de koersval bij *disclosure*) hoger is dan de aankoopprijs. Uit de methode van vermogensvergelijking volgt dat de belegger geen verlies heeft geleden (althans indien men vergelijkt met de vermogenstoestand voorafgaand aan de aankoop). Ik kan op deze kwestie niet uitvoerig ingaan, maar het lijkt wat arbitrair om de belegger afhankelijk van het koersverloop tussen de aankoopdatum en de datum van *disclosure*, dat primair het gevolg is van externe invloeden, al dan niet schadevergoeding te ontzeggen.

se jurisprudentie twee causaliteitseisen gesteld: *reliance* (ook wel: *transaction causation*) en *loss causation*.¹⁴ *Transaction causation* betreft het verband tussen de misleidende informatie en de beleggingsbeslissing; vereist is dat zonder de misleiding de transactie niet tot stand zou zijn gekomen. De belegger moet dus zijn afgegaan op de informatie bij zijn aankoopbeslissing. Dit is een strikte vorm van csqn-verband. In de zaak *Basic v. Levinson*¹⁵ gaf het *Supreme Court* beleggers de mogelijkheid om op indirecte wijze *transaction causation/reliance* aan te tonen, door middel van het *fraud on the market*-vermoeden. Dit houdt in dat ten behoeve van beleggers onder omstandigheden¹⁶ een weerlegbaar vermoeden van *reliance* geldt (tevens inhoudende het vermoeden dat de aankoopprijs is beïnvloed door de misleidende informatie). Het vereiste van *loss causation* is door de Amerikaanse rechters geformuleerd om de aansprakelijkheid van de schadeveroorzaker op redelijke wijze te beperken.¹⁷ Elke waardedaling ten opzichte van de aankoopprijs tot aan het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap kan immers worden gezien als schade die in csqn-verband staat met de misleiding, indien *transaction causation* – zoals dit begrip wordt uitgelegd in de Amerikaanse rechtspraak – eenmaal vaststaat. Waardedalingen die het gevolg zijn van externe factoren zijn in het Amerikaanse recht geen voldoende nabije oorzaak (*proximate cause*) en komen dus niet voor vergoeding in aanmerking. Deze eis van *loss causation* is in 1995 gecodificeerd.¹⁸ Het is in het Amerikaanse recht aan beleggers om *loss causation* te stellen en te bewijzen. Volgens Raaijmakers heeft het *Supreme Court* in de zaak *Dura Pharmaceuticals*¹⁹ het vereiste van *loss causation* uitgewerkt in drie elementen (het hooggerechtshof somt deze drie elementen zelf overigens niet op deze wijze op). Zij schrijft:

‘Niet enkel dient de belegger te bewijzen dat de misleidende informatie de koers heeft beïnvloed (1), tevens dient de belegger het effect te hebben gekocht tegen de kunstmatig hoge prijs (2) en mag het tijdsverloop tussen aan- en verkoop niet zodanig kort zijn dat de belegger het effect heeft kunnen doorverkopen tegen een eveneens kunstmatig hoge prijs (3).’

Deze uitleg van het begrip *loss causation* vind ik wat verwarrend, omdat het *Supreme Court* mijns inziens niet is teruggekomen op de beslissing in *Basic v. Levinson* dat het *fraud on the market*-vermoeden een weerlegbaar vermoeden oplevert dat de koers is beïnvloed door de misleidende informatie.²⁰ Geoordeeld werd echter dat een kunstmatig hoge aankoopprijs ‘will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss’. Daarom is het vermoeden dat een kunstmatig hoge prijs is betaald niet toereikend. Mijns inziens moet de uitspraak aldus worden gelezen dat er eerst rechtens vergoedbare schade wordt geleden op het moment dat de werkelijke toestand van de vennootschap bekend wordt (en – in beginsel – een koersdaling optreedt, omdat de kunstmatige inflatie uit de koers verdwijnt). Een logisch gevolg is dus dat bij effecten die voordien werden verkocht geen (rechtens vergoedbare) schade wordt geleden. Hoeveel tijd er vóór het moment van bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap verloopt tussen aankoop en verkoop is dus niet van belang.

3. De relevantie van de fraud on the market-theorie voor het Nederlandse recht

In het laatste deel van haar bijdrage bespreekt Raaijmakers de relevantie van de *fraud on the market*-theorie voor het Nederlandse recht. Daarin zou een rechtvaardiging kunnen worden gevonden om de bewijslast ten aanzien van het causaal verband tussen de onjuiste informatie en de schade niet volledig op de belegger te laten rusten. Zij gaat hierbij in op de billijkheidscorrectie van art. 150 Rv, alsmede de mogelijkheid van een weerlegbaar rechterlijk of wettelijk vermoeden. Haar betoog noopt mij tot enkele opmerkingen.

Mijns inziens is van belang dat beleggers hun vordering ten aanzien van het causaal verband processueel op twee manieren kunnen inkleden. Als beleggers stellen dat zij de effecten ook zonder de misleiding zouden hebben gekocht, maar tegen een lagere prijs, lijkt een weerlegbaar (rechterlijk of wettelijk) vermoeden van causaal verband op grond van de *fraud on the market*-theorie niet nodig. Beleggers dienen aan te tonen dat de koers is beïnvloed door de misleidende informatie op het moment dat zij effecten kochten, en dat de kunstmatige inflatie uit de

14. Zie ‘Class actions made difficult’, *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 518-519. Het vereiste van *loss causation* is in de wet ook gecodificeerd, zoals Raaijmakers terecht opmerkt.

15. 485 U.S. 224.

16. Kort gezegd moet de belegger bewijzen dat: (i) publiekelijk een onjuiste voorstelling van zaken is gegeven, (ii) de misleidende informatie materieel was, (iii) de effecten werden verhandeld op een efficiënte markt, (iv) de onjuiste voorstelling van zaken een redelijke belegger die daarop vertrouwd zou hebben gebracht tot een onjuist oordeel over de waarde van de aandelen en (v) de transactie tot stand kwam nadat de onjuiste informatie werd verspreid.

17. Zie in dit verband reeds de uitspraak *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981): ‘The plaintiff must prove not only that, had he known the truth, he would not have acted [transaction causation, BdJ], but in addition that the untruth was in some reasonably direct, or proximate, way responsible for his loss. The causation requirement is satisfied in a Rule 10b-5 case only if the misrepresentation touches upon the reasons for the investment’s decline in value.’

18. Minder juist lijkt me de uitleg die Raaijmakers op p. 69 geeft aan het wettelijke vereiste van *loss causation*. Volgens haar moeten beleggers op grond van dit vereiste bewijzen dat de koers waartegen ze de aandelen hebben gekocht kunstmatig hoog was. Uit de hierna nog te bespreken zaak *Dura Pharmaceuticals* blijkt juist dat het te veel betaalde bedrag bij aankoop niet kan worden gezien als (rechtens vergoedbare) schade.

19. 544 U.S. 336 (2005).

20. Zie 544 U.S. 336, met name 341-342 (2005). Het lijkt me dus ook minder juist om te stellen dat de dubbele presumptie van de *fraud on the market*-theorie is vervallen, zoals Raaijmakers doet op p. 70 en 73.

koers is verdwenen terwijl de effecten nog werden gehouden.^{21, 22} Zij moeten dus aantonen dat er sprake was van *fraud on the market*. Een rechtvaardiging voor een wijziging van de bewijslastverdeling zie ik niet.²³ De omkeringsregel is in dit geval ook niet erg bruikbaar, zoals ik eerder heb betoogd.²⁴

De situatie is anders als beleggers stellen dat zij de effecten zonder de misleidende informatie niet zouden hebben gekocht, of stellen dat dit zeer wel denkbaar was geweest, maar dit niet meer met zekerheid te achterhalen is. In dit geval ben ik met Raaijmakers eens dat een omkering van de bewijslast met behulp van de billijkheidscorrectie van art. 150 Rv of een weerlegbaar vermoeden (van csqn-verband) onder omstandigheden geïndiceerd kan zijn om de bewijspositie van beleggers te verlichten. Mijns inziens is goed verdedigbaar dat slechts de (residuele) koersdaling²⁵ na bekendwording van de werkelijke toestand van de vennootschap kan worden aangemerkt als rechtens vergoedbare schade. De bewijslast ten aanzien van de eerste causaliteitsschakel – dat de aandelen zonder de misleiding niet waren gekocht – zou ik dan ook slechts willen omkeren indien de belegger bewijst dat hij *deze* schade heeft geleden door de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken.²⁶ Als ik Raaijmakers goed begrijp, betoogt zij dit eveneens. In feite wordt dan dus van achteren naar voren geredeneerd ten aanzien van de causaliteitsschakels: als vaststaat dat er sprake is van residuele koersdaling, veroorzaakt door het bekend worden van de werkelijke toestand van de vennootschap, is mijns inziens aanvaardbaar om onzekerheid – en dus het bewijsrisico – ten aanzien van de vraag of de belegger de effecten zonder de misleiding niet zou hebben gekocht voor rekening van de aangesproken partij te brengen.²⁷ Bovenstaande oplossing is mijns inziens het meest praktisch en evenwichtig, ook indien collectief schadeverhaal in de toekomst mogelijk zou worden. Het is vanuit oogpunt van efficiëntie en proceseconomie wenselijk dat de vorderingen van beleggers zo veel mogelijk gezamenlijk kunnen worden behandeld.

21. Zie hierover mijn bijdrage ‘Schadeberekening in securities class actions’, *Ondernemingsrecht* 2007-6, p. 240-241 en ‘Class actions made difficult’, *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 520-521.

22. Voorts moet worden bepaald welke schade redelijkerwijs aan de schadeveroorzaker kan worden toegerekend ex art. 6:98 BW. De kunstmatige inflatie op het moment van aankoop komt mijns inziens niet zonder meer in volle omvang voor vergoeding in aanmerking. Het is slechts de bovengrens van de vergoedbare schade per aandeel.

23. Dit standpunt is overigens mede beïnvloed door mijn opvatting dat uit art. 6:98 BW niet voortvloeit dat naast het aantonen van *fraud on the market* aanvullende eisen moeten worden gesteld aan het bewijs van het causaal verband, zoals bijvoorbeeld de eis dat de belegger zelf de misleidende passage moet hebben gelezen, of moet zijn afgegaan op berichten in de media of het advies van een deskundige tussenpersoon. Zou men wel zulke eisen stellen, dan voel ik wel voor een weerlegbaar vermoeden dat de misleidende informatie mede een rol heeft gespeeld bij de aankoopbeslissing.

24. ‘Class actions made difficult’, *Ondernemingsrecht* 2007-14, p. 521.

25. Indien tegelijk met de corrigerende mededeling andere informatie over de vennootschap openbaar wordt gemaakt, is denkbaar dat er geen – of een kleinere – koersdaling waarneembaar is. Strikt genomen is het dus te streng om een *koersdaling* te eisen.

26. Het is niet gezegd dat dit bewijs gemakkelijk te leveren is. Een deskundigenrapport, waarin een *event-study* wordt verricht, kan hierbij helpen. Zie daarover mijn bijdrage ‘Schadeberekening bij securities class actions’, *Ondernemingsrecht* 2007-6, p. 240-241. De rechter heeft overigens wel de nodige vrijheid om de precieze omvang van de schade te begroten of te schatten ex art. 6:97 BW.

27. Vgl. de overwegingen van het Supreme Court in *Basic v. Levinson*: ‘requiring a plaintiff to show a speculative state of facts, i.e., how he would have acted if omitted material information had been disclosed (...) or if the misrepresentation had not been made, (...) would place an unnecessarily unrealistic evidentiary burden on the Rule 10b-5 plaintiff who has traded in an impersonal market.’