

U.S. Supreme Court beperkt extraterritorialiteit van de federale effectenwetgeving

119

1. Inleiding

Een veelgehoord bezwaar tegen de Securities and Exchange Commission (SEC) is dat zij zich in de loop der tijd een rol als *securities policeman to the world* zou hebben aangemeten. Een vergelijkbaar bezwaar doet zich gelden tegen het federale rechtssysteem. Ook de Amerikaanse gerechtelijke instellingen blijken er – tot grote schrik van buitenlandse beursgenoteerde ondernemingen – geen moeite mee te hebben om extraterritoriaal toepassing te geven aan de federale effectenwetgeving van de USA en daarmee uitspraak te doen over in wezen buitenlandse geschillen. Dat gebeurt zelfs als wet- en regelgeving geen tekstuele steun bieden aan een dergelijk ruim toepassingsbereik. Met een fijne neus voor retoriek wordt de ruime reikwijdte van de federale effectenwetgeving wel verdedigd door erop te wijzen dat het Congres nooit gewent kan hebben dat de USA een *Barbary Coast* zou worden waarop *international securities pirates* ongestoord te werk kunnen gaan.¹

Op 24 juni 2010 heeft de Supreme Court of the United States in een *landmark decision* in de zaak *Morrison v. National Australia Bank* de extraterritoriale toepassing die aan Section 10(b) van de Securities Exchange Act of 1934 (SEA) werd gegeven, inmiddels dan toch van de hand gewezen.² Section 10(b) is een van de antifraudebepalingen van de SEA en speelt een sleutelrol in de regulering van de effectenmarkten. De tekst daarvan luidt als volgt:

'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, (...) to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.'

Deze bepaling is door de SEC uitgewerkt in de befaamde Rule 10b-5, waarvan het toepassingsbereik noodzakelijkerwijs hetzelfde is als dat van Section 10(b).³ Deze Rule luidt als volgt:

'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 which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.'

Uit deze bepaling wordt afgeleid dat voor een succesvolle rechtsvordering – hetzij in te stellen door de overheid (de SEC dan wel een U.S. Attorney), hetzij door beleggers – vereist is dat bewijs wordt geleverd van: (i) *fraud of deception*, (ii) met betrekking tot een *material fact*, (iii) *in connection with the purchase or sale of a security* en (iv) *scienter (intentionally of recklessly)* bij het plegen van bedrog. Ingeval beleggers een rechtsvordering instellen tegen een beursgenoteerde onderneming wegens een inbreuk op Rule 10b-5, dient bovendien nog bewijs geleverd te worden dat aan de voorwaarden (v) *reliance* en (vi) *loss causation* wordt voldaan.⁴ Verder is hier nog van belang te vermelden dat op deze antifraudebepaling gewoonlijk een beroep wordt gedaan in *securities class actions*.⁵

Wie Section 10(b) leest, ziet meteen dat daarin niets is bepaald over de vraag wat de reikwijdte van deze antifraudebepaling is. De Amerikaanse balie heeft daarin geen belemmering gezien om actief het eigen handelsdebiet uit te breiden. Zo werden in de USA – en niet zonder succes – *securities class actions* ingesteld tegen buitenlandse beursgenoteerde ondernemingen, terwijl de raakvlakken van deze rechtszaken met de USA vaak

1. Zie *SEC v. Kasser*, 548 F.2d 109, 116 (3d Cir. 1977).

2. Zie 561 U.S. (2010).

3. Zie *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 651 (1997).

4. Zie Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, New York: Aspen Publishers 2004, p. 901 e.v. Zie B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 102), Deventer: Kluwer 2010, p. 94 e.v.

5. Een handzame introductie in *securities class actions* is te vinden bij D.J.T. Adler & D.F. Lunsingh Scheurleer, 'Class action litigation in the U.S.', in: *Collectieve acties in de financiële sector* (Financieel Juridische Reeks deel 1), Amsterdam: NIBE-SVV 2009, p. 145-169. Over de rol die William S. Lerach van Milberg Weiss, voorheen een van de toonaangevende *securities litigators*, speelde in de ontwikkeling van *securities class actions* leze men het meeslepende relaas van Patrick Dillon & Carl M. Cannon, *Circle of Greed. The spectacular rise and fall of the lawyer who brought corporate America to its knees*, Broadway Books 2010.

slechts minimaal waren. In het bijzonder was dit het geval in situaties waarin (i) buitenlandse eisers een rechtsvordering instelden (ii) tegen een buitenlandse uitgevende instelling in verband met transacties in financiële instrumenten (iii) die in het buitenland hadden plaatsgevonden (veelal aangeduid als een *class of foreign cubed plaintiffs*).

2. De *conduct* en *effects test*

Hoewel de Supreme Court in een reeks uitspraken had geoordeeld dat – tenzij een andere bedoeling van het Congres blijkt – de federale wetgeving uitsluitend van toepassing is binnen de grenzen van de USA, zijn de gerechtelijke instellingen van vooral de Second Circuit (waarvan de staten New York, Connecticut en Vermont deel uitmaken) toch bewust een andere richting ingeslagen. Omdat de SEA, als gezegd, zwijgt over de extraterritoriale reikwijdte van Section 10(b), heeft de Second Circuit een andere manier gevonden om die bedoeling van het Congres inzichtelijk te maken. Volgens de Second Circuit diende daartoe de volgende vraag beantwoord te worden:

‘When, as here, a court is confronted with transactions that on any view are predominantly foreign, it must seek to determine whether Congress would have wished the precious resources of United States courts and law enforcement agencies to be devoted to them rather than leave the problem to foreign countries.’⁶

Het komt mij voor dat een rechter bij het beantwoorden van een dergelijke vraag niet meer bezig is met rechtsvinding, maar met (pseudo)wetgeving. Teneinde te kunnen verantwoorden dat Section 10(b) ook in hoofdzakelijk buitenlandse geschillen kon worden toegepast, zijn in de rechtspraak diverse *tests* ontwikkeld. Zo werd bijvoorbeeld in een zaak voldoende geacht dat, ofschoon de effectentransacties in Canada hadden plaatsgevonden, daarvan niettemin invloed uitging op de waarde van effecten die in de USA publiek werden verhandeld (*effects test*).⁷ Om die reden werd het noodzakelijk geacht Amerikaanse beleggers te beschermen. In een andere zaak werd als aanknopingsfactor genoemd dat het bedrog in de USA had plaatsgevonden (*conduct test*).⁸ Deze beide *tests* behoeven overigens niet scherp van elkaar gescheiden te worden. Zo oordeelde de Second Circuit:

‘There is no requirement that these two tests be applied separately and distinctly from each other. Indeed, an admixture or combination of the two often gives a better picture of whether there is sufficient

United States involvement to justify the exercise of jurisdiction by an American court.’⁹

Het moge duidelijk zijn dat toepassing van deze *tests* in de rechtspraak tot onvoorspelbare resultaten heeft geleid en dat consistentie in de uitspraken soms ver te zoeken was.¹⁰ Zo werd de *conduct test* bijvoorbeeld op verschillende manieren toegepast al naargelang de benadeelde beleggers Amerikanen of buitenlanders waren.¹¹ Was schade door Amerikaanse beleggers in het buitenland geleden, dan werd het toereikend geacht dat handelingen *of material importance* in de USA waren verricht die *significantly* aan het resultaat hadden bijgedragen. Ging het daarentegen om buitenlandse beleggers, dan werd deze laatste eis opeens aangescherpt en was vereist dat de handelingen het resultaat *directly* hadden veroorzaakt. Ook waren *merely preparatory activities* in de USA niet voldoende om toepassing te geven aan de federale effectenwetgeving voor verliezen die buitenlandse beleggers buiten de USA hadden geleden. Daarvoor was weer nodig dat de USA een *base* was voor bedrog in het buitenland. Wat de Supreme Court in de hier besproken zaak betreft, is de genadeslag voor deze *test* dat de Second Circuit nota bene zelf oordeelde dat:

‘(...) the presence or absence of any single factor which was considered significant in other cases (...) is not necessarily dispositive in future cases.’¹²

3. *Morrison v. National Australia Bank*

Ook in *Morrison v. National Australia Bank* waren de raakvlakken met de Amerikaanse rechtssfeer minimaal. Wat was het geval? Drie eisers, allen woonachtig in Australië, hadden in de USA een *securities class action* ingesteld tegen onder meer National Australia Bank (National), destijds de grootste bank in Australië, en haar dochtermaatschappij HomeSide Lending, Inc. (HomeSide). De aandelen van National waren genoteerd aan de Australian Stock Exchange en een aantal andere buitenlandse effectenbeurzen, maar niet aan enige effectenbeurs in de USA. Wel waren op de New York Stock Exchange *American Depositary Receipts* (ADRs) van National genoteerd. In 1998 had National HomeSide – een zogeheten *mortgage servicing company* die haar bedrijf maakt van de inning van hypotheekrentebetalingen – overgenomen. De waarde van deze activa hangt mede af van de waarschijnlijkheid dat hypotheeklenkers door de debiteuren vervroegd worden terugbetaald, zodat een einde komt aan een deel van de inkomstenstroom. National bleek de waarde van die activa geflatteerd te hebben weergegeven in haar financiële ver-

6. Zie *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F. 2d 974, 985 (1975).

7. Zie *Schoenbaum v. Firstbrook*, 268 F. Supp. 385, 392 (1967).

8. Zie *Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell*, 468 F. 2d 1326 (1972).

9. Zie *Itoba Ltd. v. Lep Group PLC*, 54 F. 3d 118, 122 (1995).

10. Ook Ahold en Shell kunnen hierover meespreken. De *securities class action* tegen Ahold kon in de USA voortgezet worden, tegen Shell niet. Zie hiervoor respectievelijk 351 F.Supp. 2d 334 (D. Md 2004) en 380 F. Supp. 2d 509 (D.N.J. 2005).

11. Zie hiervoor *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F. 2d 974, 985 (1975).

12. Zie *IIT v. Cornfeld*, 619 F. 2d 909, 918 (1980).

slaggeving. Op 5 juli 2001 vond een eerste afwaardering plaats met een bedrag van US\$ 450 miljoen, al snel gevolgd door een tweede afwaardering op 3 september 2001 met een bedrag van US\$ 1,75 miljard. Het gevolg daarvan voor de beurskoers bleef niet uit; die daalde substantieel. Eisers, die voorafgaand aan de twee afschrijvingen aandelen National hadden gekocht, verweeten gedaagden dat zij op de hoogte waren van het in de financiële verslaggeving gepleegde bedrog. Zowel de District Court for the Southern District of New York als de Court of Appeals for the Second Circuit wijst de schadevergoedingsvordering van beleggers af. Geoordeeld wordt dat de in de USA gepleegde handelingen niet *the heart of the alleged fraud* waren. De handelingen in de USA waren 'at most, a link in the chain of an alleged overall securities fraud scheme that culminated abroad'. De Supreme Court heeft vervolgens *certiorari* verleend, dat wil zeggen: een bevel van een hogere rechter aan een lagere om het op de zaak betrekking hebbende dossier aan hem af te geven met het oog op een herziening van de uitspraak.

In zijn uitspraak wijst de Supreme Court het gebruik van de *conduct (en/of effects) test* af en stelt daar – zo zal hierna blijken – een *transactional test* tegenover. Opvallend (althans voor wie gewoon is het bedachtzame proza van onze Hoge Raad te lezen) zijn de toch wel felle bewoordingen waarin de Supreme Court de extraterritoriale werking van de federale effectenwetgeving afwijst.¹³ Zo wordt de rechtspraak van de Second Circuit door de Supreme Court aangemerkt als 'judicial-speculation-made-law', nogal spottend omschreven als 'divining what Congress would have wanted if it had thought of the situation before the court'. Justice Scalia stelt in de *opinion* dat de wisselende resultaten van deze rechtspraak de juistheid bewijzen van de *presumption against extraterritoriality*, dat een *longstanding principle* van het Amerikaanse recht is. Immers, het berust op het inzicht dat het Congres wetgeving uitvaardigt met betrekking tot binnenlandse, en niet buitenlandse aangelegenheden.

In de procedure was er door de beleggers op gewezen dat er toch voldoende aanknopingsfactoren met de Amerikaanse rechtssfeer waren. HomeSide was gevestigd in Florida, daar was het bedrog ook begonnen door de financiële waarderingsmodellen van HomeSide te manipuleren en daar waren de misleidende uitlatingen gedaan door leidinggevende functionarissen van HomeSide. De Supreme Court reageert als volgt daarop, wederom in een verbluffend eigentijds en niet-juridisch taalgebruik:

'This is less an answer to the presumption against extraterritorial application than it is an assertion –

a quite valid assertion – that that presumption here (as often) is not self-evidently dispositive, but its application requires further analysis. For it is a rare case of prohibited extraterritorial application that lacks *all* contact with the territory of the United States. But the presumption against extraterritorial application would be a craven watchdog indeed if it is retreated to its kennel whenever *some* domestic activity is involved in the case.'

Waar het volgens de Supreme Court bij het vaststellen van het toepassingsbereik van federale wetgeving om gaat, is het vaststellen van de *focus* van *congressional concern*. In dit geval overweegt de Supreme Court:

'(...) we think that the focus of the Exchange Act is not upon where the deception originated, but upon purchases and sales of securities in the United States. Section 10(b) does not punish deceptive conduct, but only deceptive conduct 'in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered.'

Hiermee heeft de Supreme Court voor wat betreft het toepassingsbereik van Section 10(b) SEA gekozen voor een *transactional test*. Buitenlandse beursgenoteerde ondernemingen – ook al oefenen zij eveneens in de USA bedrijfsactiviteiten uit – kunnen vooralsnog opgelucht ademhalen. Zij hebben slechts iets van de federale effectenwetgeving te vrezen *indien* en uitsluitend *voor zover* de door hen uitgegeven financiële instrumenten *in* de USA publiek zijn verhandeld op een effectenbeurs, of buiten een effectenbeurs om ingeval de financiële instrumenten niet geregistreerd zijn.

Ik signaleer nog dat diverse buitenlandse staten – mij is niet bekend of ook Nederland hiertoe is overgegaan, maar ik waag dat te betwijfelen – en internationale organisaties en belangenverenigingen gebruik hebben gemaakt van de mogelijkheid een *amicus brief* bij de Supreme Court in te dienen.¹⁴ De grootste gemene deler van deze *briefs* is dat daarin geklaagd werd over de invloed die van Section 10(b) uitgaat op buitenlandse effectenwetgeving en dat bepleit werd een eenduidige *test* te formuleren voor het toepassingsbereik van deze antifraudebepaling. De Supreme Court meent dat met de eerder geschetste *transactional test* aan die wens van de *amici curiae* is voldaan en respondeert daarmee met zoveel woorden op deze *briefs*.

13. De *opinion* van de Supreme Court werd afgegeven door Justice Scalia, destijds benoemd door President Reagan. Wie meer wil weten van de politieke dynamiek achter de schermen van de Supreme Court leze Jeffrey Toobin, *The Nine. Inside the secret world of the Supreme Court*, Anchor Books 2008. Wat mij betreft, is dit werk zeker zo lezenswaardig als de klassieker *The Brethren. Inside the Supreme Court* van Bob Woodward en Scott Armstrong, Avon Books 1979.

14. Zie Rule 37 van de Rules of the Supreme Court of the United States waarin onder meer wordt bepaald: 'An amicus curiae brief that brings to the attention of the Court relevant matter not already brought to its attention by the parties may be of considerable help to the Court. An amicus curiae brief that does not serve this purpose burdens the Court, and its filing is not favored.'

4. Extraterritorialiteit komt weer terug!

Wie denkt dat de extraterritorialiteit van de federale effectenwetgeving met deze uitspraak definitief in de ban is gedaan, zal mogelijk van een koude kermis thuiskomen. In de uitspraak van de Supreme Court wordt erop gewezen dat de *presumption against extraterritoriality* in elke rechtszaak opnieuw toegepast moet worden, 'preserving a stable background against which Congress can legislate with predictable effects'. Het Congres had die oproep van de Supreme Court niet eens nodig. Op 21 juli 2010 zette President Obama zijn handtekening alreeds onder *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*. Op grond van deze wet is Section 22 van de Securities Act of 1933 – die uitsluitend de primaire effectenmarkt regelt, waar de SEA de secundaire effectenmarkt regelt – aangevuld met de volgende passage:

'EXTRATERRITORIAL JURISDICTION. – The district courts of the United States and the United States Courts of any Territory shall have jurisdiction of an action or proceeding brought or instituted by the Commission of the United States alleging a violation of section 17(a) involving
(1) conduct within the United States that constitutes significant steps in furtherance of the violation, even

if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors; or
(2) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States.'

Section 17 bevat een verbod van emissiebedrog, bijvoorbeeld door bij het aanbieden of verkopen van effecten

'to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission 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'

of

'to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser'.

Het laatste woord over de extraterritorialiteit van de federale effectenwetgeving zal na deze zaak dus zeker nog niet gezegd zijn. Teneinde misverstand te voorkomen, haast ik mij nog wel te vermelden dat de extraterritoriale werking van voornoemde rechtsvordering uitsluitend geldt ingeval de SEC op enigerlei wijze actie onderneemt.