

De bijzondere zorgplicht van de bank als beleggingsadviseur

Prof. mr. D. Busch

HR 3 februari 2012, LJN: BU4914 (*Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht UA/X*)¹

Inleiding

Dat banken een bijzondere zorgplicht hebben tegenover particuliere beleggers is alweer geruime tijd vaste rechtspraak van de Hoge Raad. De befaamde optiearresten kunnen als de bakermat hiervan worden beschouwd. Nadien heeft de Hoge Raad ook uitspraken gewezen over onder meer de bijzondere zorgplicht van banken bij de aanbieding van effectenleaseproducten, bij het verlenen van vermogensbeheerdiensten en tegenover derden (niet-cliënten).² Het arrest dat thans ter bespreking voorligt, gaat over de bijzondere zorgplicht van de bank als beleggingsadviseur in relatie tot opties en futures (derivaten). De uitspraak werpt niet alleen nader licht op de reikwijdte van de bijzondere zorgplicht, maar ook op de wijze waarop om kan worden gegaan met het bewijs van het causaal verband tussen de zorgplichtschending en de schade zoals de belegger die heeft geleden.

Feiten

De feiten laten zich als volgt samenvatten. Particuliere belegger X, geboren in 1942, heeft als opleiding de toenmalige mulo gevolgd. Hij heeft gedurende 32 jaar als

administratief medewerker in loondienst gewerkt. Naast zijn werk heeft X vanaf 1970 samen met een zwager een winkel in sportartikelen gedreven. De zwager heeft hem in 1998 uitgekocht, waardoor X kwam te beschikken over een aanzienlijk bedrag. Dit bedrag heeft hij aanvankelijk deels in een beleggingsportefeuille belegd via Funda Rend B.V. (Funda Rend). Naast het vermogen uit de verkoop van de winkel beschikte X uitsluitend over een bescheiden lijfrente en een bescheiden WAO-uitkering. In 2000 bedroeg de totale hoogte daarvan ongeveer € 2.270 netto per maand. X had zijn vermogen bestemd voor aanvulling van zijn inkomen, oudedagsvoorziening, ondersteuning van zijn zoon voor een eigen zaak en een nieuwe woning.³

Na aanvankelijk winst te hebben behaald op de portefeuille bij Funda Rend, leed X daarop een aanzienlijk verlies. Hierna werd het eerste contact gelegd tussen de Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht UA (hierna: de Bank) en X. Het initiatief tot dit contact ging uit van bankmedewerker Y, op suggestie van een kennis van X. Daarna vonden verdere contacten plaats. In oktober 2000 tekende X diverse overeenkomsten, resulterend in een beleggingsadviesrelatie.⁴ Eind 2000 heeft X een bedrag van

1 Eerder besproken door S.B. van Baalen in *JOR* 2012/116 en A.A. Ettema in *Ondernemingsrecht* (2012), p. 340-343.

2 Zie onder meer HR 24 januari 1997, *NJ* 1997/260 (*D/ING*) (zorgplicht bij handel in opties); HR 23 mei 1997, *NJ* 1998/192, m.nt. Van Zeben (*Rabobank/Everaars*) (zorgplicht bij handel in opties); HR 9 januari 1998, *NJ* 1999/285, m.nt. W.M. Kleijn; *JOR* 1998/116, m.nt. Kortmann (*MeesPierson/Ten Bos*) (zorgplicht tegenover derden); HR 26 juni 1998, *NJ* 1998/660, m.nt. Van Zeben (*Van de Klundert/Rabobank*) (zorgplicht bij handel in opties); HR 11 juli 2003, *NJ* 2005/103, m.nt. Du Perron; AA 2003-12, p. 929 (AA20030929), m.nt. Hartlief (*Kouwenberg/Rabobank*) (zorgplicht bij handel in opties); HR 23 december 2005, *NJ* 2006/289, m.nt. Mok; *JOR*

2006/20, m.nt. Grundmann-van de Krol (*Safe Haven*) (zorgplicht tegenover derden); HR 23 maart 2007, *NJ* 2007/333, m.nt. Mok (*ABN AMRO/Van Welzen*) (zorgplicht bij handel in opties); HR 5 juni 2009, *JA* 2009/116 (*Levob Bank/Bolle*) (zorgplicht bij aanbieding effectenlease producten); HR 5 juni 2009, AA 2010-03, p. 188 (AA20100188), m.nt. Van Boom & Lindenberg; *JOR* 2009/199, m.nt. Lieverse; *JA* 2009/117 (*Treek/Dexia Bank Nederland*) (zorgplicht bij aanbieding van effectenlease producten); HR 5 juni 2009, *JOR* 2009/200; *JA* 2009/118, m.nt. Van Boom (*Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon Bank*) (zorgplicht bij aanbieding van effectenlease producten); HR 27 november 2009, AA 2010-05, p. 336 (AA20100336), m.nt. Raaijmakers; *JOR* 2010/43, m.nt. Frielink (*Vereniging van Effecten-*

bezitters c.s./World Online International NV) (zorgplicht tegenover derden); HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251, m.nt. Tjong Tjin Tai; AA 2011-10, p. 720 (AA20110720), m.nt. Lindenberg & Pape; *JOR* 2011/54, m.nt. Pijls (*Fortis Bank/Bourgonje*) (zorgplicht vermogensbeheerder).

3 Zie rov. 3.1 onder (i) en (ii).

4 Het hof ging er veronderstellenderwijs vanuit dat sprake was van een adviesrelatie en niet van vermogensbeheer, ofschoon dit wel in geschil was tussen partijen (zie rov. 3.3.2 uitspraak Hoge Raad onder verwijzing naar rov. 22 van de uitspraak van het hof). In cassatie hebben partijen dit punt laten rusten, zodat ook de Hoge Raad uit kon gaan van een adviesrelatie.

ongeveer f 1,5 miljoen overgeboekt van ING Zwitserland naar de Bank en daarnaast nog een bedrag van ongeveer f 200.000. Delen van die bedragen zijn gebruikt voor betalingen aan derden. In februari 2001 is de effectenportefeuille met een waarde van ongeveer f 1,5 miljoen die X bij Funda Rend had, overgeboekt naar de Bank.⁵

De Bank heeft zeer vele, veelal zeer risicovolle transacties voor rekening en risico van X uitgevoerd. In de periode van 24 november 2000 tot 19 juli 2002 is voor € 128 miljoen (100 x de inleg) in derivaten gehandeld. In oktober 2002 is de effectenportefeuille geliquideerd. Van het in totaal gestorte bedrag van € 1.270.058,46 was toen nog € 107.523,54 over.⁶

Procesverloop

In cassatie is nog slechts van belang dat X van de Bank schadevergoeding vordert wegens een schending van de bijzondere zorgplicht. Na een afwijzing van de vordering door de rechtbank, wees het hof de vordering volledig toe.⁷ De Bank stelt beroep in cassatie in tegen het arrest van het hof.⁸

Uitspraak Hoge Raad

Bijzondere zorgplicht

De Hoge Raad stelt voorop dat de Bank terecht geen klachten heeft geformuleerd tegen het oordeel van het hof dat in dit geval op de Bank een bijzondere zorgplicht jegens X rustte als particuliere belegger en dat onderdeel van die zorgplicht vormde dat (1) de Bank vooraf naar behoren onderzoek moest doen naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van X (zoals ook wordt voorgeschreven in het door X ingeroepen artikel 28 lid 1 Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999, de *Know-Your-Customer* of KYC-regels) en (2) dat zij hem diende te waarschuwen voor de bijzondere risico's die aan de handel in opties en futures zijn verbonden, en (3) voor het feit dat de voorgenomen beleggingsstrategie niet paste bij zijn financiële mogelijkheden of doelstellingen, zijn risicobereidheid of zijn deskundigheid.⁹

Know-Your-Customer regels

De Bank richt zich met diverse klachten tegen het oordeel van het hof dat de Bank bij het aangaan van de relatie geen relevant onderzoek heeft gedaan naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van X. De Bank beroept zich in dit verband in onderdeel 1a allereerst op (a) een door de Bank ingevuld 'Beleggings Inventarisatie Formulier' (BIF) van 12 oktober 2000 dat volgens haar door X voor gezien en akkoord is getekend en dat onder andere vermeldt dat (i) het pensioen van

X is geregeld, (ii) het om vrij vermogen gaat, (iii) X veel ervaring met beleggen heeft, (iv) de beleggingshorizon meer dan 15 jaar is en (v) dat het doelrisicoprofiel 'offensief/zeer offensief' luidt, (b) een schriftelijke bevestiging van (uitsluitend) genoemd doelrisicoprofiel aan X bij brief van dezelfde datum en (c) het feit dat dit profiel ook stond vermeld op de aan X verzonden portefeuilleoverzichten. Het hof heeft met betrekking tot het BIF overwogen dat het enkele feit dat de Bank dit formulier op een bepaalde wijze heeft ingevuld, niets zegt over het antwoord op de vraag of hieraan enig (voldoende) onderzoek door de Bank is voorafgegaan en dat de Bank met dit formulier het verwijt van X op dit punt dan ook niet heeft weerlegd (rov. 26). Het onderdeel klaagt dat deze overweging onbegrijpelijk is in het licht van genoemde stellingen van de Bank.¹⁰ De klacht faalt:

'Het oordeel van het hof met betrekking tot genoemd formulier moet gezien worden tegen de achtergrond van het vaststaande feit dat dit formulier op de genoemde punten (i) tot en met (iv) onjuist is ingevuld [...], en van zijn vaststelling [...] dat de medewerkers met wie [X] bij de Bank van doen had, niet hebben gevraagd en niet wisten wat zijn inkomen en de omvang en bestemming van zijn vermogen waren. Ten processe staat vast dat het formulier vermeldt dat het uitsluitend voor intern gebruik van de Bank is bestemd, dat [X] dan ook geen afschrift ervan heeft ontvangen en dat het door de Bank is ingevuld, te weten, zoals daarop staat vermeld, door [bankmedewerker Y], van wie het hof, zoals opgemerkt, juist vaststelt dat hij niet naar genoemde punten heeft gevraagd. Voorts moet in aanmerking worden genomen dat [X] heeft aangevoerd dat hij het formulier – dat hij, in aanwezigheid van de Bank, aan de achterzijde heeft getekend, op dezelfde dag als de overeenkomsten – niet heeft gelezen. Deze stelling is door de Bank niet bestreden.

Klaarblijkelijk heeft het hof bij zijn oordeel in rov. 26 mede het oog op het vorenstaande en heeft het geoordeeld dat mede daarom niet is gebleken dat het invullen van het formulier (voldoende) zorgvuldig heeft plaatsgevonden en dat in verband daarmee te dezen aan het formulier en de tekst en de handtekening van [X] daarop geen betekenis toekomt. Onbegrijpelijk is dat niet. Dat geldt ook voor het feit dat het hof niet is ingegaan op de hiervoor [...] genoemde stellingen (b) en (c) van de Bank. Met betrekking tot het doelrisicoprofiel heeft X onbestreden aangevoerd dat hij de bepaling daarvan heeft overgelaten aan de Bank en dat hij dienaangaande heeft vertrouwd op de deskundigheid van de Bank. Kennelijk en niet onbegrijpelijk is het hof ervan uitgegaan dat X noch heeft onderkend, noch heeft behoeven te onderkennen dat de Bank, blijkens het door haar gehanteerde doelrisicoprofiel van X, uitging van onjuiste gegevens.¹¹

Vervolgens keert de Bank zich met onderdeel 1b tegen de vaststelling van het hof in rov. 27 dat het vermogen van X 'in de kern genomen een oudedagsvoorziening' betrof en klaagt dat het hof deze vaststelling niet heeft mogen baseren op de getuigenverklaring van X, nu deze partijgetuige is. Deze klacht mist feitelijke grondslag:

'Bij genoemde vaststelling heeft het hof het oog op het feit dat [X] zijn vermogen had bestemd voor aanvulling van zijn inkomen, oudedagsvoorziening, ondersteuning van zijn zoon voor een eigen zaak en een nieuwe woning, zoals door [X] als getuige ook is verklaard. Dit feit is door [X] in deze procedure gesteld en – naar de kennelijke en niet on-

5 Zie rov. 3.1 onder (iii) t/m (vi).

6 Zie rov. 3.1 onder (vii).

7 Zie Hof Arnhem 6 juli 2010, *JOR* 2010/308.

8 Zie rov. 2.

9 Zie rov. 3.4, onder verwijzing naar enkele belangrijke uitspraken van de Hoge Raad over de

bijzondere zorgplicht.

10 Zie rov. 3.5.1.

11 Zie rov. 3.5.2.

begrijpelijke vaststelling van het hof – door de Bank niet (voldoende) betwist. Genoemde vaststelling berust dus, anders dan het onderdeel veronderstelt, niet op de getuigenverklaring van [X].

Voor het overige bouwt het onderdeel voort op onderdeel 1a en moet het dus het lot daarvan delen.¹²

Onderdeel 1c richt zich tegen het oordeel van het hof in rov. 28 dat uit de verklaringen van bankmedewerkers Y en Z niet blijkt dat zij deugdelijk onderzoek hebben gedaan naar de risicobereidheid van X. Ook deze klacht faalt:

‘Het hof overweegt in dit verband dat [bankmedewerker Y] niet heeft kunnen volstaan met de verklaring van [X] dat hij de verliezen wilde goedmaken die hij eerder op zijn portefeuille bij Funda Rend had geleden. Daarbij heeft het hof het oog op het onderdeel van de verklaring van [bankmedewerker Y] die het aanhaalt in rov. 24.2, dat [X] bij het gesprek waarin hij dat zei, “behoorlijk geëmotioneerd” was (mede) in verband met de door hem geleden verliezen, en dat “in dat gesprek tranen zijn gevloeid”. Het hof wijst in rov. 28 op het feit dat de met de genoemde verklaring door [X] uitgesproken risicobereidheid niet is te verenigen met de bestemming die te beleggen gelden hadden. Voorts verwijst het hof naar de [...] verklaring van [de medewerker] van Funda Rend, die onder andere inhoudt dat [X] destijds niet in staat was een verstandig beleggingsbeleid te voeren. Het onderdeel klaagt dat het oordeel van het hof onbegrijpelijk is omdat [bankmedewerker Y] tevens heeft verklaard dat [X] verder wilde gaan met beleggen op dezelfde manier als bij Funda Rend, te weten met opties en futures. Deze klacht faalt omdat het oordeel van het hof mede op dit onderdeel van de verklaring betrekking heeft en in het licht daarvan geenszins onbegrijpelijk is. Voor het overige bouwt ook dit onderdeel voort op onderdeel 1a en moet het eveneens het lot daarvan delen.¹³

Onderdeel 1d heeft betrekking op het oordeel van het hof in rov. 29 dat de Bank niet heeft onderbouwd dat X (voldoende) specifieke kennis had van risicovolle effectenhandel. Het onderdeel verwijst naar een stelling van de Bank bij conclusie van antwoord in eerste aanleg dat X al jaren handelde en een door de Bank ingeroepen passage van een uitspraak van de Klachtencommissie DSI op een klacht van X tegen Funda Rend, inhoudende dat X zichzelf beschouwde als ervaren belegger. Volgens het onderdeel is het oordeel van het hof in het licht hiervan onvoldoende gemotiveerd. Ook dit onderdeel faalt:

‘De daarin genoemde stelling valt niet te lezen in de conclusie van antwoord op de in het onderdeel genoemde plaats. De passage van de uitspraak van de Klachtencommissie DSI waarnaar het onderdeel verwijst, betreft een onderdeel van de weergave van het verweer van Funda Rend in die zaak, waaruit niet het tegendeel volgt van de vaststelling van het hof. Overigens geldt dat [X] eerst is gaan beleggen na de verkoop in 1998 van zijn aandeel in de sportzaak die hij met zijn zwager dreef, met de gelden die hij uit die verkoop had verkregen en dat hij dus nog niet lang ervaring met beleggen had (...).¹⁴

Waarschuwingsplicht

Onderdeel 2 klaagt dat het hof niet heeft kunnen oordelen dat de Bank is tekortgeschoten in de uit haar bijzondere zorgplicht voortvloeiende plicht om X voldoende indrin-

gend – dat wil zeggen uitdrukkelijk en in niet voor misverstand vatbare bewoordingen – te waarschuwen voor de bijzondere risico’s die zijn verbonden aan de handel in opties en futures, en voor het feit dat de beleggingsstrategie niet paste bij zijn financiële mogelijkheden en doelstellingen, zijn risicobereidheid en zijn deskundigheid. Het onderdeel voert aan, achter a, dat het oordeel van het hof onbegrijpelijk is, althans onvoldoende gemotiveerd, in het licht van (i) het feit dat X in (een aantal van) de overeenkomsten heeft verklaard zich bewust te zijn van de risico’s van genoemde handel, (ii) het feit dat X reeds in opties en futures had gehandeld via Funda Rend, met zeer aanmerkelijk verlies, en dus reeds van genoemde bijzondere risico’s op de hoogte was, en (iii) de verklaringen van [bankmedewerkers Y en Z] dat zij van begin af aan hebben geadviseerd om niet in opties en futures te handelen.¹⁵ Deze klacht faalt:

‘Het oordeel van het hof dat de Bank met het achter (i) en (iii) vermelde niet aan haar waarschuwplicht heeft voldaan, is juist. Genoemde waarschuwplicht strekt immers ertoe dat de Bank zich in voldoende mate ervan dient te vergewissen dat de cliënt zich de bijzondere risico’s, en de gevolgen die de verwerking daarvan voor hem kunnen hebben, daadwerkelijk bewust is. Dat de Bank de cliënt een verklaring laat tekenen waarin deze verklaart zich “van de risico’s ten volle bewust te zijn” is daarvoor onvoldoende. Hetzelfde geldt voor het enkele advies zich niet in betrokken handel te begeven, waarvan het hof overigens vaststelt dat onvoldoende is gebleken dat de Bank dit al bij de aanvang van de contractuele relatie met [X] heeft gegeven. Ook het achter (ii) vermelde feit dat [X] reeds in opties en futures had gehandeld via Funda Rend, met zeer aanmerkelijk verlies, en dus reeds van de bijzondere risico’s op de hoogte was, stond niet aan het oordeel van het hof in de weg. Naar de vaststelling van het hof in rov. 29 en 35, was [X] bij het aangaan van de relatie emotioneel over de geleden verliezen, wilde hij deze goedmaken, kon hij de risico’s niet goed inschatten en was hij niet in staat een verstandig beleggingsbeleid te voeren. Zoals het hof terecht heeft overwogen, was er in zijn geval dus juist reden te meer om indringend te waarschuwen voor de risico’s. De zorgplicht van de Bank strekt immers mede ertoe de cliënt te beschermen tegen de gevaren van gebrek aan inzicht en kunde en van overwegend op emotionele gronden genomen beslissingen.¹⁶

De tweede klacht van onderdeel 4¹⁷ richt zich tegen het oordeel van het hof dat de brieven van de Bank aan X van 6 juli en 17 augustus 2001 niet een voldoende indringende waarschuwing bevatten. Volgens de klacht is dit oordeel onbegrijpelijk in het licht van de inhoud van die brieven. Ook deze klacht faalt:

‘Het oordeel van het hof is geheel van feitelijke aard. Weliswaar bevat met name de brief van 17 augustus 2001 een waarschuwing die op zichzelf genomen als voldoende indringend zou kunnen worden aangemerkt – en die in het onderdeel dan ook wordt aangehaald – maar het hof heeft klaarblijkelijk en terecht tot maatstaf genomen dat bij vraag of de Bank in voldoende mate aan haar waarschuwplicht heeft voldaan, de brief als geheel in aanmerking moet worden genomen en dat daar bovendien bij moet worden betrokken wat de Bank omtrent [X] als cliënt bekend was. Kennelijk en alleszins begrijpelijk is het hof ervan uitgegaan dat gelet op het emotionele en labiele gedrag van [X] de waarschuwing van de Bank voldoende eenduidig moest zijn.

12 Zie rov. 3.5.3.

13 Zie rov. 3.5.4.

14 Zie rov. 3.5.5.

15 Zie rov. 3.6.1.

16 Zie rov. 3.6.2.

17 De eerste klacht van onderdeel 4 laat ik onbespro-

ken. Zie rov. 3.8.1. Onderdeel 3 bespreek ik hierna onder het kopje ‘Causaal verband’.

Gelet op zijn vaststellingen dat de brieven mede betrekking hebben op de overlast die [X] de Bank met zijn gedrag bezorgde en dat ook in de brief van 17 augustus 2001 de Bank [X] nog is blijven voorhouden dat door beursanalisten “betere tijden” werden verwacht en dat een “positief beeld van de nabije toekomst” bestond – met andere woorden speculeren op betere tijden winst zou kunnen brengen -, is het oordeel van het hof dat de waarschuwing in de brieven onvoldoende indringend is geweest, niet onbegrijpelijk, daargelaten nog dat de in de brieven te lezen waarschuwingen geen betrekking hebben op het feit dat de beleggingsstrategie van [X] niet paste bij zijn financiële mogelijkheden en doelstellingen, zijn risicobereidheid en zijn deskundigheid.¹⁸

Causaal verband

Onderdeel 3 van het middel richt zich tegen het oordeel van het hof in rov. 41 dat het aangaan van de overeenkomsten door X in beginsel kan worden toegerekend aan de Bank en dat de schade die X als gevolg van de overeenkomsten heeft geleden, daarom in beginsel voor vergoeding in aanmerking komt. De klacht faalt:

‘Dit oordeel moet worden gezien tegen de achtergrond van (i) de verwerping door het hof in rov. 37 van het verweer van de Bank dat het de vraag is of waarschuwingen in het geval van [X] zin zouden hebben gehad, als onvoldoende onderbouwd – welke verwerping in cassatie niet door de Bank wordt bestreden – en (ii) de stelling van [X] dat, indien de Bank zich aan haar zorgplicht had gehouden, hij de overeenkomsten niet zou zijn aangegaan, omdat hij zijn vermogen wilde behouden gelet op daaraan door hem gegeven bestemming, welke stelling de Bank niet heeft betwist. Kennelijk heeft het hof dan ook geoordeeld dat voldoende aannemelijk is dat [X] van het sluiten van de overeenkomsten zou hebben afgezien zo de Bank, overeenkomstig haar zorgplicht, naar behoren onderzoek zou hebben gedaan naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van [X] en hem voldoende indringend zou hebben gewaarschuwd voor de bijzondere gevaren van de handel in opties en futures, en voor het feit dat zijn beleggingsstrategie niet paste bij zijn financiële mogelijkheden en doelstellingen, zijn risicobereidheid en zijn deskundigheid. Anders dan onderdeel 3a veronderstelt, heeft het hof dus niet miskend dat de stelplecht en bewijslast van het causaal verband tussen de schending door de Bank van haar zorgplicht en de schade die [X] als gevolg van de overeenkomsten heeft geleden, in beginsel bij de laatste rustte. Evenmin heeft het hof, anders dan onderdeel 3a voorts veronderstelt, de zogenoemde omkeringsregel toegepast. Onderdeel 3a kan daarom niet tot cassatie leiden.¹⁹

Schade

Onderdeel 5 klaagt dat het hof in rov. 51 niet zonder meer heeft kunnen oordelen dat het door X gevorderde bedrag van € 1.134.187,30, zijnde het verlies dat X op zijn

inleg bij de Bank heeft geleden, in beginsel toewijsbaar is. Volgens het onderdeel moet de schade van X worden berekend door een vergelijking te maken tussen de situatie waarin hij zich thans bevindt, en die waarin hij zich zou hebben bevonden als de Bank haar zorgplicht zou hebben nageleefd. Het onderdeel wijst erop dat X heeft aangevoerd dat de Bank hem destijds had moeten adviseren een portefeuille samen te stellen die voor de helft uit obligaties en voor de helft uit aandelen bestaat en dat de aandelenkoersen tussen 2000 en 2002 sterk gedaald zijn, zoals de Bank naar de vaststelling van het hof in rov. 48 ook in feitelijke instanties heeft aangevoerd. Volgens het onderdeel is het oordeel van het hof daarom onjuist dan wel onbegrijpelijk.²⁰ Het middelonderdeel slaagt:

‘Het onderdeel, dat uitgaat van een juiste rechtsopvatting omtrent de wijze waarop de schade moet worden vastgesteld, is gegrond. Gelet op het door het onderdeel genoemde standpunt van [X] en de gemiddelde ontwikkeling van de koersen zoals door de Bank ten processe gesteld, valt zonder nadere motivering, die in het arrest van het hof ontbreekt, inderdaad niet in te zien dat de schade van [X] zonder meer te stellen zou zijn op het door het hof genoemde bedrag.²¹

Beslissing

De Hoge Raad vernietigt het arrest van Hof Arnhem van 6 juli 2010 en verwijst de zaak ter verdere behandeling en beslissing naar Hof Amsterdam.²²

Noot

Bijzondere zorgplicht

1 Zoals in de inleiding al werd opgemerkt, uit vaste rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat banken – immers bij uitstek deskundige dienstverleners – een bijzondere zorgplicht hebben tegenover particuliere beleggers. Deze zorgplicht strekt ertoe dat zij beschermd worden tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid en gebrek aan inzicht. De omvang van de zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder (1) het bijzondere risico van het product of de dienst, (2) eventuele deskundigheid van de cliënt, en (3) de inkomens- en vermogenspositie van de belegger.²³ Meer concreet resulteert de bijzondere zorgplicht tegenover particulieren in onderzoeks- en waar-

18 Zie rov. 3.8.2.

19 Zie rov. 3.7.1. De onderdelen 3b en 3c bouwen voort op de voorafgaande klachten van het middel en moeten daarom het lot daarvan delen, zie rov. 3.7.2.

20 Zie rov. 3.9.1.

21 Zie rov. 3.9.1. Onderdeel 6 van het cassatiemiddel keert zich tegen het oordeel van het hof dat er geen reden was de schadevergoeding te verminderen wegens eigens schuld van de belegger (art. 6:101 BW). Omdat de uitspraak van het hof in verband met de gegrondheid van middelonderdeel 5 niet in stand kan blijven, behoeft het middel geen behandeling, omdat het beroep van de Bank op eigen schuld na verwijzing opnieuw aan de orde kan komen. Zie rov. 3.10. Onderdeel 7 richt zich tot slot tegen de beslissing van het hof om

aanstonds de schade van X te begroten en de vergoeding daarvan toe te wijzen, in plaats van, zoals door X gevorderd, een schadestaatprocedure te bevelen. Het hiertegen gerichte middelonderdeel wordt verworpen. Op grond van art. 612 Rv begroot de rechter, indien hij een veroordeling tot schadevergoeding uitspreekt, in beginsel de schade in zijn vonnis voor zover hem dit mogelijk is, ook als slechts schadevergoeding op te maken bij staat is gevorderd, maar voldoende is gesteld en is komen vast te staan om te kunnen veroordelen tot een bepaald bedrag. Het partijdebat moet dit toelaten en de rechter dient het beginsel van hoor en wederhoor in acht te nemen (HR 16 april 2010, NJ 2010/229, rov. 3.5.4). Het oordeel of begroting van de schade aldus mogelijk is, is in beginsel van feitelijke aard en dus overgelaten

aan de feitenrechter. Zie rov. 3.11.1 t/m 3.11.3. 22 Zie rov. 4.

23 Bij de aanbidding van effectenleaseproducten ligt dit enigszins anders. De waarschuwingplicht met betrekking tot het restschuldrisico en de verplichting inlichtingen in te winnen omtrent inkomen en vermogen van de potentiële particuliere afnemer hebben een algemeen karakter, dat in belangrijke mate is verbonden met de risicovolle aard van het effectenleaseproduct dat aan een breed publiek is aangeboden, en zijn niet afhankelijk van de bijzondere omstandigheden van de individuele particuliere afnemer. Zie HR 5 juni 2009, AA 2010-03, p. 188 (AA20100188), m.nt. Van Boom & Lindenberg; JOR 2009/199, m.nt. Lieverse; JA 2009/117 (Treek / Dexia Bank Nederland), rov. 5.2.1.

schuwingsplichten. De onderzoeksplicht houdt normaal gesproken in dat de bank naar behoren onderzoek doet naar (1) de inkomens- en vermogenspositie, (2) de deskundigheid en (3) de doelstellingen van de particuliere belegger (*know-your-customer* of KYC-regels). Mocht de inkomenspositie onvoldoende zijn dan kan de bank de verplichting hebben de particuliere belegger te adviseren het product of de dienst niet af te nemen. Een regelrechte weigeringsplicht wordt meestal niet aangenomen. Een uitzondering betreft de verplichting van de bank een optie-transactie te weigeren als niet is voldaan aan de margin-verplichting. De waarschuwingplicht houdt meestal in dat de bank de belegger indringend moet waarschuwen voor de risico's verbonden aan het product of de dienst.²⁴

2 De onderhavige uitspraak past in het bovengeschetste stramien. Op de Bank rustte een bijzondere zorgplicht jegens X als particuliere belegger en onderdeel van die zorgplicht vormde dat de Bank (1) vooraf naar behoren onderzoek moest doen naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van X (KYC-regels), (2) hem diende te waarschuwen voor de bijzondere risico's die aan de handel in opties en futures zijn verbonden, en (3) hem diende te waarschuwen voor het feit dat de voorgenomen beleggingsstrategie niet paste bij zijn financiële mogelijkheden of doelstellingen, zijn risicobereidheid of zijn deskundigheid.

Know-Your-Customer-regels

3 De KYC-regels vormen niet alleen onderdeel van de bijzondere civiele zorgplicht tegenover particuliere beleggers. Dezelfde (althans zeer vergelijkbare) KYC-regels vloeien voort uit het financieel toezichtrecht, op de naleving waarvan de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) toeziet. Bij overtreding kan de AFM bijvoorbeeld een boete opleggen aan de bank.²⁵ Ten tijde van de casuspositie die centraal staat in de onderhavige uitspraak waren de KYC-regels voor beleggingsadvies opgenomen in artikel 28 lid 1 Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999 (NR 1999). De bepaling vormde de implementatie van artikel 11 lid 1, vierde streepje, van de *Investment Services Directive* (ISD) uit 1992.²⁶ ISD voorzag in minimumharmonisatie, zodat de lidstaten in theorie strengere toezichtregels mochten stellen. Nederland heeft van deze bevoegdheid geen gebruik gemaakt, althans niet in relatie tot de KYC-regels. Sinds 1 januari 2007 zijn de toezichtregels voor onder meer beleggingsadvies terug te vinden in de regels bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht (Wft). De KYC-regels voor onder meer beleggingsadvies zijn opge-

nomen in regels bij of krachtens artikel 4:23 Wft, die sinds 1 november 2007 de implementatie vormen van regels bij of krachtens artikel 19 lid 4 van de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID), die anders dan zijn voorganger ISD grotendeels voorziet in maximumharmonisatie.²⁷ Uit artikel 4:23 lid 1 onderdelen a en b Wft zoals de bepaling sinds 1 november 2007 luidt, volgt in relatie tot particuliere cliënten dat de bank als beleggingsadviseur (1) in het belang van de cliënt informatie inwint over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor haar advies; en (2) er zorg voor draagt dat haar advies, voor zover redelijkerwijs mogelijk, mede is gebaseerd op de onder (1) bedoelde informatie.

4 Wat MiFID nu precies voor civiele rechters betekent is in Nederland (en elders in Europa) nog geen uitgemaakte zaak. Mogen zij strenger zijn dan MiFID of is dat gelet op het feit dat MiFID (grotendeels) voorziet in maximumharmonisatie niet langer toegestaan? In het licht van de rechtszekerheid en een *level playing field* in Europa valt er veel voor te zeggen dat de civiele rechters geen strengere (of minder strenge) zorgplichten mogen opleggen dan die welke voortvloeien uit MiFID.²⁸ Toegespitst op de KYC-regels zou dit tot gevolg hebben dat de civielrechtelijke KYC-regels naadloos aansluiten bij de corresponderende toezichtregels. De tijd zal het leren of de Hoge Raad bereid is hierin mee te gaan. De casuspositie in de onderhavige zaak speelde in elk geval in een tijdperk waarin civiele rechters zonder meer strenger mochten zijn dan de toezichtrechtelijke KYC-regels voor beleggingsadvies. Het destijds toepasselijke artikel 28 lid 1 NR 1999 vormde immers de implementatie van de ISD, en ISD voorzag in minimumharmonisatie. In de onderhavige uitspraak geeft de Hoge Raad er trouwens geen blijk van de civiele KYC-regels strenger (of minder streng) uit te willen leggen dan de destijds toepasselijke toezichtregels. In rov. 3.4 overweegt de Hoge Raad immers dat de verplichting vooraf naar behoren onderzoek te doen naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van X ook wordt voorgeschreven door artikel 28 lid 1 NR 1999.

5 In de praktijk worden de KYC-regels nageleefd door de klant een vragenlijst voor te leggen, al dan niet gecombineerd met een persoonlijk gesprek waarin de vragenlijst wordt doorgenomen. De lijst bestaat veelal uit een reeks meerkeuzevragen. De Wft en MiFID schrijven geen standaard vragenlijst voor, terwijl ook de sector zelf geen standaard heeft ontwikkeld. Dit heeft tot gevolg dat de vormgeving en opzet van de lijsten, het aantal vragen en

24 Zie voor dit alles de uitspraken genoemd in voetnoot 2.

25 Art. 1:80 lid 1 sub a Wft, gelezen in verbinding met de bijbehorende bijlage en art. 10 Besluit bestuurlijke boetes financiële sector.

26 Richtlijn 93/22/EEG, *PbEG* L 141, 11 juni 1993, p. 27-46.

27 Richtlijn 2004/39/EG, *PbEU* L 145, 30 april 2004, p. 1-47 (MiFID). MiFID is nader uitgewerkt in

een uitvoeringsverordening en een uitvoeringsrichtlijn: 1. Verordening (EG) nr. 1287/2006, *PbEU* L 241, 2 september 2006, p. 1-25 (MiFID-verordening); 2. Richtlijn 2006/73/EG, *PbEU* L 241, 2 september 2006, p. 26-58 (MiFID-uitvoeringsrichtlijn). Art. 19 lid 4 MiFID is nader uitgewerkt in art. 35 MiFID-uitvoeringsrichtlijn, welke bepaling in Nederland is geïmplementeerd in art. 80a en 80c Besluit gedragsbeheer financiële markten

Wft (Bgfo).

28 Zie nader D. Busch, 'Het "civiel effect" van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 67-78; en in rechtsvergelijkend perspectief D. Busch, 'Why MiFID Matters to Private Law – The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability', *Capital Markets Law Journal* (2012) nr. 4 (beide met verdere verwijzingen).

de diepgang ervan in de praktijk aanzienlijke verschillen vertonen en de vragenlijsten soms ronduit tekort schieten. Onderzoek onder particuliere beleggers heeft uitgewezen dat risicoprofielen die banken hanteren onderling weinig consistent zijn. Dit leidt tot grote verschillen in geadviseerde vermogensverdelingen en potentiële beleggingsopbrengsten.²⁹ Tegen deze achtergrond heeft de AFM recentelijk pogingen ondernomen een uniforme naleving van de KYC-regels te bewerkstelligen door de publicatie van aanbevelingen aan de sector in de vorm van 'leidraden'. De *Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw* gaat er bijvoorbeeld vanuit dat een persoonlijk gesprek tussen de adviseur en de belegger plaatsvindt, en aan de klant open vragen worden gesteld in plaats van meerkeuzevragen.³⁰ De *Leidraad informatie over risicoprofielen* heeft zoals de titel al suggereert specifiek de uniformering van risicoprofielen ten doel.³¹ Of deze aanbevelingen van de AFM in de praktijk van alledag steeds consistent worden nageleefd, moet nog blijken. De juridische status van de leidraden is overigens niet helder. Zoals de AFM vermeldt, vormen zij in elk geval geen wet- of regelgeving. Banken zijn dan ook vrij te bepalen hoe zij met deze leidraden omgaan en zijn niet verplicht om de aanbevelingen van de AFM op te volgen. Niettemin lezen we in dezelfde leidraden dat de AFM de sector wel aanmoedigt de aanbevelingen op te volgen.³² Het ligt voor de hand dat de AFM de leidraden zal gebruiken bij haar toezicht op de naleving van de toezichtrechtelijke KYC-regels. Verder ligt het voor de hand dat gedupeerde beleggers in civielrechtelijke procedures een gestelde schending van de civiele KYC-regels mede aan de hand van de leidraden zullen onderbouwen als dat goed uitkomt. Welke status de Hoge Raad aan leidraden van de AFM toekent is vooralsnog onduidelijk.³³

6 Terug naar de onderhavige zaak. Het hof oordeelt dat de Bank bij het aangaan van de relatie geen relevant onderzoek heeft gedaan naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van X. Het hof overweegt dat het enkele feit dat de Bank het Beleggings Inventarisatie Formulier (BIF) op een bepaalde wijze heeft ingevuld, niets zegt over het antwoord op de vraag of hieraan enig (voldoende) onderzoek door de Bank is voorafgegaan.

De Bank klaagt erover dat deze overweging onbegrijpelijk is, maar de Hoge Raad gaat daar in het licht van de vaststaande feiten niet in mee. Bankmedewerker Y heeft het BIF voor belegger X ingevuld, maar zonder de juistheid van de ingevulde gegevens bij X te verifiëren. Het gevolg is dat het BIF op essentiële punten onjuist is ingevuld. X heeft het BIF weliswaar aan de achterzijde getekend in aanwezigheid van de Bank, op dezelfde dag als de overeenkomsten, maar X stelt het BIF niet te hebben gelezen, welke stelling door de Bank niet is bestreden. Men moet uit het arrest van de Hoge Raad niet de conclusie trekken dat het gebruik van standaard vragenlijsten per definitie een inadequaat instrument zou zijn om te voldoen aan de KYC-regels. Vragenlijsten kunnen nog steeds gebruikt worden, maar het is uiteraard wel van belang dat als een bankmedewerker het formulier voor de klant invult, hij de juistheid van de gegevens bij die klant verifieert. Anders is van een daadwerkelijk onderzoek naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van de klant geen sprake. Een voor de praktijk belangrijke vraag is wat een bank nu precies moet doen om de door haar ingevulde gegevens op een adequate wijze te verifiëren bij de klant. De uitspraak laat zien dat het enkel ter ondertekening voorleggen van de vragenlijst aan de klant zonder de vragen door te spreken gevaarlijk is. In dit geval was de klant emotioneel en labiel, had hij het formulier niet gelezen en had de Bank hem eigenlijk geen tijd gegund het formulier door te nemen (X tekende het formulier aan de achterkant in aanwezigheid van de Bank, op dezelfde dag als de overeenkomsten). Dat er onder die omstandigheden geen waarde wordt gehecht aan het formulier, de tekst en de handtekening van X acht ik juist. Maar wat als X geestelijk volledig gezond was geweest en bovendien gelegenheid had gehad het formulier rustig door te nemen voorafgaand aan de ondertekening? Had de Bank dan wel voldaan aan de KYC-regels? Het valt niet uit te sluiten. Niettemin, om ongelukken te voorkomen zouden banken er goed aan doen de klant het formulier zelf te laten invullen, gevolgd door een (telefonisch) gesprek om de gegeven antwoorden door te spreken. Pas daarna zou het formulier ondertekend en ingeleverd moeten worden bij de bank. Het formulier kan natuurlijk ook gezamenlijk tijdens een

²⁹ Zie hierover F.M.A. 't Hart & A.J.C.C.M.

Loonen, 'Het "ken-uw-client-beginsel" bezien, in: A.J.C.C.M. Loonen (red.), *Beleggingsdienstverlening in het MiFID-tijdperk*, Amsterdam: NIBESVV 2008, p. 83-98; T. Loonen & F. van Raaij, 'Risicoprofielen onderling weinig consistent', *Economisch Statistische Berichten* (2008), p. 614-617; R.P. Raas, 'Beleggingsonderneming, ken uw cliënt!', in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Deventer: Kluwer 2009, p. 651-677, op p. 671-676.

³⁰ Zie AFM, *Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw. De klant centraal bij beleggingsondernemingen*, december 2009 (te downloaden via www.afm.nl), p. 14 e.v. Zie voor een kritische bespreking van de leidraad J. Lemstra & A. Ettema, 'De zorgplicht van de beleggingsadviseur en de visie van de AFM', AA 2010-05, p. 320-324 (AA20100320).

³¹ Zie AFM, *Leidraad informatie over risicoprofielen*.

Aanbevelingen voor een betere aansluiting tussen beleggingen en risicoprofielen, november 2010 (te downloaden via www.afm.nl). Ook de volgende leidraden zijn van belang voor beleggingsadvies: (1) AFM, *De klant in beeld: Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer*, november 2011; (2) AFM, *Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant*, oktober 2011 (beide te downloaden via www.afm.nl). De verbetering van het advies over vermogensopbouw is een van de speerpunten van de AFM in 2012 (en was dat ook al in 2011). Zie 'Actuele thema's AFM 2012' (www.afm.nl).

³² Zie vooral de *Leidraad risicoprofielen*, p. 6-7; vgl. ook *Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw*, p. 4-5.

³³ Zie hierover ook J. Lemstra & A. Ettema, 'De zorgplicht van de beleggingsadviseur en de visie van de AFM', AA 2010-05, p. 320-324 (AA20100320), die op p. 322 suggereren dat de

Hoge Raad de leidraden mogelijk kan aanmerken als recht in de zin van art. 79 RO, waardoor de toepassing ervan in cassatie toetsbaar zou zijn. Terzijde vermeld ik dat vanuit Europa ook pogingen worden ondernomen om de naleving van de KYC-regels naar een hoger, uniform, plan te tillen. Zie *Consultation paper: Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, European Securities and Markets Authority (ESMA), december 2011 (te downloaden via <http://esma.europa.eu>). Tot slot is nog vermeldenswaardig dat MiFID momenteel wordt herzien (MiFID II). Het is nog niet volledig uitgekristalliseerd wat deze herziening gaat betekenen voor de KYC-regels in relatie tot beleggingsadvies. Zie over beide Europese ontwikkelingen L.J. Silverentand & J.M. Sprecher, 'MiFID II: een overzicht', *FR* (2012), p. 139-147, op p. 142-144.

(telefonisch) gesprek met de bankmedewerker worden ingevuld, al ligt het dan wel voor de hand dat de klant daarna nog gelegenheid krijgt het stuk in alle rust door te nemen alvorens het te ondertekenen en in te leveren bij de bank. Al met al een vrij intensief proces, dat niet altijd zal stroken met het vigerende *businessmodel*.³⁴

Waarschuwingsplicht

7 Het hof oordeelt dat de Bank is tekortgeschoten in de uit haar bijzondere zorgplicht voortvloeiende plicht om X voldoende indringend – dat wil zeggen: uitdrukkelijk en in niet voor misverstand vatbare bewoordingen – te waarschuwen voor de bijzondere risico's die zijn verbonden aan de handel in opties en futures, en voor het feit dat de beleggingsstrategie niet paste bij zijn financiële mogelijkheden en doelstellingen, zijn risicobereidheid en zijn deskundigheid. Volgens de Bank levert dit een onbegrijpelijk, althans onvoldoende gemotiveerd, oordeel op. Immers, in (een aantal van) de overeenkomsten heeft X verklaard zich bewust te zijn van de risico's verbonden aan de handel in opties en futures, terwijl de Bank van meet af aan zou hebben geadviseerd niet in opties en futures te handelen. Bovendien had X al in opties en futures gehandeld via Funda Rend, met zeer aanzienlijk verlies. In de ogen van de Hoge Raad is dit allemaal onvoldoende. De waarschuwingsplicht strekt er immers toe dat de Bank zich in voldoende mate ervan dient te vergewissen dat de cliënt zich de bijzondere risico's, en de gevolgen die de verwerking daarvan voor hem kunnen hebben, *daadwerkelijk* bewust is. Dat de Bank de cliënt een verklaring laat tekenen waarin deze verklaart zich 'van de risico's ten volle bewust te zijn' is daarvoor onvoldoende. Kortom, dit soort verklaringen, die in de praktijk veelvuldig worden gebruikt, sorteren volgens de Hoge Raad geen effect. Hetzelfde geldt kennelijk voor het advies zich niet in de betrokken handel te begeven. De Hoge Raad voegt hier weliswaar aan toe dat het hof overigens vaststelt dat onvoldoende is gebleken dat de Bank dit al bij de aanvang van de contractuele relatie met X heeft gegeven, maar de formulering ('overigens') suggereert dat de Hoge Raad er niet anders over denkt als het advies al wel bij aanvang van de relatie aan X zou zijn gegeven. Ook met het argument dat X door zijn beleggingen via Funda Rend al aan den lijve had ondervonden dat beleggen in opties en futures tot aanmerkelijke verliezen kan leiden, en hij dus al van de risico's op de hoogte was, maakt de Hoge Raad korte metten. Al geldt voor dit laatste argument wel dat de Hoge Raad belangrijk gewicht toekent aan het feit dat X bij de aanvang van de relatie emotioneel was over de geleden verliezen, hij deze wilde goedmaken, hij de risico's niet goed kon inschatten en niet in staat was een verstandig beleggingsbeleid te voeren.

8 Kort en goed, de Hoge Raad stelt zeer hoge eisen aan de naleving van de waarschuwingsplicht.³⁵ Banken moeten zich ervan vergewissen dat de cliënt zich de bijzondere risico's, en de gevolgen die de verwerking daarvan voor hem kunnen hebben, *daadwerkelijk* bewust is. De vraag wat banken moeten doen om te zorgen dat de klant zich daadwerkelijk bewust is van de risico's, laat de Hoge Raad in het midden. De Hoge Raad somt slechts op wat onvoldoende is om de klant daadwerkelijk bewust te maken van de risico's. Ik vermoed dat veel banken door deze uitspraak in verwarring achterblijven. Banken kunnen in sommige gevallen misschien beter bepaalde transacties weigeren dan proberen aan de waarschuwingsplicht te voldoen.

9 De hoge eisen die de Hoge Raad stelt aan de waarschuwingsplicht staan bovendien op gespannen voet met MiFID. Op grond van artikel 19 lid 3, derde streepje, MiFID moet een beleggingsadviseur een 'passende' waarschuwing geven over de risico's verbonden aan beleggingen in financiële instrumenten (waaronder opties en futures) of aan bepaalde beleggingsstrategieën. Uit artikel 19 lid 3, *in fine*, MiFID blijkt dat de waarschuwing weliswaar dusdanig moet zijn dat de cliënt de risico's begrijpt en daardoor met kennis van zaken kan handelen, maar deze niettemin in gestandaardiseerde vorm mag worden verstrekt. Hoe dan ook, de waarschuwingsplicht zoals de Hoge Raad deze formuleert en toepast, gaat aanzienlijk verder dan louter in gestandaardiseerde vorm passend waarschuwen. Zoals eerder opgemerkt (nr. 4) valt er in het licht van de rechtszekerheid en een *level playing field* in Europa veel voor te zeggen dat de civiele rechters geen strengere (of minder strenge) zorgplichten mogen opleggen dan die welke voortvloeien uit MiFID. Toespitst op de waarschuwingsplicht zou dit betekenen dat deze naadloos moet aansluiten bij artikel 19 lid 3 MiFID. Of de Hoge Raad bereid is hierin mee te gaan is vooralsnog onduidelijk.³⁶ Omdat de onderhavige casus nog speelde in het pre-MiFID tijdperk, was de vraag naar de verhouding tot MiFID in de uitspraak uiteraard niet aan de orde.

Causaal verband

10 De belegger moet stellen en bij voldoende betwisting bewijzen dat er causaal verband bestaat tussen de schending van de zorgplicht door de bank en de schade zoals de belegger die heeft geleden (art. 149 lid 1, tweede zin, en 150 Rv). De bewijslast van het causaal verband is vaak problematisch als de schending van de zorgplicht erin bestaat dat de bank verzuimd heeft informatie- of waarschuwingsplichten na te leven tegenover de particuliere belegger. In civiele procedures betwisten banken veelal dat causaal verband aanwezig is, omdat de belegger precies dezelfde beleggingsbeslissing zou hebben genomen als de informatie- of waarschuwingsplicht was nageleefd. In de onderhavige

³⁴ Vgl. A.A. Ettema in *Ondernemingsrecht* (2012), p. 340-343, op p. 342.

³⁵ Zie ook de beoordeling van de tweede klacht van onderdeel 4 betreffende de brieven van de bank aan X van 6 juli en 17 augustus 2001 (rov. 3.8.2).

³⁶ Zie nader D. Busch, 'Het "civiel effect" van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 67-78, op p. 71-72; en in rechtsvergelijkend perspectief D. Busch, 'Why MiFID Matters to Pri-

vate Law – The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability', *Capital Markets Law Journal* (2012) nr. 4, in onder het kopje 'May the civil courts be stricter than MiFID?' (beide met verdere verwijzingen).

zaak is dat niet anders, want de Bank voert voor het hof het verweer dat het de vraag is of waarschuwingen in het geval van X zin zouden hebben gehad.³⁷

11 De proportionele benadering en de omkeringsregel zouden de gedupeerde belegger in theorie een handje kunnen helpen, maar rechtspraak van de Hoge Raad suggereert dat deze technieken weinig kans van slagen hebben in de context van schending van informatie- en waarschuwingsplichten door banken in relatie tot beleggen. De proportionele benadering houdt in dat de civiele rechter de kans schat dat de belegger de waarschuwing zou hebben opgevolgd. Als de rechter deze kans begroot op 50%, komt de helft van de schade in principe voor vergoeding in aanmerking. Met deze benadering maakte de Hoge Raad echter korte metten in *Fortis / Bourgonje*.³⁸ In bijvoorbeeld Frankrijk wordt deze benadering in beleggingsgeschillen juist wel toegepast (*perte d'une chance*).³⁹

12 Dan de omstreden omkeringsregel. Is zij van toepassing, dan moet de bank aannemelijk maken dat het causaal verband ontbreekt. Rechtspraak van de Hoge Raad suggereert echter dat de omkeringsregel niet kan worden toegepast bij schending van informatie- en waarschuwingsplichten – die beogen immers vooral geïnformeerde besluitvorming te bevorderen en strekken niet tot het voorkomen van een specifiek gevaar ter zake van het ontstaan van schade, zoals bij de omkeringsregel vereist is.⁴⁰

13 Wel kan soms de zogenaamde *ad-hoc*-omkeringsregel worden toegepast. In recente rechtspraak van de Hoge Raad over beleggingsschade en schending van informatie- en waarschuwingsplichten werd de omkeringsregel formeel niet toegepast, maar brachten redelijkheidsoverwegingen kennelijk mee dat het risico van onzekerheid over het causaal verband moest verschuiven naar de partij die een informatie- of waarschuwingsplicht had geschonden.⁴¹

14 De onderhavige uitspraak laat echter zien dat het soms eenvoudiger kan. X stelt dat hij de relevante overeen-

komsten niet was aangegaan als de Bank haar zorgplicht had nageleefd, nu hij zijn vermogen wilde behouden gelet op de bestemming ervan (onder meer oudedagsvoorziening). Deze stelling had de Bank niet betwist. Wel had de Bank het verweer gevoerd dat het de vraag was of de waarschuwingen bij de belegger in kwestie zin zouden hebben gehad. Die stelling werd door het hof verworpen als onvoldoende onderbouwd. Tegen deze achtergrond heeft het hof kennelijk geoordeeld dat voldoende aannemelijk is dat de belegger van het sluiten van de overeenkomsten zou hebben afgezien als de Bank conform haar zorgplicht had gehandeld, aldus de Hoge Raad. Dat stelplicht en bewijslast van het causaal verband in beginsel bij de belegger rustte heeft het hof dus niet miskend. Evenmin heeft het hof de omkeringsregel toegepast.⁴²

15 Kortom, op de belegger rustte in beginsel weliswaar de stelplicht en de bewijslast van het causaal verband, maar de Bank had de gemotiveerde stelling van de belegger dat causaal verband aanwezig was onvoldoende betwist. Het enkele verweer dat het de vraag was of de waarschuwing bij de belegger in kwestie zin zou hebben gehad, leverde immers een onvoldoende betwisting op. De rechter moet dan uitgaan van de juistheid van de stelling van de belegger (art. 149 lid 1, tweede zin, Rv). Aan bewijslevering komt men dan niet toe. Banken die geconfronteerd worden met beleggingsclaims wegens schending van informatie- en waarschuwingsplichten doen er dus goed aan de betwisting dat causaal verband aanwezig is, omdat de belegger precies dezelfde beleggingsbeslissing zou hebben genomen als de informatie- of waarschuwingsplicht was nageleefd, voldoende concreet te onderbouwen. Vaak zal dat niet eenvoudig zijn.⁴³

Slot

16 De uitspraak bevestigt nog maar eens dat een adequate naleving van de KYC-regels en de waarschuwingsplicht geen gemakkelijke opgave is. De bijzondere zorgplicht zal banken de nodige kopzorgen blijven bezorgen. ■

37 Zie Hof Arnhem 6 juli 2010, *JOR* 2010/308, rov. 33.
38 HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 m.nt. Tjong Tjin Tai; AA 2011-10, p. 720 (AA20110720), m.nt. Lindenberg & Pape; *JOR* 2011/251 m.nt. Pijls. Aldus ook Pijls in annotatie nr. 10 onder HR 24 december 2010, *JOR* 2011/54 (*Fortis Bank / Bourgonje*). In vergelijkbare zin Tjong Tjin Tai in zijn annotatie onder HR 24 december 2010, *NJ* 2011/251 (*Fortis Bank / Bourgonje*); V.M. Neering, Hoge Raad wijst proportionele aansprakelijkheid af bij beleggingsschade, *Bb* (2011), p. 90-92, p. 91. Iets meer ruimte ziet A.A. Ettema, 'Waarschuwingplicht en proportionele aansprakelijkheid bij effectendienstverlening', *Ondernemingsrecht* (2011), p. 167-170, p. 170.

39 Zie A. Couret, P. Goutay & B. Zabala, 'Chapter 3 (France)', in: D. Busch & D.A. DeMott (eds.), *Liability of Asset Managers*, Oxford: Oxford University Press 2012, § 3.116 (met verwijzingen naar rechtspraak). Zie ook T.M.C. Arons, *Cross-border Enforcement of Listed Companies' Duties to Inform* (diss. EUR, IVO-reeks 87), Deventer: Kluwer 2012, p. 125-127 en p. 134-138. Ofschon hierover geen rechtspraak bestaat, wordt er in de literatuur vanuit gegaan

dat dezelfde benadering in Luxemburg zou worden gevolgd. Zie I. Riassetto & J.-F. Richard, 'Chapter 6 (Luxembourg)', in: D. Busch & D.A. DeMott (eds.), *Liability of Asset Managers*, Oxford: Oxford University Press 2012, § 6.102.

40 HR 23 november 2001, *NJ* 2002/386; HR 23 november 2001, *NJ* 2002/387, m.nt. Brunner (beide handelend over medische aansprakelijkheid); HR 2 februari 2007, *NJ* 2007/92 (*Juresta Nederland B.V.*) (aansprakelijkheid van een advocaat). Vgl. A.C.W. Pijls, 'Het bewijs van causaal verband bij informatieverzuimen in de beleggingspraktijk', *NTBR* (2009), p. 170-181, op p. 174; A.J.P. Schild, 'Het "condicio sine qua non"-verband bij de schending van een zorgvuldigheidsverplichting: enige wegen naar Rome', *RM-Themis* (2009), p. 254-264, op p. 257-259; zie ook de conclusie van plv. P.-G. De Vrieschd Lentsch-Kostense, in nr. 3.36 voor HR 5 juni 2009, *JA* 2009/116 (*Levob Bank / Bolle*); HR 5 juni 2009, AA 2010-03, p. 188 (AA20100188), m.nt. Van Boom & Lindenberg; *JOR* 2009/199, m.nt. Lieveerse; *JA* 2009/117 (*Treek / Dexia Bank Nederland*); HR 5 juni 2009, *JOR* 2009/200; *JA* 2009/118, m.nt. Van Boom (*Stichting Gedupeerden Spaarconstructie / Aegon Bank*).

41 HR 5 juni 2009, *JA* 2009/116 (*Levob Bank / Bolle*) rov. 4.7.8-4.7.10; HR 5 juni 2009, AA 2010-03, p. 188 (AA20100188), m.nt. Van Boom & Lindenberg; *JOR* 2009/199, m.nt. Lieveerse; *JA* 2009/117 (*Treek / Dexia Bank Nederland*) rov. 5.5.1-5.5.3 (beide uitspraken gingen over aansprakelijkheid voor effectenleaseproducten); HR 27 november 2009, AA 2010-05, p. 336 (AA20100336), m.nt. Raaijmakers; *JOR* 2010/43, m.nt. Frieling (*Vereeniging van Effectenbezitters c.s. / World Online International NV*), rov. 4.11.1 en 4.11.2 (handelend over prospectusaansprakelijkheid). Zie over de relatie met schending van informatie- en waarschuwingsplichten uit hoofde van MiFID: D. Busch, 'Het "civiel effect" van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 67-78, op p. 76-77; en in rechtsvergelijkend perspectief D. Busch, 'Why MiFID Matters to Private Law – The Example of MiFID's Impact on an Asset Manager's Civil Liability', *Capital Markets Law Journal* (2012) nr. 4, in § 6.

42 Zie rov. 3.7.1.

43 Zie ook reeds D. Busch, 'Waarom moeilijk doen als het makkelijk kan?', *FR* (2012), p. 59.