

# DE ZORGPLICHT VAN BELEGGINGSADVISEURS EN DE VISIE VAN DE AFM

Jurjen Lemstra & André Ettema\*

## 1 Inleiding

Het jaar 2009 stond in het teken van de kredietcrisis. Op 9 maart 2009 daalde de AEX tot een historisch dieptepunt van 194,99 punten. Waar beurskoersen dalen wordt verlies geleden.<sup>1</sup> Ongetwijfeld hebben in 2009 ook veel particuliere beleggers (aanzienlijke) verliezen geleden.

Particuliere beleggers laten zich veelal bijstaan<sup>2</sup> door een deskundig adviseur, werkzaam bij een beleggingsonderneming (meestal een bank).<sup>3</sup> Deze adviseur adviseert zowel over het beleggingsbeleid als over individuele transacties.<sup>4</sup> Bij tegenvallende beleggingsresultaten is de belegger niet zelden geneigd kritisch te beoordelen of zijn adviseur heeft voldaan aan de op hem rustende zorgplicht. De vraag is of, *indien* de adviseur zorgvuldiger had geadviseerd of de belegger beter had geïnformeerd over zijn beleggingen of gewaarschuwd had voor bepaalde risico's, de belegger de verlieslatende beleggingen niet zou zijn aangegaan of eerder zou hebben afgestoten. In het verlengde van deze vraag ligt de vraag naar eventuele aansprakelijkheid van de adviseur voor (een gedeelte van) de door de belegger geleden schade, wegens schending van de zorgplicht, op tafel.

**Bij tegenvallende beleggingsresultaten is de belegger niet zelden geneigd kritisch te beoordelen of zijn adviseur heeft voldaan aan de op hem rustende zorgplicht**

De zorgplicht is in deze tijden voor de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) een 'hot issue'.<sup>5</sup> De AFM heeft recent de 'Leidraad zorgvuldig adviseren bij vermogensopbouw. De klant centraal bij beleggingsondernemingen' gepresenteerd (hierna: de Leidraad).<sup>6</sup> In deze bijdrage zullen wij de Leidraad op enkele hoofdlijnen van commentaar voorzien. Volledigheidshalve geven wij eerst een korte schets van de voor de beleggingsadviseur geldende zorgplicht.

## 2 De zorgplicht van de beleggingsadviseur

De verhouding tussen beleggingsonderneming en belegger kwalificeert als een overeenkomst van opdracht. Artikel 7:401 BW bepaalt dat de opdrachtnemer bij zijn werkzaamheden *de zorg van een goed opdrachtnemer* in acht moet nemen. Deze zorgplicht is verder uitgewerkt en ontwikkeld door uitspraken van de burgerlijke rechter en het Dutch Securities Institute ('DSI').<sup>7</sup> Het is hierbij van belang te onderkennen dat de Hoge Raad over de jaren steeds meer de nadruk heeft gelegd op de 'maatschappelijke positie van banken' die een bijzondere zorgplicht met zich meebrengt.<sup>8</sup>

**Het criterium voor de beoordeling van een beleggingsadvies is of een redelijk handelend en redelijk bekwaam handelend adviseur het advies had mogen geven**

Relevant bij de uitwerking van de zorgplicht is de typische aard van een adviesrelatie. Bij beleggingsbeslissingen gaat het om een samenspel van handelingen en beslissingen aan twee kanten: de belegger besluit welbewust om het advies *op te volgen*.<sup>9</sup> Aan de andere kant geldt dat het advies in beginsel niet (goed) door de belegger kan worden gewaardeerd; anders zou hij immers geen advies nodig hebben gehad.<sup>10</sup> Dit typische, 'duale karakter' van de advisering leidt ertoe dat de eigen verantwoordelijkheid van de belegger centraal staat. Het criterium voor de beoordeling van een beleggingsadvies is of een redelijk handelend en redelijk bekwaam handelend adviseur het advies had mogen geven.<sup>11</sup> Bepalend is het antwoord op de vraag of een vakgenoot onder vergelijkbare omstandigheden eenzelfde soort advies zou hebben gegeven. Als dit niet het geval is, is de beleggingsonderneming mogelijk aansprakelijk voor (een gedeelte van) de door de belegger geleden schade wegens schending van zijn zorgplicht.

Van belang zijn voorts de in de Wet op het financieel toezicht ('Wft') en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft ('Bgfo') opgenomen

\* Jurjen Lemstra en André Ettema zijn advocaten te Den Haag.

- 1 Afhankelijk van de gekozen beleggingsstrategie (bijvoorbeeld met geschreven *call*-opties of gekochte *put*-opties of door *'short te gaan'*) kan echter ook winst worden gemaakt bij dalende beurskoersen.
- 2 Beleggers kunnen ook volledig zelfstandig beleggen (*'execution only'*) of juist het beleggen volledig overlaten aan de beleggingsonderneming ('vermogensbeheer').
- 3 De Wet op het financieel toezicht (Wft) definieert 'beleggingsonderneming' als 'degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht' (art. 1:1 Wft). Het beroepsmatig verlenen van beleggingsadvies is een beleggingsdienst.
- 4 Daarnaast draagt de adviseur er in de meeste gevallen zorg voor dat de order op de beurs wordt ingelegd.
- 5 Zie het *Financieel Dagblad* van 1 maart 2010, 'Banken anticiperen op speerpunten AFM', p. 13.
- 6 Te raadplegen op [www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/rapporten/2009/zorgvuldig-advies.aspx](http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/rapporten/2009/zorgvuldig-advies.aspx).
- 7 Thans: Klachteninstituut Financiële Dienstverlening ('KiFiD').
- 8 Zie bijvoorbeeld HR 23 mei 1997, *NJ* 1998, 192 (Rabobank/Eve-raars) en HR 9 januari 1998, *NJ* 1999, 285 (MeesPierson/Ten Bos).
- 9 W.H. van Boom, 'Bancaire zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid van de belegger', *NTBR* 2003, p. 555.
- 10 J.M. Barendrecht, 'De schimmige status van advies', *NJB* 1999, p. 1361-1369.
- 11 Net zoals bij beroepsfouten van andere beroepsbeoefenaren. De Hoge Raad heeft deze norm geïntroduceerd in HR 9 november 1990, *NJ* 1991, 26 m.b.t. een medisch specialist. Zie ook *Asser/Hartkamp 4-III* (2006), nr. 51 c. Zie verder T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgplichten en zorgethiek* (diss. UvA), Deventer: Kluwer 2006, p. 176 e.v.



Foto © www.CarrieAndJonathan.com

12 S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel* (serie recht en praktijk deel 140), Deventer: Kluwer 2006, p. 101-102.

13 Zie nader over de verhouding tussen de publiekrechtelijke zorgplichten en het civiele recht: O.O. Cherednychenko, 'Zorgplichten bij financiële contracten: is er nog een wezenlijke rol voor het contractenrecht weggelegd?', *Contracteren* 2007, p. 85-89.

14 HR 5 juni 2009, *JA* 2009, 118, r.o. 4.6.10.

15 Vgl. W.H. van Boom, 'Effectuerend handhaven in het privaatrecht', *NJB* 2007, p. 986.

16 Leidraad, p. 6.

publiekrechtelijke gedragsregels voor beleggingsondernemingen. Deze regelingen bepalen onder meer dat de beleggingsonderneming voorafgaand aan de dienstverlening onderzoek moet doen naar de (financiële) achtergronden en behoeften van de belegger (zie art. 4:23 lid 1 sub a Wft, het zogenaamde 'ken-uw-cliënt'-beginsel) en daaraan moet toetsen bij de dienstverlening (art. 80a Bgfo). Bovendien moet de beleggingsonderneming voorafgaand aan de dienstverlening voldoende informatie verschaffen over het beleggingsproduct, zodat de belegger ook zelf adequaat kan beoordelen of de belegging past bij zijn beleggingswensen en doelstellingen (art. 4:20 Wft en art. 58a tot en met 59 Bgfo). Hoewel deze normen veelal niet rechtstreeks gelden tussen beleggingsadviseur en belegger, vullen deze wel de civielrechtelijke zorgplichten nader in.<sup>12</sup> Schending hiervan kan dan ook civielrechtelijke consequenties hebben.<sup>13</sup> Anderzijds geldt dat ook bij naleving van de publiekrechtelijke normen, sprake kan zijn van schending van de (civiele) zorgplicht.<sup>14</sup>

In concrete situaties is het vaak niet duidelijk hoe de open norm van 'redelijk handelend en redelijk bekwaam adviseur' moet worden toegepast. De Leidraad van de AFM beoogt in dit verband de markt meer houvast te geven

### 3 De status van de Leidraad

In concrete situaties is het vaak niet duidelijk hoe de open norm van 'redelijk handelend en redelijk bekwaam adviseur' moet worden toegepast. Dit brengt het risico met zich mee dat de beleggingsadviseur te veel of te weinig zorg aan de dag legt.<sup>15</sup> De Leidraad van de AFM beoogt in dit verband de markt meer houvast te geven.<sup>16</sup>

De juridische status van de Leidraad is echter onduidelijk.<sup>17</sup> De Leidraad kwalificeert niet als beleidsregel in de zin van artikel 1:3 lid 4 Awb, omdat er geen besluit aan ten grondslag ligt en door enkele publicatie op de website van de AFM niet wordt voldaan aan het schriftelijkheidsvereiste dat het artikel stelt voor een besluit.<sup>18</sup> Overigens is de vraag of deze vaststelling voldoende is voor de conclusie dat geen sprake is van beleidsregels waarop burgers een beroep kunnen doen. De Leidraad geeft in zekere zin aan hoe de toezichthouder publiekrechtelijke bepalingen omtrent de zorgplicht interpreteert. Door de *guidance* die op deze wijze wordt gegeven aan de markt zal vermoedelijk ook het vertrouwen ontstaan dat geen sprake is van zorgplichtschendingen, indien wordt gehandeld conform de Leidraad.<sup>19</sup> Andersom zal een gedupeerde belegger erop vertrouwen dat indien niet conform de Leidraad is gehandeld, dit in beginsel een schending van de zorgplicht oplevert. In dit kader merken wij op dat 'gepubliceerd beleid' dat niet voldoet aan de vereisten van de Awb onder omstandigheden door de Hoge Raad als recht in de zin van artikel 79 RO kan worden aangemerkt.<sup>20</sup>

De toelichting van de AFM neemt deze onduidelijkheid niet weg. Enerzijds verklaart de AFM dat zij wil 'illustreren hoe de open normen ingevuld zouden kunnen worden (...). De AFM kan en wil met deze leidraad de open normen niet invullen' (onze cursivering).<sup>21</sup> Anderzijds stelt de AFM dat zij 'deze leidraad in haar toezicht als hulpmiddel [zal] gebruiken' en dat zij verwacht dat 'alle marktpartijen waarvoor de leidraad relevant is deze publicatie zullen lezen en vergelijken met de eigen dienstverlening'.<sup>22</sup>

In ieder geval verwachten wij dat de AFM in haar handhavingbeleid haar eigen Leidraad als een relevante bron zal gebruiken. Maar ook in het geval dat een gedupeerde belegger zijn beleggingsadviseur aansprakelijk houdt, zal de Leidraad een belangrijke rol (kunnen) spelen bij de toepassing van de open norm die voor een beleggingsadviseur geldt. De kans is groot dat een gedupeerde belegger zich in voorkomend geval mede zal beroepen op in de Leidraad voorgestane wijze van invulling van de zorgplicht. De uit de Leidraad volgende zienswijze van de toezichthouder kan voor de rechter een wegingsfactor zijn bij zijn beoordeling van de concrete casus. De juridische betekenis van de Leidraad is dus wellicht groter dan op het eerste gezicht zou lijken.

## De juridische betekenis van de Leidraad is wellicht groter dan op het eerste gezicht zou lijken

### 4 De normen van de Leidraad

In de Leidraad heeft de AFM gepoogd het gehele zorgplichtkader voor het adviestraject uiteen te zetten. Dit is op zichzelf al prijzenswaardig, aangezien de regelgeving van de Wft en Bgfo doorwrocht is en voor (vooral) niet-juristen moeilijk inzichtelijk. In een helder document legt de AFM pasklaar uit hoe een belegger zou moeten worden geadviseerd. Voor be-

leggingsondernemingen zal de Leidraad een handig instructiemiddel bij de uitleg en toepassing van de zorgplicht kunnen zijn.

De Leidraad gaat – zoals de AFM zelf ook kenbaar maakt – echter verder dan het wettelijk kader.<sup>23</sup> Wij zien in de Leidraad een aantal praktische en inhoudelijke knelpunten die wij hieronder – zonder volledigheid te pretenderen – toelichten.

#### 4.1 Praktische bezwaren

De AFM staat in de Leidraad een zeer procesmatige aanpak van de advisering voor en onderscheidt bij de beleggingsadviesing vier verschillende, achtereenvolgend te doorlopen fasen: (1) kennismaking, (2) beeldvorming, (3) oplossing en (4) nazorg. Daarnaast is sprake van een aantal randvoorwaarden waaraan de beleggingsonderneming moet voldoen om het advies zorgvuldig te kunnen uitvoeren. Voorshands merken wij op dat de procesmatige aanpak van de AFM vermoedelijk niet zo werkbaar is als de AFM veronderstelt. Het onderscheid tussen de verschillende fasen is in de praktijk soms lastig te maken.

Sommige door de AFM gestelde normen zijn wellicht moeilijk in te bedden in de tot nog toe bestaande praktijk. Wij wijzen erop dat de AFM alleen al bij de aanvang van de adviesrelatie uitgaat van twee fysieke – deels overlappende – contactmomenten.<sup>24</sup> Ook ná de advisering (de fase van nazorg) veronderstelt de AFM dat er periodiek fysiek contact is met de belegger. Voor in het bijzonder grote beleggingsondernemingen geldt echter dat één beleggingsadviseur vele honderden beleggers adviseert. In dit *business model* is het praktisch niet goed uitvoerbaar om geregeld (fysieke) contactmomenten met de belegger te hebben.<sup>25</sup> Overigens zou de door de AFM als wenselijk geachte frequentie van contactmomenten voor beleggingsondernemingen wél een goede aanleiding kunnen vormen het spanningsveld tussen het eigen *business model* en de zorgplicht nader in kaart te brengen en hierin keuzes te maken.

## Wij merken op dat de procesmatige aanpak van de AFM vermoedelijk niet zo werkbaar is als de AFM veronderstelt

Een ander voorbeeld is dat de AFM van mening is dat het in de beeldvormingsfase raadzaam zou zijn *open vragen* te stellen aan de belegger. Dit is bij veel beleggingsondernemingen nu niet de praktijk. In veel gevallen wordt het cliëntenprofiel opgemaakt op basis van de antwoorden op een gestandaardiseerde vragenlijst.<sup>26</sup> Dergelijke vragenlijsten verschillen sterk tussen beleggingsondernemingen en schieten soms tekort.<sup>27</sup> Dit heeft soms (grote) verschillen in geadviseerde vermogensverdelingen en potentiële beleggingsopbrengsten als gevolg.<sup>28</sup> De AFM stelt daarom uitdrukkelijk dat een persoonlijk gesprek tussen adviseur en belegger niet mag ontbreken. In het bijzonder voor grote beleggingsondernemingen geldt dat het echter complex zal zijn om iedere individuele

17 Zoals ook geldt voor sommige andere publicaties van de AFM waarover in de literatuur de nodige kanttekeningen zijn geplaatst. Zie bijvoorbeeld G.R.G. Driessen & J.W. de Jong, 'De best price rule. Interpretaties van de AFM, de SEC en het Takeover Panel', *Onderneming & Financiering* 2009-17, p. 31 e.v.; H.M. Vletter-van Dort, *Back to basics*, Deventer: Kluwer 2009, p. 23 e.v. Vgl. ook B. Roelvink, 'De AFM interpreteert verder', *TOP* 2010, p. 74 e.v.

18 Vgl. R.G. Driessen & J.W. de Jong, 'De best price rule. Interpretaties van de AFM, de SEC en het Takeover Panel', *Onderneming & Financiering* 2009-17, p. 31. Zie ook B. Roelvink, 'De AFM interpreteert verder', *TOP* 2010, p. 74 e.v.

19 Vgl. ook de in de Leidraad opgenomen 'disclaimer' (p. 29): 'De tekst in dit document is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlennen'.

20 C.A.J.M. Kortmann, *Constitutioneel recht*, Deventer: Kluwer 2008, p. 359. Vgl. HR 13 maart 1996, *AB* 1996, 211 waarin uitlatingen van de minister van Verkeer en Waterstaat, gedaan in 1986 als antwoord op Kamervragen, werden gekwalificeerd als beleidsregels.

21 Zie <http://consument.afm.nl/consumenten/aanpak/faq/zorgvuldige-advisering/motivatie-leidraad.aspx>.

22 Leidraad, p. 4.

23 Leidraad, p. 5.

24 Allereerst is er de fase van kennismaking. Deze fase is bedoeld om te ontdekken of de beleggingsonderneming de belegger kan helpen. Daarna volgt de beeldvormingsfase. Deze fase is bedoeld om te ontdekken hoe de belegger geholpen kan worden. In beide fasen 'moet' de beleggingsonderneming van de AFM onderzoek doen naar de doelstelling, risicobereidheid, kennis, ervaring en financiële positie van de belegger.

25 Bij zeer vermogende cliënten zal dit voor de beleggingsonderneming overigens wellicht minder bezwaarlijk zijn dan bij cliënten met een gering belegd vermogen.

belegger in een persoonlijk gesprek open vragen voor te leggen en de antwoorden hierop op eenduidige wijze vast te leggen.

De door de AFM gestelde randvoorwaarde dat de organisatie zo moet zijn ingericht 'dat de beleggingsonderneming automatisch signalen ontvangt als het noodzakelijk is contact op te nemen met klanten' lijkt ons eveneens moeilijk te implementeren in grotere organisaties.<sup>29</sup> Deze laatste randvoorwaarde roept bovendien andere vragen op. In welke situatie is het 'noodzakelijk' om contact op te nemen met beleggers? En hoe moet de organisatie worden ingericht opdat de beleggingsadviseur (of beleggingsonderneming) deze signalen *automatisch* opvangt? Een te actieve benadering van beleggers door de beleggingsadviseur kan daarnaast al snel leiden tot het verwijt dat de beleggingsadviseur de belegger heeft aangezet tot meer en sneller handelen. Implementatie van deze voorwaarde vraagt om uitdrukkelijke keuzes, keuzes die in de Leidraad niet worden gemaakt.

## Ons inziens gaat de AFM wel erg ver in de bescherming van de belegger tegen zichzelf

### 4.2 Inhoudelijke bezwaren

Ons inziens gaat de AFM wel erg ver in de bescherming van de belegger tegen zichzelf. Onder het uitgangspunt dat 'het belang van de klant' bij de advisering centraal moet staan verstaat de AFM niet zozeer dat de belegger veel service wordt verleend, maar dat de beleggingsonderneming zich actief *inleeft* in de belegger. De AFM is van oordeel dat het centraal stellen van de klant ook kan betekenen dat bepaalde wensen van de belegger *niet* worden vervuld. Sommige wensen kunnen de belegger juist in financiële problemen brengen, terwijl hij zich daar onvoldoende van bewust is. Volgens de AFM zou de beleggingsonderneming bij een juiste beoordeling deze wensen dan niet mogen vervullen. Eenzelfde soort weigeringsplicht wordt ook impliciet voorgeschreven als de belegger kenbaar heeft gemaakt dat hij niet bereid is om een gedeelte van de initiële inleg te verliezen (en dus te eindigen met minder vermogen dan hij heeft ingelegd). Als voor de belegger belangrijk is dat zijn vermogen behouden blijft, resteren volgens de AFM slechts sparen en beleggen in sommige garantieproducten als mogelijkheden. Deze 'weigeringsplichten' gaan verder dan de wet, die een dergelijke expliciete weigeringsplicht slechts voorschrijft bij overkreditering (art. 4:34 lid 2 Wft) en de marginbewaking van optietransacties en andere derivaten (art. 85 Bgfo).<sup>30</sup>

Voorts stelt de AFM dat de keus tussen beleggingsadvisering of discretionair vermogensbeheer (waarbij geen advisering plaatsvindt) uiteindelijk moet worden gemaakt door de beleggingsonderneming en niet door de belegger.<sup>31</sup> Vanuit een zorgplichtgedachte zou het soms inderdaad verstandiger zijn als het beleggen volledig aan de beleggingsonderneming wordt overgelaten. In de praktijk kiezen echter veel beleggers – en juist de minder actieve beleg-

ger – voor beleggingsadvisering vanwege de lagere kosten. Bij advies wordt meestal provisie betaald per transactie, terwijl bij vermogensbeheer de provisie bestaat uit een jaarlijks te voldoen bedrag dat wordt berekend als percentage van beheerde vermogen. Mits de belegger adequaat wordt geïnformeerd en indringend wordt geadviseerd over de bij hem passende vorm van dienstverlening, zou in onze visie het laatste woord aan de belegger moeten zijn. Weliswaar geldt dat de belegger tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht moet worden beschermd,<sup>32</sup> maar dat resultaat kan ook worden bereikt op een wijze die niet ten koste gaat van de contractsvrijheid.

## Wij zouden er voorstander van zijn dat de AFM in plaats van (impliciete) 'weigeringsplichten' een (schriftelijke) waarschuwingsplicht voorschrijft

Wij zouden er voorstander van zijn dat de AFM in plaats van voornoemde (impliciete) 'weigeringsplichten' in dergelijke situaties een (schriftelijke) *waarschuwingsplicht* voorschrijft. Een waarschuwingsplicht doet meer recht aan de typische aard van een adviesrelatie, waarbij de eigen verantwoordelijkheid van de belegger centraal staat. Door uitdrukkelijk een waarschuwingsplicht voor te schrijven, kan de AFM bovendien duidelijkheid scheppen ten aanzien van het diffuse leerstuk van de waarschuwingsplicht bij effectendienstverlening, dat tot op heden vooral door (lagere) rechtspraak is uitgewerkt.

De voorschriften van de AFM zijn naar onze mening soms te gedetailleerd. Bijvoorbeeld de opvatting dat voor absoluut vermogensbehoud uitsluitend zou mogen worden gespaard of belegd in garantieproducten, geeft naar onze mening blijk van een zeer tijdsgebonden beleggingsopvatting. De AFM miskent bovendien dat in de meeste gevallen ook door sparen de facto vermogensvermindering kan optreden, aangezien de spaarrente in veel gevallen de inflatie niet zal kunnen compenseren. Waarom beleggen in garantieproducten dan wél zou kunnen, verklaart de AFM niet. Wij wijzen erop dat – net zoals dat de uitvoerende instelling van een obligatie kan failleren – ook de garantieverstrekkers bij garantieproducten kunnen 'omvallen'.

## Terecht besteedt de AFM aandacht aan een fase die soms onderbelicht wordt: de nazorg

Terecht besteedt de AFM ten slotte aandacht aan een fase die soms onderbelicht wordt: de nazorg. Ook ná de advisering moet de vermogensopbouw worden *gemonitord* en de haalbaarheid van de doelstelling geëvalueerd. Volgens de AFM kan juist een goede nazorg teleurstelling over de beleggings-

26 A.J.C.C.M. Loonen, 'Het "ken-uw-cliënt"-beginsel binnen de effectendienstverlening. Een juridische versus een economische-psychologische benadering', in: W.H. van Boom, I. Giesen & A.J. Verheij (red.), *Gedrag en privaatrecht. Over gedragspresumpties en gedrags-effecten bij privaatrechtelijke leerstukken*, Den Haag: BJu 2008, p. 375.

27 F.M.A. 't Hart & A.J.C.C.M. Loonen, 'Het "ken-uw-cliëntbeginsel" bezien', in: A.J.C.C.M. Loonen (red.), *Beleggingsdienstverlening in het MiFID-tijdperk*, Amsterdam: NIBE-SVV 2008, p. 90-92.

28 A. Loonen & F. van Raaij, 'Risicoprofielen onderling weinig consistent', *ESB* 2008 (4545), p. 614-617.

29 Leidraad, p. 11.

30 In de literatuur wordt daarnaast nog een algemene weigeringsplicht aangenomen in die gevallen waarin de consument risico's op zich neemt waarvan hij de mogelijke consequenties niet kan dragen. Zie F.M.A. 't Hart & C.E. du Perron, *De geïnformeerde consument. Is informatieverstrekking een effectief middel om consumenten afgewogen financiële beslissingen te laten nemen?*, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 90, Deventer: Kluwer 2006, p. 60. In de door de AFM geschetste situaties hoeft daar echter nog geen sprake van te zijn.

31 Vgl. A.H. Scheltema & M. Scheltema, *Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht. Noodzakelijke veranderingen na de crisis*, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 101, Deventer: Kluwer 2009, p. 98 e.v. die pleiten voor een *verplichte advisering* bij bijvoorbeeld de financiering van een woonhuis of de opbouw van een primaire pensioenvoorziening, omdat de consument in deze gevallen zijn belang onvoldoende zelf kan behartigen.

32 Vgl. HR 23 mei 1997, *NJ* 1998, 192 (Rabobank/Everaars).

resultaten met bijbehorende claims voorkomen. Uit de Leidraad volgt echter niet *hoe* de beleggingsonderneming (inhoudelijk) moet omgaan met claims die niettemin worden ingediend. Een vraagstuk dat in het bijzonder in een dergelijke situatie speelt is de schadebeperkingsplicht. Op grond van artikel 6:101 BW is een belegger die door toedoen van een beleggingsonderneming schade lijdt, gehouden die schade zoveel mogelijk te beperken. De schade ontstaat door het niet nemen van gepaste maatregelen door de belegger, behoeft de beleggingsonderneming niet te vergoeden.<sup>33</sup> In veel gevallen betekent dit dat de belegger zijn beleggingen moet verkopen, zodat hij niet het risico loopt dat hij door negatieve koersontwikkelingen nog meer verlies maakt. Als echter sprake is van (ogenschijnlijk) tijdelijke koersdalingen, is de keus om al dan niet de beleggingen te verkopen zeer complex. Deze (nieuwe) beleggingsbeslissing kan vaak dan ook niet gemaakt worden zonder advies van een deskundige adviseur. De adviseur zal, vanwege de lopende claim, echter uiterst terughoudend zijn om te adviseren teneinde potentiële nieuwe claims te voorkomen. Het is jammer dat de AFM geen suggesties doet aan de beleggingsonderneming over hoe om te gaan met dergelijke situaties.

## 5 Besluit

Is de Leidraad in haar doelstelling geslaagd en krijgen beleggingsondernemingen meer duidelijkheid over de concrete toepassing van de zorgplicht? Op sommige onderdelen is dit zeker het geval. Met

de uitgebrachte Leidraad geeft de AFM een aantal nuttige wenken voor toepassing van de zorgplicht in concrete situaties. Vooral de beleggingsadviseur zal hier zijn voordeel mee kunnen doen omdat het gehele (wettelijk) zorgplichtkader op zichzelf op een rij is gezet.

**In onze visie zou de Leidraad beter in haar opzet zijn geslaagd als de AFM niet had gestreefd naar volledigheid maar zich zou hebben beperkt tot de behandeling van een aantal voor de zorgplicht relevante hoofdthema's**

Op andere onderdelen lijken de aanbevelingen minder geschikt voor de praktijk en eerder te zijn ontwikkeld vanuit de gedachte hoe een *ideale* advisering er in een *ideale* wereld uit zou moeten zien. In onze visie zou de Leidraad beter in haar opzet zijn geslaagd als de AFM niet had gestreefd naar volledigheid maar zich zou hebben beperkt tot de behandeling van een aantal voor de zorgplicht relevante hoofdthema's. Het verdient tot slot aanbeveling de juridische status van de Leidraad bij een volgende versie duidelijker toe te lichten en meer ruimte aan de beleggingsondernemingen te laten voor maatwerkoplossingen.

33 Asser/Hartkamp 4-I (2004), nr. 453.

## Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders

De aansprakelijkheid van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB) staat door de kredietcrisis in het brandpunt van de belangstelling. Zo is het bijvoorbeeld de vraag of zij adequaat toezicht hebben gehouden op DSB Bank, die op 19 oktober 2009 door de Rechtbank Amsterdam failliet is verklaard.

In dit Cahier Privaatrecht staat de vraag centraal in hoeverre bij de invulling van de verschillende vereisten voor aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad rekening kan en moet worden gehouden met het eigen karakter van financieel toezicht en met het feit dat aansprakelijkheid van financiële toezichthouders een vorm van overheidsaansprakelijkheid is.

PRIVAATRECHT

CAHIER

Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders

Prof. mr. D. Busch

ARS AEQUI LIBRI

ISBN: 978-90-6916-685-8 • Auteur: D. Busch • 1e druk 2010 • Pagina's: 72 • Prijs: 17,50 euro