



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Handhaving van privaatrecht door toezichthouders

Hage, C.A.

Citation

Hage, C. A. (2017, December 13). *Handhaving van privaatrecht door toezichthouders*. Meijers-reeks. Wolters Kluwer, Deventer. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/57986>

Version: Not Applicable (or Unknown)

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/57986>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Cover Page



Universiteit Leiden



The handle <http://hdl.handle.net/1887/57986> holds various files of this Leiden University dissertation.

Author: Hage, C.A.

Title: Handhaving van privaatrecht door toezichthouders

Issue Date: 2017-12-13

5 | AFM als handhaver van privaatrecht in het financiële recht

5.1 INLEIDING

5.1.1 Afhankelijkheid van financiële markten

Bij Lombardije wordt snel gedacht aan mooie meren, smakelijke wijnen en goede pasta's. De idee dat het pandjeshuis, in de volksmond 'de Lommerd' genoemd, een exportproduct van deze streek is, herinnert aan lang vervlogen tijden. Een armlastige die geld nodig had kon in de late Middeleeuwen proberen geld te lenen op een onderpand. Hiervoor kon hij terecht bij rondreizende, over het algemeen uit Lombardije afkomstige, geldwisselaars.¹ Als er voldoende geld was om de lening en de rente af te betalen kon de pandgever zijn kostbaarheid weer retour ontvangen.

Vanaf het moment dat mensen niet langer zelfvoorzienend waren in hun dagelijkse behoeften, ontstond de ruilhandel. Geld groeide uit tot het ruilmiddel bij uitstek. Een ruilmiddel dat niet meer is weg te denken uit onze samenleving. Geld is niet beperkt gebleven tot een betalingsvorm die dient om te voorzien in eerste levensbehoeften als kleding en eten. Complexe financiële producten als hypotheek, verzekeringen, pensioenen en aandelen maken onderdeel uit van het dagelijkse leven. Hier komt nog bij dat de financiële markt niet is beperkt tot de eigen landsgrenzen, maar wereldwijd met elkaar samenhangt. De afhankelijkheid van de financiële markten is groter dan ooit.

Deze afhankelijkheid van de financiële markten maakt de partijen op de markt kwetsbaar en kwetsbare partijen zijn niet goed voor de stabiliteit van de markt. Deze kwetsbaarheid blijkt vooral wanneer zich een crisis voordoet en het vertrouwen in de financiële markten afbrokkelt. De kredietcrisis uit de zomer van 2007 is hiervan een goed voorbeeld. Aanvankelijk begon de crisis in de Verenigde Staten met een hypotheekcrisis als gevolg van een stagnerende huizenmarkt. In 2008 groeide de crisis echter uit tot een kredietcrisis. Er ontstond een sneeuwbal effect van hypotheekleningen die niet meer afgelost konden worden, banken die niet meer aan hun verplichtingen konden voldoen, dalende aandelenkoersen en groeiend wantrouwen van consumenten jegens banken,

¹ De Nederlandse Bank, *Van kauri tot euro; De geschiedenis van ons geld*, Amsterdam: De Nederlandse Bank 2010, p. 15.

verzekeraars en pensioenfondsen. Om voornoemde redenen is het toezicht dat op zich wel bestond, opnieuw bekeken en aanmerkelijk aangescherpt.

5.1.2 Ontstaan toezicht financiële markten

Publiekrechtelijk toezicht op de financiële markten kent nog niet een heel lange traditie. De eerste publiekrechtelijke wet in Nederland is aan het begin van de Eerste Wereldoorlog naar aanleiding van de beurskrach in Amsterdam ontstaan.² De financiële markten en de financiële dienstverlening werden daarvoor beheerst door het privaatrecht, meer specifiek door het verbintenissenrecht en het contractenrecht als onderdeel van het verbintenissenrecht.³ Als gevolg van de crisis op de financiële markten, maar ook door het streven naar eenwording van de (financiële) markten binnen de Europese Unie, is er steeds meer publiekrechtelijk toezicht gekomen. Privaatrechtelijke handhaving zou, gezien het ex post c.q. herstelkarakter van de privaatrechtelijke sanctie, te kort schieten om de grote risico's die financiële markten met zich mee kunnen brengen, te beteugelen.⁴ Nakoming van overeenkomsten en schadevergoeding zijn daarvoor niet toereikend. Het voorkomen van risicovolle situaties is een publiek belang waarvoor privaatrechtelijke herstelsancties niet bruikbaar zouden zijn.⁵ Bovendien ligt het initiatief van de privaatrechtelijke handhaving bij de benadeelde. De benadeelde zal eigen afwegingen maken omtrent de handhaving. Deze afweging kan bijvoorbeeld afhankelijk zijn van de te maken kosten en het te behalen rendement. Hierdoor is het onzeker of met succes privaatrechtelijk kan worden gehandhaafd.⁶ Dat privaatrecht tekort zou schieten wordt ook gesignaleerd in de Parlementaire Geschiedenis:

'In principe kan het feit dat een bepaald gedrag ook reeds op grond van het civiele recht van een financiële onderneming wordt verlangd een reden zijn om het stellen van publiekrechtelijke regels achterwege te laten. Of dit wenselijk is hangt echter af van de vraag of het civiele recht het gedrag van financiële ondernemingen voldoende (duidelijk) normeert en of de effectiviteit daarvan publiek toezicht overbodig maakt. Het regelen van aspecten van de relatie tussen cliënt en financiële onderneming biedt immers vergaande mogelijkheden om de naleving van regels af te dwingen. Bovendien biedt het publieke toezicht de mogelijkheid om financiële ondernemingen die bijvoorbeeld de informatie- en adviesverplichtingen ernstig overtreden te beboeten of zelfs de toegang tot de markt te ontfemen. Financiële

2 C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: BJu 2012, p. 5.

3 O.O. Cherednychenko, 'Het private in het publiekrecht: over de opmars van het financiële 'toezichtprivaatrecht' en zijn betekenis voor het verbintenissenrecht', *Themis* 2012/5, p. 223.

4 A.H. Scheltema & M. Scheltema, *Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht. Noodzakelijke veranderingen na de crisis* (preadvies), Deventer: Kluwer 2009, p. 46. Zie ook par. 2.5.2.

5 Scheltema & Scheltema 2009, p. 49.

6 Scheltema & Scheltema 2009, p. 50.

ondernemingen zullen dit waarschijnlijk ervaren als een sterke prikkel tot naleving van de wettelijke verplichtingen.⁷

Publiekrechtelijk toezicht is dan ook noodzakelijk om de privaatrechtelijke regels te versterken zodat het publieke belang en de zwakkere partij optimaal beschermd kunnen worden.⁸ De publiekrechtelijke weg is noodzakelijk in het kader van het scheppen van een *fair and orderly market* en een *level playing field*.⁹ Het privaatrecht blijft belangrijk bij schadeveroorzakende overtredingen.¹⁰ Individuele partijen kunnen immers via privaatrechtelijke wegen schadeacties instellen. Toezichtmaatregelen zien meer op het voorkomen van schade.

5.1.3 Privaatrechtelijk gearde regels in het publiekrecht

Om publiekrechtelijk toezicht mogelijk te maken zijn verschillende privaatrechtelijke regels omgezet in publiekrechtelijke regels.¹¹ Een belangrijk voorbeeld vormt de zorgplicht van banken. De (bijzondere) zorgplicht van banken is vooral in de jurisprudentie van de civiele rechter ontwikkeld en dient voornamelijk het beschermen van de belangen van de individuele contractspartij (artikel 7:401 BW). De evolutie van het privaatrechtelijke begrip 'zorgplicht' met betrekking tot banken kan echter niet meer los worden gezien van publiekrechtelijke gedragsregels voor banken en andere financiële ondernemingen in de financiële toezichtwetgeving. In 2014 is met de invoering van artikel 4:24a in de Wft een nieuwe generieke zorgplicht ingevoerd. Vóór de invoering van deze generieke zorgplicht waren reeds tal van privaatrechtelijke zorgverplichtingen van banken terug te vinden in specifieke publiekrechtelijke financiële toezichtwetgeving.¹² Voorbeelden zijn te vinden in de artikelen 4:23 en 4:24 Wft waarin een bijzondere zorgplicht van de bank, het ken-uw-klant-beginsel, is vastgelegd. Deze omgezette privaatrechtelijke begrippen zijn echter geen exacte kopieën van de privaatrechtelijke zorgverplichting.¹³ De toezichtwetgeving heeft getracht de zorgplicht meer bruikbaar te maken voor de praktijk en in dienst te stellen van het algemeen belang.

Over de oorsprong en het gebruik van gedragsregels (zoals de zorgplichten) bestaat wel discussie. Volgens Grundmann-van de Krol zijn handelingen met betrekking tot financiële instrumenten toegestaan zolang de noodzakelijke informatie wordt verschaft en de zorgvuldigheid in acht wordt genomen. Dit

7 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 317.

8 Scheltema & Scheltema 2009, p. 51-52.

9 Grundmann-van de Krol 2012, p. 57.

10 Grundmann-van de Krol 2012, p. 58.

11 Cherednychenko 2012b, p. 224. Zie ook Scheltema & Scheltema 2009, p. 62.

12 Cherednychenko 2012b, p. 224-225.

13 Cherednychenko 2012b, p. 224-225.

is een equivalent voor de redelijkheid en billijkheid die de verkoper van een goed of dienst in acht behoort te nemen.¹⁴ De Autoriteit Financiële Markten (AFM) overweegt zelf echter dat de publiekrechtelijke zorgplicht, naast de civielrechtelijke zorgplicht, ook voortkomt uit andere bronnen.¹⁵ Kruithof ontkent in zijn algemeenheid zelfs de privaatrechtelijke komaf van de gedragsregels (waaronder de zorgplichten).¹⁶

5.1.4 Plan van behandeling

In dit hoofdstuk zal worden onderzocht in hoeverre de bestuursrechtelijke handhaving door de AFM inhoudelijk verschilt van de privaatrechtelijke handhaving dan wel overeenkomsten daarmee vertoont. Om een beeld te krijgen van de achtergronden van de publiekrechtelijke handhaving zal de achtergrond van het financiële toezicht worden geschetst (paragraaf 5.2). Hierbij wordt ook aandacht besteed aan Europese ontwikkelingen. De Europese (paragraaf 5.3) en de Nederlandse regelgeving zullen worden besproken (paragraaf 5.4). Aandacht verdient vervolgens de functie van de AFM als handhaver van de financiële regelgeving (paragraaf 5.5). In de casestudy passeren de informatieplichten, de zorgplichten, misleidende informatie, de aantasting van overeenkomst met derden en de *iustum pretium*-leer de revue (paragraaf 5.6). De uitleg en toepassing van deze privaatrechtelijke geaarde regels wordt in deze paragraaf vergeleken met de uitleg en toepassing van deze regels door de civiele rechter. Beschouwd wordt eveneens de aansluiting van bestuursrechtelijke en privaatrechtelijke middelen op elkaar en, waar mogelijk, wordt gezien hoe de aansluiting verbeterd kan worden. In de laatste paragraaf worden de conclusies getrokken (paragraaf 5.7).

5.2 ACHTERGROND TOEZICHT OP FINANCIËLE MARKTEN

5.2.1 Inleiding

In deze paragraaf zal worden stilgestaan bij de beginfase van het financiële toezicht. Hierbij wordt ook aandacht besteed aan de Europese ontwikkelingen die van grote invloed zijn geweest en nog steeds zijn op het financiële toezicht.

14 Zie C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht: beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht*, Den Haag: BJu 2006, p. 497. Zie ook Cherednychenko 2012b, p. 223.

15 Zie bijv. Besluit AFM inzake SNS 12 augustus 2009, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/sns-bank-nv.ashx>, zie voor bespreking par. 5.6.3.9.

16 M. Kruithof, 'De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004 gedragsregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken', in: Instituut Financieel Recht (red.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen: Intersentia 2012, par. 6 e.v.

5.2.2 Kenmerken financiële markten

Financiële dienstverlening wordt van oudsher beheerst door het verbintenissenrecht, meer in het bijzonder het contractenrecht.¹⁷ Hierin is pas aan het begin van de 20ste eeuw verandering gekomen. Vanaf dat moment is, gezien de specifieke kenmerken van de financiële markten, de behoefte ontstaan aan publiekrechtelijk toezicht. In deze paragraaf zullen de specifieke kenmerken van de financiële markten worden belicht.

Er zijn verschillende financiële markten te onderscheiden. Deze markten kenmerken zich door de financiële producten en diensten die op de betreffende markt wordt verhandeld. Financiële producten en diensten zijn bijvoorbeeld: een beleggingsobject (zie artikel 1:1 Wft onder financieel product sub a), een betaalrekening (sub b) een verzekering (sub f). Een financiële dienst is het aanbieden van financiële producten (artikel 1:1 Wft onder financiële dienst sub a), het adviseren (sub b), bemiddelen (sub d) of verlenen van een beleggingsdienst (sub h).

Ook dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen markten waarop louter professionele spelers actief zijn en markten de waarop afnemers niet professioneel zijn en financiële producten en diensten afnemen voor privédoel-einden.¹⁸ Voor de professionele markt zijn minder (gedrags)regels voorgeschreven.

Naast aanbieders en afnemers van de financiële producten en diensten zijn er intermediairs. Deze intermediairs verlenen beleggingsdiensten en bemiddelen en adviseren over financiële producten.

Op de Nederlandse financiële markten zijn twee toezichthouders, te weten de AFM en DNB, actief. Bovendien zijn er daarnaast nog verschillende Europese financiële toezichthouders ingesteld. De vier belangrijkste toezichthouders zijn de European Systemic Risk Board (ESRB), de European Banking Authority (EBA), de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

De financiële markten hebben een aantal specifieke kenmerken. Scheltema en Scheltema onderscheiden vier specifieke kenmerken: de strategische functie van banken en verzekeraars, de ondoorzichtigheid van de risico's, de grote invloed van transacties op de financiële positie van mensen en de internationale verwevenheid van de financiële markten.¹⁹

Het vertrouwen in het functioneren van de financiële sector is van groter publiek belang dan bij andere bedrijven in het algemeen.²⁰ Het faillissement van banken zou zulke verstrekende gevolgen hebben dat ingrijpen door de overheid is gerechtvaardigd.

¹⁷ Cherednychenko 2012b, p. 223.

¹⁸ M. van Eersel, *Handhaving in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 7.

¹⁹ Scheltema & Scheltema 2009, p. 3-4.

²⁰ Scheltema & Scheltema 2009, p. 3-4.

Veel financiële producten hebben een risico-element omdat ze afhankelijk zijn van wisselende rentestanden, aandelenkoersen en toekomstige prijzen. Voor het inschatten van risico's dient men over informatie te beschikken. Hoe meer informatie, hoe beter de risico's ingeschat kunnen worden. Deze risico's zijn echter ook afhankelijk van het goed functioneren van de markt. Als bepaalde risico's zich verwezenlijken kunnen er neveneffecten optreden waar geen rekening mee is gehouden.²¹ De grote invloed op de financiële positie van mensen wordt geïllustreerd door hypotheeken en pensioenen. Disfunctioneren van de financiële sector heeft dan ook direct invloed op het inkomen van mensen. Ten slotte zijn financiële markten internationaal met elkaar verweven. Dit geldt voor effectenmarkten, maar ook voor banken. Zo lenen banken grensoverschrijdend bij elkaar en zijn effectenmarkten evenmin aan grenzen geboden. De autonomie van de nationale overheid is dan ook beperkt.²²

Het bovenstaande geeft aan waarom de financiële markten, in mededingingsrechtelijke zin, geen perfecte markten zijn. Immers, op een perfecte markt zijn er zoveel aanbieders en afnemers dat de prijs niet kan worden beïnvloed. Op een perfecte markt is ook vrije toe- en uittreding tot de markt mogelijk. Andere voorwaarden voor een perfecte markt zijn homogene producten en de beschikking over dezelfde informatie voor iedereen.²³

5.2.3 Beginfase financieel toezicht

Het eerste toezicht op de financiële sector in Nederland dateert uit de tweede helft van de 19^e eeuw met het opnemen van artikel 355 in het Wetboek van Strafrecht omtrent publieke misleiding en de introductie van de bepalingen in het Wetboek van Koophandel over de beurs van koophandel.²⁴ Als gevolg van de Eerste Wereldoorlog en de dalende koersen zijn de eerste publiekrechtelijke wetten ontstaan. De tijdelijke Beurswet 1914²⁵ werd ingevoerd waardoor de effectenbeurzen onder toezicht kwamen te staan. De Beurswet liet veel ruimte aan beurzen om eigen regels op te stellen en om op de naleving daarvan toe te zien.²⁶ De regels voor beursleden en instellingen waren voornamelijk privaatrechtelijk van aard. Handel buiten de beurs om werd pas in 1985 gereguleerd in de Wet Effectenhandel.²⁷ De 'tijdelijke' Beurswet 1914 is uiteindelijk van kracht gebleven tot de inwerkingtreding van de Wet toezicht effec-

21 Scheltema & Scheltema 2009, p. 4.

22 Scheltema & Scheltema 2009, p. 4-5.

23 Zie onder meer: P. Cartwright, *Bank, Consumers and Regulations*, Oxford: Hart 2004, p. 15-16.

24 Zie F.W.J. van der Eerden & L. Silverentand (red.), *Hoofdlijnen Wft*, Deventer: Kluwer 2015, p. 2 e.v. en Grundmann-van de Krol 2012, p. 5.

25 Stb. 1914, 445.

26 Grundmann-van de Krol 2012, p. 6.

27 Stb. 1985, 570.

tenverkeer 1992 (Wte 1992).²⁸ In de Wte 1992 is het toezicht op de beurzen en het toezicht op de handel buiten de beurzen om in één wet geïntegreerd.²⁹ De regulering van de beurshandel en de buitenbeurshandel betreft de relatie tussen vragers van kapitaal en beleggers, de relatie tussen tussenpersonen en beleggers, de organisatie van de effectenbeurzen en de relatie tussen beleggers onderling.³⁰

Het doel van de Wte 1992 is tweeledig.³¹ Ten eerste wordt gestreefd naar een adequate functionering van de effectenmarkten. Een goed functionerende markt zou een efficiënte prijsvorming en middelenallocatie in de hand werken. Dit dient bereikt te worden door het bevorderen van het vertrouwen van beleggers en spaarders in het financiële bestel. Hierdoor zullen beleggers sneller gebruik maken van de bestaande kanalen binnen het financiële bestel om hun middelen te beleggen. Ten tweede dienen beleggers en spaarders te worden beschermd tegen malafide aanbiedingen, onvoldoende informatie en ondeskundig optreden. De Wte 1992 is in 1995 vervangen door de Wte 1995.³²

De financiële toezichtwetgeving was tot de introductie van de Wft sectoraal ingericht.³³ Voor de verschillende sectoren waren er verschillende formele wetten. Zo was de Wet toezicht kredietwezen 1992 voor de kredietinstellingen, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 samen met de Wet toezicht natuura-uitvaartverzekeringsbedrijf voor de verzekeraars, de Wte 1995 voor de effecteninstellingen en de Wet toezicht beleggingsinstellingen voor de beleggingsinstellingen. De verschillende regelgeving zag telkens op dezelfde problematiek, maar was niet overal gelijklopend. Daarnaast waren er sector-overstijgende ontwikkelingen. Hierbij dient gedacht te worden aan integriteit en consumentenvoorlichting en -advisering.³⁴ Deze ontwikkelingen hebben geleid tot het wetsvoorstel Wft. De Wet assurantiebemiddelingsbedrijf, de Wet op het consumentenkrediet, de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 en de Wet financiële dienstverlening zijn uiteindelijk in de Wft opgenomen. De Wft is op 1 januari 2007 in werking getreden en vormt het raamwerk voor de financiële toezichtwetgeving. In paragraaf 5.3.3 zal nader stil gestaan worden bij de Wft.

5.2.4 Europees financieel toezicht

Het Nederlandse financiële toezichtrecht heeft zich in korte tijd sterk ontwikkeld. De invloeden vanuit de Europese Unie zijn hierbij groot te noemen. De

28 Stb. 1991, 141.

29 Kamerstukken II 1988/89, 21038, nr. 3, p. 1.

30 Van Eersel 2013, p. 12.

31 Kamerstukken II 1988/89, 21038, nr. 3, p. 2.

32 Stb. 1996/537.

33 Kamerstukken II 2003/04, 29708, nr. 3, p. 2.

34 Kamerstukken II 2003/04, 29708, nr. 3, p. 3.

Nederlandse financiële wetgeving betreft voor een aanzienlijk gedeelte Europees recht dat is geïmplementeerd in de Nederlandse wet- en regelgeving aangevuld met regelgeving op enkele terreinen die nog buiten het werkkterrein van de Europese wetgever zijn gebleven.³⁵

De eerste richtlijnen met betrekking tot de Europese financiële markten zijn de Richtlijn inzake de toelatingseisen van effecten tot een effectenbeurs,³⁶ de Richtlijn met betrekking tot de opstelling, het toezicht en de verspreiding van het prospectus dat gepubliceerd moet worden voor de toelating van effecten tot de officiële naleving van een effectenbeurs³⁷ en de in 1982 tot stand gekomen Richtlijn inzake de periodieke informatievervalschafting door beursgenoteerde instellingen.³⁸ Deze richtlijnen betreffen met name minimum-harmonisatie en zijn dan ook vooral gericht op het creëren van een Europese interne markt.³⁹

In 1985 is het 'Witboek omtrent de voltooiing van de interne markt' door de Europese Commissie aan de Europese Raad uitgebracht.⁴⁰ Het Witboek beoogt het uitwisselen van financiële producten en diensten te vergemakkelijken. Hierbij worden op minimale wijze de voorschriften met betrekking tot toelating en sanctionering vanuit Europa gecoördineerd.⁴¹ Het beginsel van 'toezicht van het thuisland', waarbij het toezicht in eerste instantie is toevertrouwd aan de bevoegde instantie van de Lidstaat, wordt als uitgangspunt genomen. In het Witboek worden voorts een aantal te nemen maatregelen genoemd. Dit resulteerde onder meer in de Richtlijn inzake instellingen voor collectieve belegging in effecten,⁴² de eerste Prospectusrichtlijn,⁴³ de eerste Richtlijn inzake voorwetenschap⁴⁴ en in een eerste Richtlijn inzake beleggingsdiensten.⁴⁵

Als gevolg van de invoering van de euro is door de Europese Commissie het Financial Services Action Plan 1999-2005 (MSAP) opgesteld.⁴⁶ Om het hoofddoel, het realiseren van een interne markt voor financiële diensten, te verwezenlijken zijn drie speerpunten geformuleerd: het realiseren van een interne *wholesale* markt voor financiële diensten, het tot stand brengen van

35 Zie ook Cherednychenko 2012b, p. 227.

36 Richtlijn 79/279/EEG van 5 mei 1979, *PbEG* L 66.

37 Richtlijn 80/390/EEG van 17 maart 1980, *PbEG* L 100.

38 Richtlijn 82/121/EEG van 15 februari 1982 *PbEG* L 48.

39 Zie overwegingen Richtlijn 79/279/EEG van 5 mei 1979, *PbEG* L 66 en ook Grundmann-van de Krol 2012, p. 30.

40 COM (85) 310 def. van juni 1985.

41 COM (85) 310 def. van juni 1985, overweging 103, p. 28.

42 Richtlijn 85/611/EEG van 20 december 1985, *PbEG* L 375.

43 Richtlijn 89/298/EEG van 17 april 1989, *PbEG* L 124.

44 Richtlijn 89/592/EEG van 13 november 1989, *PbEG* L 334.

45 Richtlijn 93/22/EEG van 10 mei 1993, *PbEG* L 141.

46 COM (1999) 232, mei 1999.

open en veilige retailmarkten en het versterken van het bedrijfseconomisch toezicht.⁴⁷

Dit MSAP heeft geleid tot enkele richtlijnen zoals de Richtlijn marktmisbruik⁴⁸ die de Richtlijn inzake voorwetenschap verving, de tweede Prospectusrichtlijn,⁴⁹ de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) die in de plaats kwam van de Richtlijn beleggingsdiensten⁵⁰ en de Transparantierichtlijn ter vervanging van de Richtlijn over melden van zeggenschap en kapitaal belang.⁵¹ Er is met de introductie van deze richtlijnen een verschuiving van minimumharmonisatie naar maximumharmonisatie gaande.⁵² Daarnaast is er ook meer aandacht voor de handhaving van de regelgeving door nationale toezichthouders gekomen.⁵³ Zo blijkt onder meer uit overweging 60 van de MiFID dat het toezicht in de lidstaten overal even intensief dient te zijn. Een minimumpakket aan maatregelen in combinatie met voldoende handhavingsmiddelen moet de doelmatigheid van dit toezicht garanderen.⁵⁴ Het *level playing field* kan niet worden gegarandeerd door alleen materiële normen, ook handhavingsmiddelen maken hier een onlosmakelijk onderdeel van uit.⁵⁵

In 2005 is een nieuw Witboek op het gebied van financiële diensten door de Europese Commissie uitgebracht.⁵⁶ Het toezicht op de financiële markten krijgt in dit Witboek opnieuw aandacht.⁵⁷ De bestaande richtlijnen worden op dat moment voldoende geacht. De aandacht wordt verschoven naar het verzamelen van gemeenschappelijk data.⁵⁸

De financiële crisis van 2007 heeft er echter voor gezorgd dat er nadere richtlijnen zijn ingevoerd en dat nog steeds nieuwe richtlijnen in ontwikkeling

47 http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_en.htm.

48 Richtlijn 2003/6/EG van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmacht manipulatie, *PbEU* L 96.

49 Richtlijn 2003/71/EG van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/31/EG, *PbEG* L 345.

50 Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, *PbEG* L 145.

51 Richtlijn 2004/109/EG van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, *PbEU* L 390.

52 Grundmann-van de Krol 2012, p. 32.

53 Grundmann-van de Krol 2012, p. 32. Zie ook E. Ferran, *Building an EU Securities Market*, Cambridge: Cambridge University Press 2004, p. 49.

54 Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, *PbEG* L 145, overweging 60.

55 Grundmann-van de Krol 2012, p. 32.

56 Com (2005), 629 def. van 1 december 2005.

57 Com (2005), 629 def. van 1 december 2005, zie hoofdstuk 3.

58 Com (2005), 629 def. van 1 december 2005, p. 11.

zijn. Zo is er de tweede Richtlijn inzake gekwalificeerde deelnemingen⁵⁹ en de tweede herziene en gecodificeerde ICBE-Richtlijn.⁶⁰ Eveneens zijn de Prospectusverordening en richtlijn herzien⁶¹ en wordt de MiFID geëvalueerd en is er een MiFID II en MiFIR.⁶²

59 Richtlijn 2007/22/EG van 5 september tot wijziging van enkele richtlijnen wat betreft procedureregels en evaluatiecriteria voor de prudentiële beoordeling van verwerving en vergroting van deelnemingen in de financiële sector, *PbEU* L 247.

60 Richtlijn 2009/65/EG van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve beleggingen in effecten, *PbEU* L 302.

61 Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten (de Wijzigingsrichtlijn), *PbEU* L 327. En ook Richtlijn 2010/78/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van de Richtlijnen 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG en 2009/65/EG wat de bevoegdheden van de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen) en de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten) betreft, *PbEU* L 331/120. Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *PbEG* L 149. Sinds de invoering van de Verordening is deze een aantal keer gewijzigd: Verordening (EG) 211/2007 van de Commissie van 27 februari 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken financiële informatie betreft wanneer de uitgevende instelling een complexe financiële geschiedenis heeft of een aanzienlijke financiële verplichting is aangegaan, *PbEG* L 61/24; Verordening (EG) nr. 1289/2008 van de Commissie van 12 december 2008 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat met prospectussen en reclame verband houdende elementen betreft, *PbEG* L 340/17; Verordening EU nr. 486/2012 van de Commissie van 30 maart 2012 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 wat de vormgeving en de inhoud van het prospectus, het basisprospectus, de samenvatting en de definitieve voorwaarden betreft en wat de informatievereisten betreft, *PbEU* L 150/1; Verordening (EU) nr. 862/2012 van de Commissie van 4 juni 2012 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 wat de informatie over de toestemming tot het gebruik van het prospectus, de informatie over onderliggende indexen en het vereiste van een door onafhankelijke accountants opgesteld verslag betreft, *PbEU* L 256/4.

62 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *PB* L 173/349 van 12 juni 2014. Verordening (EU) Nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *PB* L 173/84 van 12 juni 2014.

5.2.5 Europese toezichthouder

Het Europees toezicht is ingesteld op grond van artikel 114 VWEU (artikel 95 EG-verdrag *oud*).⁶³ Als gevolg van de financiële crisis is een aantal tekortkomingen aan het licht gekomen met betrekking tot het toezicht.⁶⁴ Naar aanleiding van de crisis heeft de Groep Larosière aanbevelingen gedaan om de toezichtregelingen te verbeteren. De aanbevelingen betreffen voornamelijk betere samenwerking en coördinatie tussen nationale toezichthouders, onder meer door de oprichting van nieuwe Europese toezichthoudende autoriteiten en een Europees orgaan dat toezicht houdt op risico's in het financiële stelsel als geheel.⁶⁵ De aanbevelingen hebben geresulteerd in een Europees toezichtstelsel dat bestaat uit twee pijlers, namelijk het macro- en het microprudentieel toezicht.⁶⁶

Het Europees Comité Raad voor Systeemrisico's (ESRB)⁶⁷ is verantwoordelijk voor het macroprudentieel toezicht in de Unie (artikel 3 lid 3 Verordening). Het ESRB dient er met name zorg voor te dragen dat er geen grote onrust ontstaat en dat de financiële markten stabiel blijven.⁶⁸ Het ESRB wordt ondersteund door de ECB.⁶⁹

Het microprudentieel toezicht is opgedragen aan drie sectorale Europese toezichthouders, de Europese Bank Autoriteit (EBA), de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA) en de Europese Effectenautoriteit (ESMA).⁷⁰ De taken van deze toezichthouders zijn onder meer: het uitoefenen van de volledige toezichtbevoegdheden voor sommige specifieke entiteiten, het zorgen voor een gecoördineerde reactie in crisissituaties, het vergaren van microprudentiële gegevens en het opnemen van een internationale rol als deze wordt toegekend.

Het Europese toezicht dient er voor te zorgen dat er voldoende samenwerking en informatie-uitwisseling tussen nationale toezichthouders plaatsvindt zodat er gezamenlijk kan worden opgetreden door de nationale autoriteiten bij ingewikkelde regelingen. Door dit gezamenlijke optreden kan er rekening worden gehouden met de vele (nationale) regels omtrent toezicht en regulering.

63 Mededeling van de Commissie, 'Europees financieel toezicht', Com (2009) 252 def., p. 9 en 17.

64 Mededeling van de Commissie, 'Europees financieel toezicht', Com (2009) 252 def., p. 2.

65 Mededeling van de Commissie, 'Europees financieel toezicht', Com (2009) 252 def., p. 2.

66 Mededeling van de Commissie, 'Europees financieel toezicht', Com (2009) 252 def., p. 3-4.

67 Verordening nr. 1092/2010 van de Raad van 24 november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's, *PbEG* L 331.

68 Zie overweging 6 Verordening nr. 1092/2010 van de Raad van 24 november 2010.

69 Verordening nr. 1096/2010 van de Raad van 17 november 2010 tot toewijzing aan de Europese Centrale Bank van specifieke taken betreffende de werking van het Europees Comité voor systeemrisico's, *PbEG* L 331.

70 Mededeling van de Commissie, 'Europees financieel toezicht', Com (2009) 252 def., p. 10.

5.2.6 Conclusie

De financiële markten onderscheiden zich van andere markten door een aantal specifieke kenmerken. Gezien het grote belang van een stabiele financiële sector is toezicht noodzakelijk. Het publieke toezicht kent geen lang verleden, maar heeft zich sinds de financiële crisis exponentieel ontwikkeld. Veel toezichtwetgeving is gebaseerd op Europese richtlijnen en verordeningen en ziet op harmonisatie van de regelgeving in de verschillende lidstaten van de Europese Unie. Deze regelgeving is van minimumharmonisatie verschoven naar maximumharmonisatie.

Met de introductie van de Wft in 2007 is de verschillende wetgeving voor de diverse sectoren geïntegreerd. Door de toename van cross-sectoraal en grensoverschrijdend financieel verkeer bleek eenduidige wetgeving noodzakelijk. In paragraaf 5.3.3 zal nader worden ingegaan op de Wft.

5.3 RELEVANTE EUROPESE REGELGEVING

5.3.1 Inleiding

In deze paragraaf zal de voor dit onderzoek relevante regelgeving worden besproken. Aangezien veel wet- en regelgeving vanuit Europa komt, zullen de belangrijkste richtlijnen en verordeningen worden belicht. In het kader van het Financial Service Action Plan (MSAP) is de wetgevingsprocedure met betrekking tot de Europese harmonisatieregelgeving aangepast. Ter uitvoering van deze zogenaamde Lamfalussy-wetgevingsprocedure zijn naast uitvoeringsrichtlijnen ook uitvoeringsverordeningen vastgesteld. Omdat verordeningen rechtstreekse werking hebben zijn deze verordeningen, in tegenstelling tot de richtlijnen, niet geïmplementeerd in de Wft.

De Richtlijn Marktmisbruik, de Prospectusrichtlijn en de MiFID-richtlijn worden wel gezien als de Lamfalussy-richtlijnen. Hierop bestaat echter kritiek omdat alleen bij de MiFID-richtlijn alle verschillende stadia van de Lamfalussy-procedure zijn doorlopen.⁷¹ De Lamfalussy-procedure houdt in dat regelgeving via verschillende niveaus wordt uitgewerkt. Het *Committee of European Securities Regulators* (CESR), dat op 1 januari 2011 is opgegaan in de ESMA, speelt hierbij een belangrijke rol. Op het hoogste niveau stellen de Raad en het Europees Parlement essentiële beginselen vast (level 1). Deze beginselen worden in een richtlijn of verordening vastgelegd. In deze richtlijn of verordening wordt aangegeven op welke punten de Commissie uitvoeringsmaatregelen dient vast te stellen. Het vaststellen van deze uitvoeringsmaatregelen vormt level 2. Deze uitvoeringsmaatregelen kunnen worden neergelegd in een richtlijn

71 Zie W.A.J. Mijs en J.M.C. Weitjens, 'Inleiding MiFID', in: F.M.A. 't Hart (red.), *MiFID 'Vanuit praktijk en theorie bezien'*, Amsterdam: NIBESVV 2007, p. 13.

of een verordening. Lidstaten implementeren richtlijnen vervolgens in hun eigen rechtstelsel (level 3). Level 4 betreft de handhaving door de Europese Commissie.⁷²

Er wordt door de EU, in de financiële sector, voornamelijk gewerkt met maximumharmonisatierichtlijnen, waarbij gestreefd wordt naar totale harmonisatie om zo het niveau van regelgeving in de verschillende lidstaten op een gelijk niveau te krijgen. Vrije toegang tot de verschillende Europese financiële markten door financiële instellingen is hierbij een belangrijk uitgangspunt. Om een eenduidig toegangsbeleid tot stand te brengen is de hieronder te bespreken Prospectusrichtlijn tot stand gekomen. Ook marktintegriteit en de bescherming van de belegger zijn belangrijke speerpunten voor de Europese wetgever (Richtlijn Marktmisbruik en MiFID). Aandacht wordt ook besteed aan de naar aanleiding van de financiële crisis geïntroduceerde richtlijn voor beleggingsinstellingen, de AIFM-richtlijn.⁷³ Deze richtlijnen zullen hieronder worden toegelicht.

5.3.2 Richtlijn Marktmisbruik

De Richtlijn Marktmisbruik⁷⁴ heeft tot doel het bevorderen van de marktintegriteit.⁷⁵ Marktmisbruik is onder meer handel met voorwetenschap en marktmanipulatie.⁷⁶ Het tegengaan van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie moet de integriteit van de Europese financiële markten bevorderen en dient het vertrouwen van de beleggers in deze markten te vergroten.⁷⁷

Voorwetenschap houdt in dat wordt gehandeld met concrete kennis die niet openbaar is gemaakt en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op één of meer emittenten van financiële instrumenten of op één of meer financiële instrumenten.⁷⁸ De voorwetenschap kan vervolgens worden gebruikt bij de verwerving of vervreemding van financiële instrumenten, terwijl de betrokken partij weet of zou moeten weten dat de informatie waarover men beschikt voorwetenschap is. Marktmanipulatie houdt in het geven van onjuiste of misleidende signalen waardoor het aanbod, de vraag of de koers

72 Zie voor deze regelgeving K.W. Broekhuizen, 'Jaarverslag CESR 2003', *TvE* 2004/4, p. 67-68.

73 Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van Verordening (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2011, *PbEU* L 174.

74 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *PbEG* L 96, gewijzigd bij Richtlijn 2008/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 maart 2008, *PbEG* L 81.

75 Zie overweging 11.

76 Zie overweging 12.

77 Zie overweging 12.

78 Zie overweging 16, zie ook artikel 1 lid 1 Richtlijn.

van financiële instrumenten beïnvloed wordt, handelsorders waardoor de koers beïnvloed worden, handelsorders waarbij gebruik wordt gemaakt van oneigenlijke constructies en het verspreiden van onjuist of misleidende signalen met betrekking tot financiële instrumenten. (artikel 1 lid 2 Richtlijn Marktmisbruik).

Marktmanipulatie en voorwetenschap kunnen voorts de prijsvorming op de financiële markten beïnvloeden.⁷⁹ Efficiënte prijsvorming kan alleen bestaan als beleggers worden voorzien van volledige, correcte en toegankelijke informatie, waarbij gelijkheid van informatieverschaffing van groot belang is.⁸⁰

De bepalingen omtrent marktmisbruik zijn geïmplementeerd in hoofdstuk 5.4 van de Wft.⁸¹

5.3.3 Prospectusrichtlijn en prospectusverordening

Met de Prospectusrichtlijn⁸² wordt beoogd de eisen inzake opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus, dat wordt gepubliceerd wanneer effecten worden aangeboden aan het publiek of toegelaten tot de handel op de markt, te harmoniseren.⁸³ Om dit doel te bereiken, verplicht de Prospectusrichtlijn lidstaten om aanbiedingen van effecten aan het publiek of het toelaten van effecten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of functionerende gereguleerde markt, afhankelijk te stellen van de publicatie van het prospectus dat is goedgekeurd door een bevoegde toezichthouder of toezichthoudende instantie van een andere lidstaat.⁸⁴

⁷⁹ *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 3.

⁸⁰ *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 3.

⁸¹ Per 3 juli 2016 zijn de regels van de Verordening marktmisbruik van toepassing: Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet handhaving consumentenbescherming, de Wet op de economische delicten en het Wetboek van strafvordering in verband met de implementatie van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (*PbEU* 2014, L 173) en Richtlijn nr. 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (*PbEU* 2014, L 173) (Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik). Voor literatuur J.T. de Jong, 'Een verordening marktmisbruik: Wat gaat er straks veranderen?', in: Nederlands Compliance Instituut (red.), *Jaarboek compliance* 2014, Capelle a/d IJssel: Nederlands Compliance Instituut 2014, p. 23-50. En C.J. Langendijk & A.L. Wilmink 'Opgelet: nieuwe, verscherpte regels over marktmisbruik. Vijf belangrijke verplichtingen uit de Verordening marktmisbruik toegelicht', in: Nederlands Compliance Instituut (red.), *Jaarboek Compliance* 2016, Capelle a/d IJssel: Nederlands Compliance Insitutt 2016, p. 187-222.

⁸² Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *PbEG* L 345.

⁸³ Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusrichtlijn), zie art. 1 lid 1.

⁸⁴ *Kamerstukken II* 2011/12, 33023, nr. 3, p. 2.

Het prospectus is een document dat belangrijke financiële en niet-financiële informatie bevat en door uitgevende instellingen aan potentiële beleggers ter beschikking wordt gesteld wanneer effecten worden uitgegeven en aan het publiek worden aangeboden.⁸⁵ De achterliggende gedachte van de prospectusplicht is het beschermen van de beleggers.⁸⁶ Er wordt daarbij rekening gehouden met verschillende typen beleggers. Zo hoeft voor aanbiedingen die uitsluitend voor gekwalificeerde beleggers zijn bedoeld geen informatie te worden verstrekt door middel van de publicatie van het prospectus.⁸⁷ Samen met de gedragsregels zou de verstrekking van passende en volledige informatie over effecten en de uitgevende instellingen de bescherming van de beleggers ten goede moeten komen. Deze informatie draagt zo bij aan de goede werking en de ontwikkeling van de effectenmarkten.⁸⁸

Als het prospectus aan de eisen van de Prospectusrichtlijn voldoet en volgens artikel 13 van de Prospectusrichtlijn wordt goedgekeurd door de bevoegde autoriteit, dan kunnen de effecten op basis van het prospectus in alle lidstaten worden aangeboden. De Prospectusrichtlijn is overigens in 2010 op enkele punten gewijzigd.⁸⁹ Deze wijzigingen zien onder meer op de verhoging van drempelbedragen en de verhoging van de aantallen voor uitzonderingen op de prospectusplicht.⁹⁰

Naast de Prospectusrichtlijn is er eveneens een Prospectusverordening.⁹¹

⁸⁵ *Kamerstukken II* 2004/05, 30013, nr. 3, p. 3.

⁸⁶ Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusrichtlijn), zie overweging 16.

⁸⁷ Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusrichtlijn), zie overweging 16 en art. 3 lid 2.

⁸⁸ Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusrichtlijn), zie overweging 18.

⁸⁹ Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten (de Wijzigingsrichtlijn), *PbEU* L 327. En ook Richtlijn 2010/78/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van de Richtlijnen 98/26/EG, 2002/87/EG, 2003/6/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG en 2009/65/EG wat de bevoegdheden van de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen) en de Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten) betreft, *PbEU* L 331/120.

⁹⁰ Zie voor een korte samenvatting *Kamerstukken II* 2011/12, 33023, nr. 3, p. 2.

⁹¹ Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van advertenties betreft, *PbEG* L 149. Sinds de invoering van de Verordening is deze een aantal keer gewijzigd: Verordening (EG) 211/2007 van de Commissie van 27 februari 2007 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken financiële informatie betreft wanneer de uitgevende instelling een complexe financiële geschiedenis heeft of een aanzienlijke financiële verplichting is aangegaan, *PbEG* L 61/24; Verordening

De Prospectusverordening strekt ter uitvoering van de Prospectusrichtlijn en bepaalt onder meer gedetailleerd hoe de inhoud van het prospectus eruit dient te zien. Aangezien het een verordening betreft, werkt deze rechtstreeks en zijn de regels niet nader omgezet of uitgewerkt in de nationale regelgeving.

De Prospectusrichtlijn is geïmplementeerd in hoofdstuk 3.5 van (het Deel Gedragstoezicht) van de Wft.

5.3.4 MiFID en de MiFID Uitvoeringsverordening

De *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) van 21 april 2004 is op 1 mei 2004 in werking getreden.⁹² De MiFID vervangt de Richtlijn beleggingsdiensten uit 1993.⁹³ Het doel van de MiFID is beleggers een hoog niveau van bescherming te bieden en beleggingsondernemingen in staat te stellen overal in de Europese Gemeenschap diensten te verrichten op basis van toezicht door de lidstaat van herkomst.⁹⁴ Om deze doelstellingen te bereiken dient een allesomvattend regelgevingskader voor de uitvoering van transacties in financiële instrumenten te worden vastgesteld. De uitvoering van transacties van beleggers kan zo aan de hoogste normen beantwoorden en de integriteit en algemene efficiëntie van het financiële bestel kan gehandhaafd blijven.⁹⁵

Via de reeds genoemde Lamfalussy-wetgevingsprocedure dient een aantal belangrijke onderwerpen nader uitgewerkt te worden. De MiFID zelf is een kaderrichtlijn (level 1) en is verder uitgewerkt in een Uitvoeringsrichtlijn MiFID⁹⁶ en een Uitvoeringsverordening MiFID⁹⁷ (level 2).

(EG) nr. 1289/2008 van de Commissie van 12 december 2008 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat met prospectussen en reclame verband houdende elementen betreft, *PbEG* L 340/17; Verordening EU nr. 486/2012 van de Commissie van 30 maart 2012 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 wat de vormgeving en de inhoud van het prospectus, het basisprospectus, de samenvatting en de definitieve voorwaarden betreft en wat de informatievereisten betreft, *PbEU* L 150/1; Verordening (EU) nr. 862/2012 van de Commissie van 4 juni 2012 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 809/2004 wat de informatie over de toestemming tot het gebruik van het prospectus, de informatie over onderliggende indexen en het vereiste van een door onafhankelijke accountants opgesteld verslag betreft, *PbEU* L 256/4.

92 Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PbEG* L 145/1.

93 Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 juni 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *PbEG* L 141.

94 Richtlijn 2004/39/EG, zie overweging 2.

95 Zie overweging 5, Richtlijn 2004/39/EG.

96 Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en

Om een samenhangend en op de risico's afgestemd regelgevingskader te creëren voor de voornaamste soorten systemen die op de Europese financiële markten bestaan, zijn er in de MiFID drie verschillende handelsplatformen gedefinieerd: de gereguleerde markt,⁹⁸ het multilaterale handelsplatform⁹⁹ en de beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling¹⁰⁰ (artikel 2, onder 8, van de Uitvoeringsverordening MiFID). Overigens zal een vierde handelsplatform worden toegevoegd door MiFID II.¹⁰¹ Het gaat om een zogenaamde Organised Trading Facility (OTF).¹⁰²

Handelsplatformen brengen vraag naar en aanbod van financiële instrumenten bij elkaar.

De MiFID stelt aan zowel gereguleerde markten alsook aan Multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) en beleggingsondernemingen met systematische interne behandeling (SI's) bepaalde eisen. De MiFID heeft geleid tot een (uitbreiding van het) aantal vergunningsverplichtingen met betrekking tot beleggingsdiensten en activiteiten.¹⁰³ Voor het beheren van een gereguleerde markt heeft een marktexploitant een vergunning nodig. De exploitatie van een MTF

voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *PbEG* L 241.

97 Verordening 1287/2006 van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsonderneming geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *PbEU* L 241.

98 Gereguleerde markten zijn: 'multilaterale handelssystemen waarin koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten worden samengebracht, zodat overeenkomsten tot stand komen met betrekking tot deze financiële instrumenten, die volgens de regels van de systemen van de markten tot de handel zijn toegelaten', (artikel 1.1 Wft).

99 Multilaterale handelsfaciliteit (MFT) zijn: 'door een beleggingsonderneming geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten, binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels, samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit overeenkomstig de geldende regels inzake vergunningverlening en het doorlopende toezicht', (artikel 1.1 Wft).

100 beleggingsonderneming met systematische interne behandelingen (SI) gedefinieerd en wel als onderneming 'die frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze, voor eigen rekening en buiten een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit om transacties uitvoert door orders van cliënten met betrekking tot aandelen uit te voeren', artikel 1.1 Wft).

101 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *PB* L 173/349 van 12 juni 2014.

102 Een OTF is een handels platform dat geen gereguleerde markt of MFT is maar waar wel koop- en verkooporders worden samengebracht. Exploitanten van een OTF moeten eveneens een vergunning aanvragen, art. 2 lid 1 sub 7 MiFIR.

103 In hoofdstuk I van titel II staan voorwaarden en procedures voor de vergunningsverlening. In hoofdstuk II van titel II staan uitoefeningsvoorwaarden voor beleggingsondernemingen. In afdeling 2 komen bepalingen ter bescherming van de belegger aan de orde.

is een beleggingsactiviteit waarvoor eveneens een vergunning verkregen dient te worden. SI's voeren buiten de gereguleerde markt of MTF voor eigen rekening transacties van cliënten in aandelen uit. Hiervoor geldt dan ook geen vergunningsplicht, maar deze transacties moeten wel worden gemeld aan de toezichthouder.

Een aantal (rechts)personen is uitgezonderd van de reikwijdte van de MiFID. In artikel 1, tweede lid, MiFID is bepaald welke delen van de richtlijn van toepassing zijn op kredietinstellingen. Als een kredietinstelling tevens beleggingsdiensten aanbiedt en/of beleggingsactiviteiten verricht, dan valt zij wel onder de gehele MiFID.¹⁰⁴ In artikel 2 wordt een aantal vrijstellingen gegeven waarop de MiFID niet van toepassing is, zoals verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen.¹⁰⁵

Om de door de nationale wetgevers en toezichthouders opgeworpen barrières bij grensoverschrijdende dienstverlening te slechten en ervoor te zorgen dat beleggingsondernemingen onder dezelfde voorwaarden gelijke toegang hebben tot alle markten in de Gemeenschap, tracht de MiFID de gedragsregels en organisatorische eisen te harmoniseren.¹⁰⁶ Om tot een optimaal beschermingsniveau te komen wordt in de MiFID een drietal typen cliënten onderscheiden: professionele cliënten, niet-professionele cliënten en de in aanmerking komende tegenpartij. Deze classificatie is van belang voor de mate van bescherming van de belegger en voor de vraag welke gedragsregels een beleggingsonderneming in acht moet nemen.¹⁰⁷ De in aanmerking komende tegenpartij ontvangt de minste bescherming en de niet-professionele cliënt de meeste. Op de niet-professionele tegenpartij zijn de gedragsregels van toepassing die gelden voor de betreffende beleggingsdienst of transacties.¹⁰⁸ Cliënten kunnen verzoeken om voor een hoger of lager beschermingsniveau in aanmerking te komen. Deze classificatie heeft dan ook gevolgen voor de zorgplicht van een beleggingsonderneming. De keuze voor een ander beschermingsniveau door een cliënt kan dit wel ingewikkeld maken. Aangezien er ook een privaatrechtelijke zorgplicht bestaat, is de vraag hoe de wisselwerking is tussen de publiekrechtelijke en civielrechtelijke zorgplicht.¹⁰⁹

In het navolgende zullen de belangrijkste gedragsregels worden besproken. Het betreft het ken-uw-cliënt-beginsel, de *best execution*-verplichting, de bewaarplicht en de inducementregel.

104 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 11.

105 In MiFID II worden de uitzonderingen overigens drastisch ingeperkt. Zo zal er geen uitzondering meer zijn op de vergunningsplicht voor de handel voor eigen rekening als zij zijn aangesloten bij een gereguleerde markt of een MTF.

106 Overweging 4, Richtlijn 2006/73/EG.

107 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 23.

108 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 23.

109 T.H. de Villeneuve, 'Cliëntclassificatie onder MiFID', in: F.M.A. 't Hart (red.), *'Vanuit praktijk en theorie bezien'*, Amsterdam: Nibesvv 2007, p. 75.

5.3.4.1 Informatievoorziening en het ken-uw-cliënt-beginsel

De MiFID schrijft voor dat van een beleggingsonderneming ten aanzien van de belangen van haar cliënten, wanneer zij beleggingsdiensten verleent of beleggingsactiviteiten verricht, een loyale, billijke en professionele inzet mag worden verwacht (artikel 19 lid 1 MiFID). Deze zorgplicht houdt onder meer in dat alle informatie verstrekt aan (potentiële) cliënten correct, duidelijk en niet misleidend dient te zijn (artikel 19 lid 2 MiFID). Beleggingsondernemingen dienen de risico's en kenmerken van een aangeboden beleggingsdienst of financieel instrument inzichtelijk te maken zodat cliënten en potentiële cliënten doordachte beslissingen kunnen nemen over het al dan niet aangaan van een overeenkomst.¹¹⁰ Artikel 19 lid 2 MiFID is geïmplementeerd in artikel 4:19 Wft. In tegenstelling tot in artikel 4:19 lid 1 Wft wordt in artikel 19 lid 2 MiFID geen onderscheid gemaakt in de wijze waarop de informatie de cliënt bereikt, bijvoorbeeld vanwege een (actief) verstrekken van informatie door een financiële onderneming of door het (passief) beschikbaar houden van informatie voor cliënten door een financiële onderneming. Artikel 4:19 lid 1 Wft ziet op informatievoorziening in verband met alle vormen van financiële dienstverlening en soorten financiële producten en heeft daarmee een breder bereik dan de norm in de MiFID.

In artikel 19 lid 2 MiFID wordt evenmin onderscheid gemaakt tussen informatie die door en informatie die namens een beleggingsonderneming wordt verstrekt. De kern van de norm ziet op de kwaliteit van de informatie die wordt aangeboden en niet zozeer op de wijze van distributie van die informatie. Deze informatie dient correct, duidelijk en niet misleidend te zijn.

Artikel 19 lid 3 MiFID ziet op informatie over de beleggingsonderneming en haar diensten, financiële instrumenten en voorgestelde beleggingstrategieën, plaatsen van uitvoering en kosten en bijbehorende lasten. Artikel 19 lid 3 MiFID is geïmplementeerd in artikel 4:20 Wft. De informatie die aan de (potentiële) cliënt wordt verstrekt dient deze redelijkerwijs in staat te stellen om de aard en de risico's van de aangeboden beleggingsdienst en van de specifiek aangeboden categorie van financieel instrument te begrijpen en derhalve met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.

Als een beleggingsonderneming een beleggingsadvies uitbrengt of het individuele vermogen beheert, dient de beleggingsonderneming informatie in te winnen over de ervaring en kennis van de cliënt, zijn beleggingsdoelstellingen en zijn financiële situatie (artikel 19 lid 4 MiFID). Als een beleggingsonderneming oordeelt dat de voorgenomen dienst of een financieel instrument niet geschikt is voor een cliënt, dan zal dit leiden tot een negatief advies of het niet verrichten van de voorgenomen transactie. Dit wordt ook wel het 'ken-uw-cliënt-beginsel' genoemd; het is geïmplementeerd in artikel 4:23 Wft.

¹¹⁰ Zie derde lid.

Mag een financiële instelling bij de informatieverstrekking op grond van artikel 19 lid 2 en 3 MiFID uitgaan van de gemiddelde consument of cliënt, in geval van het vierde lid gaat het om een afgestemd advies, waarbij de financiële onderneming haar informatieverstrekking dient af te stemmen op de individuele kenmerken en behoeften van de cliënt.¹¹¹

Bij het verlenen van andere beleggingsdiensten dient de beleggingsinstelling informatie over kennis en ervaring van een cliënt op beleggingsgebied met betrekking tot het speciale product in te winnen (artikel 19 lid 5 MiFID). Ingeval de beleggingsonderneming tot de conclusie komt dat een financieel instrument of een beleggingsdienst niet passend is voor een cliënt, omdat de benodigde kennis en ervaring ontbreken, dient de cliënt te worden gewaarschuwd. Deze waarschuwingsplicht geldt ook wanneer de beleggingsonderneming te weinig informatie heeft ontvangen om de geschiktheid te beoordelen.

In artikel 19 lid 6 MiFID is een aantal uitzonderingen op het zogenaamde 'ken-uw-client-beginsel' neergelegd. Zo is hier bijvoorbeeld bepaald dat, onder voorwaarden, beleggingsondernemingen deze verplichting niet hebben wanneer de beleggingsdiensten slechts bestaan in het uitvoeren van orders van cliënten en/of het ontvangen en doorgeven van deze orders (*execution only*-diensten). Artikel 19 lid 5 en 6 MiFID zijn geïmplementeerd in artikel 4:24 Wft.

Overigens wordt in MiFID II het 'ken-uw-client-beginsel' aangescherpt. Zo voorziet de richtlijn in aanscherping van de criteria voor zogenaamde niet-complexe producten.¹¹² Ook dient een beleggingsonderneming bij het verlenen van *execution only* diensten een passendheidstoets te verrichten als deze diensten worden verleend in combinatie met het verstrekken van krediet voor de aanschaf van financiële instrumenten.¹¹³

5.3.4.2 Best execution-verplichting

De algemene zorgplicht die beleggingsondernemingen hebben is in artikel 21 MiFID verder uitgewerkt in de zogenaamde *best execution*-verplichting. Deze verplichting houdt in dat een beleggingsonderneming maatregelen dient te treffen om bij de uitvoering van orders van cliënten het best mogelijke resultaat te behalen. Een aantal factoren is bepalend bij de vraag of een beleggingsonderneming getracht heeft het beste resultaat te behalen voor de cliënt. Relevante

111 R.A. Stegeman (red.), *Wet op het financieel toezicht; tekst en toelichting*, Deventer: Kluwer 2014, p. 751.

112 Richtlijn 2014/65/EU van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (MiFID II), *PbEG* 173/349, artikel 25.

113 Richtlijn 2014/65/EU van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (MiFID II), *PbEG* 173/349, zie overweging 53. Zie voor bespreking van MiFID II onder meer L.J. Silverentand en J.M. Sprecher, 'MiFID II: Een overzicht', *TFR* 2012/5 en D. Busch, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten* (preadvies), Deventer: Kluwer 2015.

factoren zijn de prijs van het financiële instrument en de uitvoeringskosten. Snelheid, waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, omvang, aard van de order, markteffect en eventuele andere impliciete transactiekosten mogen alleen voorrang krijgen boven de directe prijs- en kostenoverwegingen voor zover deze aspecten ertoe bijdragen dat voor de niet-professionele cliënt het best mogelijke resultaat wordt behaald gelet op de totale tegenprestatie.¹¹⁴ Die tegenprestatie bestaat uit de prijs voor het financiële instrument en de uitvoeringskosten. De reden waarom de MiFID regels stelt omtrent het behalen van het beste resultaat voor cliënten is om de concurrentie tussen handelsplatformen te bevorderen.¹¹⁵ Vanwege de concurrentie zou de kwaliteit van de dienstverlening verbeteren en een scherpere prijs voor het uitvoeren van orders gerealiseerd moeten worden.¹¹⁶

5.3.4.3 Bewaarplicht

Om de markttransparantie te vergroten zijn in de MiFID verschillende bepalingen opgenomen die beogen dit doel te verwezenlijken.¹¹⁷ Beleggingsondernemingen worden verplicht om relevante gegevens over de verrichte transacties te bewaren en om transacties in tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten financiële instrumenten te melden aan de bevoegde autoriteiten. De bevoegde autoriteit kan dan nagaan of op een loyale, billijke en professionele wijze en op een manier die bevorderlijk is voor de integriteit van de markt is gehandeld door deze beleggingsondernemingen.

Ook dient aan beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling van aandelen, beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren of beheeren en aan marktexploitanten de verplichting opgelegd te worden om prijzen voor en na de handel te publiceren, zodat marktdeelnemers en belegger deze prijzen kunnen vergelijken.¹¹⁸

5.3.4.4 Inducementregel

In de Uitvoeringsrichtlijn MiFID zijn bepalingen omtrent *inducements* opgenomen.¹¹⁹ Het betreft een uitwerking van artikel 19 lid 1 MiFID waar is bepaald dat beleggingsondernemingen zich op loyale, billijke en professionele wijze inzetten voor de belangen van cliënten bij het verlenen van beleggingsdiensten. De *inducement*regelgeving houdt in dat beleggingsondernemingen geen vergoeding of provisies van een cliënt ontvangen en geen geldelijk voordeel aan-

114 Richtlijn 2006/73/EG, zie overweging 67.

115 Kamerstukken II 2006/07, 31086, nr. 3, p. 22.

116 Kamerstukken II 2006/07, 31086, nr. 3, p. 22.

117 Richtlijn 2004/39/EG, art. 25-30.

118 Kamerstukken II 2006/07, 31086, nr. 3, p. 25.

119 Artikel 26 Richtlijn 2006/73/EG.

nemen, tenzij de cliënt vooraf uitdrukkelijk heeft ingestemd met het gebruik van de instrumenten onder gespecificeerde voorwaarden en de financiële instrumenten van deze cliënt uitsluitend worden gebruikt onder de gespecificeerde voorwaarden waarmee door de cliënt is ingestemd.¹²⁰

In MiFID II is neergelegd dat een beleggingsonderneming die een cliënt meedeelt dat beleggingsadvies op onafhankelijke basis wordt verstrekt of die vermogensbeheerdiensten verleent, geen provisies, commissies of enige geldelijke tegemoetkomingen mag ontvangen die worden/wordt betaald of verstrekt door een derde partij of persoon die voor rekening van een derde partij handelt.¹²¹

Door het provisieverbod ontvangen beleggingsondernemingen dan ook alleen rechtstreeks een vergoeding van cliënten. De financiële band tussen verzekeraars en banken enerzijds en bemiddelaars en adviseurs anderzijds wordt doorgesneden.

5.3.4.5 Afronding

De MiFID streeft beleggersbescherming na door middel van gedragsregels. Deze gedragsregels kunnen ook privaatrechtelijke consequenties hebben, al ontbreken klassieke privaatrechtelijke bepalingen in de MiFID. Het ontbreken van privaatrechtelijke bepalingen, in de zin dat de toezichtbepalingen louter als toezichtregels gezien dienen te worden, waaraan geen enkele derdenwerking toekomt en die geen uitsluitel geven over doorwerking in privaatrechtelijke verhoudingen, wordt gezien als een Europees fenomeen.¹²² Toch is er wel consensus over het principe dat de gedragsregels in de MiFID gevolgen hebben voor het privaatrecht.¹²³ Er is echter onduidelijkheid over de verhouding tot de algemene regeling van het verbintenissenrecht en de precontractuele aansprakelijkheid. In de casestudy zal hier nader onderzoek naar worden gedaan.

120 Richtlijn 2006/73/EG, zie art. 19 lid 1.

121 Richtlijn 2014/65/EU van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (MiFID II), *PbEG* L 173/349, zie art. 24, vijfde en zesde lid.

122 M. Tison, 'De civielrechtelijke dimensie van MiFID in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2010/61, p. 303-304.

123 Tison 2010, p. 312.

5.3.5 AIFM-Richtlijn

De zogeheten AIFM-Richtlijn¹²⁴ geeft een Europees kader voor beleggingsinstellingen en is op 8 juni 2011 aangenomen. De richtlijn beoogt het tot stand brengen van een interne markt voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) en het bewerkstelligen van een geharmoniseerd regelgevings- en toezichtskader.¹²⁵ Door meer transparantie naar beleggers en toezichthouders toe zou er een verhoogde beleggersbescherming moeten worden gecreëerd. Een abi is een instelling voor collectieve belegging, met inbegrip van beleggingscompartimenten daarvan die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen en die niet vergunningsplichtig is uit hoofde van artikel 5 van Richtlijn 2009/65/EG.¹²⁶

Zogenaamde 'instellingen voor collectieve beleggingen in effecten' (icbe's) vallen derhalve niet onder de richtlijn omdat deze al onder Richtlijn 2009/65/EG vallen.¹²⁷ Veel voorkomende abi's zijn aandelenfondsen, hedgefondsen en obligatiefondsen. In overweging 1 van de AIFM-Richtlijn wordt opgemerkt dat beheerders van beleggingsinstellingen grote invloed kunnen uitoefenen op de markten waarop zij beleggen, maar ook op de ondernemingen waarin zij beleggen. Beleggingsinstellingen bieden via een collectief beleggers de mogelijkheid om gespreid te beleggen. Beleggers die niet doorlopend beleggingsbeslissingen willen nemen, kunnen dat dan overlaten aan een vermogensbeheerder. Grofweg is de keuze dan tussen een individuele vermogensbeheerder en een collectieve vermogensbeheerder. Beheerders van beleggingsinstellingen hebben doorgaans een positief effect op de markten waarop zij opereren en op de economie als geheel.¹²⁸ Neveneffecten kunnen echter zijn dat via beheerders van beleggingsinstellingen bepaalde risico's worden verspreid door het financiële stelsel waardoor deze risico's kunnen worden versterkt. Systeemrisico's moeten door de regelgeving beter worden beheerst.

Naast regels rondom vergunningen, risicobeheer, transparantie en liquiditeit, geeft de AIFM-Richtlijn regels over (pre-)contractuele informatieplichten. Artikel 23 geeft een reeks aan informatieplichten, zoals een beschrijving van de beleggingsstrategie en –doelstellingen van de abi (sub a), identiteit (sub d) en een beschrijving van het beheer van het liquiditeitsrisico van de abi (sub h).

124 Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordening (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2011 PbEU L 174.

125 Richtlijn 2011/61/EU, zie overweging 4.

126 Richtlijn 2011/61/EU, zie art. 4 lid 1.

127 Een icbe heeft tot doel de collectieve belegging in effecten van uit het publiek aangetrokken kapitaal; waar bij risicospreiding wordt toegepast en een icbe is open-ended en koopt op verzoek van een deelnemer diens deelnemingsrechten in ten laste van haar activa.

128 *Kamerstukken II* 2011/12, 33235, nr. 3, p. 4.

Deze precontractuele informatieplichten strekken ertoe de beheerder van een beleggingsinstelling informatie te laten verstrekken aan een belegger voordat deze rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aanschafft.¹²⁹ Zo kan door de belegger vooraf een verantwoord oordeel worden gevormd.

De beheerder van een beleggingsdienst dient ook bepaalde informatie te verstrekken aan de deelnemers die al deelnemen in een beleggingsinstelling. Het gaat hier derhalve om verplichtingen tijdens de duur van het contract. Zo dient de beheerder op grond van artikel 23 lid 4 en 5 van de Richtlijn periodiek een risicoprofiel van de beleggingsinstelling te verschaffen en daarnaast het totale bedrag van de door de beleggingsinstelling gebruikte hefboomfinanciering te verstrekken.¹³⁰

Op 22 juli 2013 is de richtlijn in Nederland geïmplementeerd in de Wft.

5.4 RELEVANTE NEDERLANDSE WETGEVING; WET OP HET FINANCIËEL TOEZICHT

5.4.1 Inleiding

In deze paragraaf zal de relevante Nederlandse wetgeving worden besproken.

5.4.2 Wet op het financieel toezicht

De Wft is op 1 januari 2007 in werking getreden en is als kaderwet het eerste niveau van regelgeving voor de financiële markten.¹³¹ Aan de totstandkoming van de Wft is, zoals hiervoor reeds beschreven, een lang proces voorafgegaan.¹³² In de Wft is een aantal verschillende wetten opgenomen met als doel meer inzicht en eenheid te creëren binnen de tot de inwerkingtreding van de Wft bestaande sectorale inrichting.¹³³ Een tweede hoofddoelstelling is dat het toezicht functioneel dient te zijn. Zo kan bijvoorbeeld specifiek rekening worden gehouden met gedragselementen, zoals consumentenbescherming.¹³⁴ Het derde doel van de Wft betreft de marktgerichtheid. Hiermee wordt bedoeld het bevorderen van de concurrentie door het creëren van een *level playing field*, waarbij nationale, internationale en cross-sectorale gelijke

129 *Kamerstukken II* 2011/12, 33235, nr. 3, p. 19.

130 Hefboomfinanciering houdt op grond van artikel 4 lid 1 sub v, Richtlijn 2011/61/EU het volgende in: 'een methode waarmee de abi-beheerder de positie van een door hem beheerde abi met geleend contant geld of geleende effecten, met een hefboom in de vorm van derivaten posities of anderszins vergroot.'

131 R.J. Schotsman (red.), *Praktijkgids Wft. Financiële markten en ondernemingen onder toezicht*, Amsterdam: NIBESVV 2013, p. 92.

132 Zie par. 5.2.3.

133 Zie onder meer *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 3-4.

134 *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 4.

gevallen gelijk worden behandeld.¹³⁵ De Wft dient ook de rechtszekerheid ten goede te komen. Het moet voor financiële ondernemingen op elk moment duidelijk zijn wat er op grond van de wetgeving van hen wordt verwacht.¹³⁶

Er zijn zes verschillende vormen van regulering van de financiële markten te vinden in de Wft waarmee bovengenoemde doelstellingen bereikt dienen te worden. Het betreft verboden, regulering van de markttoegang, voorschriften van doorlopende aard voor onder toezicht staande instellingen, meldingsplichten en andere geboden, regulering van de financiële infrastructuur en de zogenoemde 'bankierseed'.¹³⁷

Het toezicht in Nederland komt tot uiting in het zogenaamde *twin peaks model* of met andere woorden het functionele model. Dit houdt in dat het toezicht is verdeeld in prudentieel toezicht en gedragstoezicht die elk hun eigen toezichthouder kennen. Dit model komt tot uitdrukking in de indeling van de Wft en daarmee het toezicht op de financiële markten. De Wft is opgedeeld in vijf delen: een deel Algemeen, een deel Markttoegang, een deel Prudentieel toezicht financiële ondernemingen, een deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen en een deel Gedragstoezicht financiële markten.

In het deel Algemeen staan onderwerpen die zowel voor het prudentieel als het gedragstoezicht van belang zijn. Het betreft met name definitiebepalingen, de inrichting en bevoegdheden van DNB en de AFM, een geheimhoudingsregime en samenwerking tussen nationale en internationale toezichthouders. Zo wordt in het deel Algemeen bepaald dat de Wft ziet op financiële producten en diensten (artikel 1:1 Wft). Financiële producten zijn onder meer een beleggingsproduct (sub a), een krediet (sub e) en een spaarverzekering met inbegrip van de daaraan verbonden spaarfaciliteiten (sub f). Financiële diensten zijn onder meer het aanbieden (sub a), het adviseren over andere financiële producten dan financiële instrumenten (sub b) en het verlenen van een beleggingsdienst (sub h).

Het deel Markttoegang betreft de eisen die gesteld worden aan financiële ondernemingen om toegang te krijgen tot de Nederlandse en buitenlandse markt. De toegang tot de Nederlandse markt staat open voor financiële ondernemingen met een zetel in Nederland indien zij een vergunning hebben.¹³⁸ Ook financiële ondernemingen met een zetel in het buitenland die een bijkantoor in Nederland willen openen of die hun diensten in Nederland willen aanbieden, kunnen toegelaten worden als aan de gestelde eisen is voldaan.

Het deel Prudentieel toezicht heeft met name betrekking op kredietinstellingen, verzekeraars, clearinginstellingen en op regelingen die prudentieel van aard zijn. Prudentieel toezicht is specifiek gericht op de soliditeit van de financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële

¹³⁵ Kamerstukken II 2003/04, 29708, nr. 3, p. 4.

¹³⁶ Kamerstukken II 2003/04, 29708, nr. 3, p. 4.

¹³⁷ Van Eersel 2013, p. 15-16.

¹³⁸ Zie hoofdstuk 2.2 Wft.

sector.¹³⁹ Het accent ligt bij het prudentiële toezicht met name op de bedrijfsvoering van de financiële onderneming.¹⁴⁰ Het prudentieel toezicht is opgedragen aan DNB.

Het deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen betreft adviseurs, bemiddelaars, beleggingsondernemingen en aanbieders van financiële producten.

Het deel Gedragstoezicht financiële markten heeft betrekking op aanbieders van effecten, transparantieverplichtingen voor uitgevende instellingen, markt-exploitanten, voorkoming van machtsmisbruik, en houders van zeggenschap in uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt en het openbaar bod.

Gedragstoezicht op de financiële sector is gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten.¹⁴¹ De transactie staat bij gedragstoezicht meer centraal dan bij prudentieel toezicht. Het gedragstoezicht is opgedragen aan de AFM. Omdat de AFM in dit hoofdstuk centraal staat zal nader worden stilgestaan bij gedragstoezicht.

5.4.2.1 Gedragstoezicht

Gedragstoezicht ziet op het goed functioneren van de financiële markten. Het gedragstoezicht is noodzakelijk om een efficiënte financiële marktinfrastructuur te onderhouden. Deze marktinfrastructuur brengt vraag en aanbod van anonieme deelnemers op de financiële markten bij elkaar. Als de markt imperfecties vertoont dan kan dit grote gevolgen hebben voor deelnemers op de financiële markten en op de gehele economie.¹⁴² Om imperfecties te voorkomen is het gedragstoezicht in drie soorten toezicht opgedeeld, namelijk: toezicht op adequate informatieverstrekking, instellingstoezicht en toezicht op overige regels gericht op de integriteit van de financiële onderneming.¹⁴³

Het gedragstoezicht kent vier categorieën normadressaten: financiële ondernemingen, uitgevende instellingen, houders van markten in financiële instrumenten en een ieder die zich op de financiële markten begeeft.

Het gedragstoezicht is gesplitst over twee delen omdat het deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen samenhangt met de Delen Markttoegang financiële ondernemingen en Prudentieel toezicht financiële ondernemingen. De overige drie normadressaten in het gedragstoezicht hebben gemeen dat zij geen toegang tot de markt verkrijgen door middel van een vergunning of

139 *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 29, zie ook art. 1:24 Wft.

140 *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 29.

141 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 312, zie ook art. 1:24 Wft.

142 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 313.

143 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 314.

notificatie en derhalve niet onder het Deel Prudentieel toezicht vallen. Daarom is gekozen voor een apart deel Gedragstoezicht financiële markten.¹⁴⁴

Voor efficiënte financiële markten is het van belang dat iedere deelnemer toegang heeft tot de relevante informatie om beslissingen te nemen en dat er regels zijn op basis waarvan deelnemers transacties met elkaar kunnen aangaan die bijdragen aan het bereiken van marktevenwicht.¹⁴⁵

De zorgvuldige omgang met cliënten of consumenten dient gedeeltelijk de doelstelling om een efficiënte financiële marktinfrastructuur te onderhouden. Deze zorgvuldige omgang met cliënten rechtvaardigt overheidsingrijpen aangezien financiële producten als risicovol worden beschouwd. Consumenten kunnen de risico's moeilijker beoordelen dan financiële ondernemingen. De financiële onderneming heeft meer kennis omdat financiële producten vaak gecompliceerd, heterogeen en ervaringsproducten zijn.¹⁴⁶

In afdeling 4.2.3 van de Wft zijn verplichtingen opgelegd aan financiële ondernemingen die zien op zorgvuldige dienstverlening. Het betreft hier met name geïmplementeerde verplichtingen vanuit de MiFID. Zo is in de artikelen 4:23 en 4:24 Wft het 'ken-uw-cliënt-beginsel' terug te vinden. In artikel 4:24a Wft is de algemene zorgplicht opgenomen. Het betreft hier echter wel een zorgplicht van nationale herkomst, dus niet een implementatie van een bepaling uit de MiFID.¹⁴⁷ De artikelen 4:19 tot en met 4:22 Wft betreffen informatieverstrekking door en reclame-uitingen van financiële ondernemingen gericht op de consument. Een algemene zorgplicht in het kader van beleggingsondernemingen is te vinden in artikel 4:90 BW.

De informatieplichten die op financiële ondernemingen rusten dienen echter niet alleen ter bescherming van de cliënten en consumenten. De informatieplichten bevorderen ook een grotere markttransparantie waardoor producten beter met elkaar vergeleken kunnen worden en de concurrentie en marktwerking vergroot worden.¹⁴⁸ Informatievoorziening is echter niet altijd voldoende. In sommige gevallen dienen consumenten in het geheel niet blootgesteld te worden aan bepaalde risico's. Een financiële onderneming heeft daarom de plicht om na te gaan of consumenten deze risico's kunnen dragen. Ook kunnen cliënten of consumenten niet altijd nagaan hoe de interne situatie bij de financiële onderneming is. Daarom dient een toezichthouder erop toe te zien dat de financiële onderneming voldoende waarborgen biedt voor een verantwoorde dienstverlening.¹⁴⁹

144 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 317.

145 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 313.

146 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 313.

147 O.O. Cherednychenko, 'Een nieuwe generieke zorgplicht in het financiële toezichtprivaatrecht: op naar meer toenadering tussen het bestuursrecht en het contractenrecht?', *WPNR* 2013/6998, p. 1122-1128. Zie ook *Kamerstukken II* 2012/13, 33632, nr. 3.

148 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 313.

149 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 313.

De bescherming van de individuele cliënt, consument of belegger dient ook te voorkomen dat deze kwetsbare groep hard wordt getroffen bij onregelmatigheden op de financiële markten waardoor deze groep zich zal terugtrekken van de financiële markten. Door terugtrekkende partijen zal de markt kleiner worden en een kleinere markt leidt tot een kleiner aanbod van risicodragend kapitaal. Dit is slecht voor een goed functionerende nationale economie.¹⁵⁰

5.4.2.2 *Verhouding tot het civiele recht*

De regels van de Wft zijn toezichtregels en publiekrechtelijk van aard. Toch kunnen deze regels ook gevolgen hebben voor de contractuele verhouding van partijen onderling op de markt. In de Memorie van Toelichting wordt opgemerkt dat het feit dat een bepaalde gedraging ook reeds op grond van het civiele recht van een financiële onderneming wordt verlangd, een reden kan zijn om het stellen van publiekrechtelijke regels achterwege te laten. Of dit wenselijk is hangt echter af van de vraag of het civiele recht het gedrag van financiële ondernemingen voldoende (duidelijk) normeert en of de effectiviteit daarvan publiek toezicht overbodig maakt. Het (publiekrechtelijk) regelen van aspecten van de relatie tussen cliënt en financiële onderneming biedt immers vergaande mogelijkheden om de naleving van regels af te dwingen. Bovendien biedt het publieke toezicht de mogelijkheid om financiële ondernemingen die bijvoorbeeld de informatie- en adviesverplichtingen ernstig overtreden, te beboeten of zelfs de toegang tot de markt te ontfemen. Financiële ondernemingen zullen dit, aldus nog steeds de Memorie van Toelichting, waarschijnlijk ervaren als een sterke prikkel tot naleving van de wettelijke verplichtingen.¹⁵¹ De uit het privaatrecht afgeleide regels worden in het bestuursrecht verder uitgewerkt tot gedetailleerde gedragsregels die meer houvast beogen te bieden in de praktijk dan het privaatrecht.¹⁵² Dit is de reden waarom de nationale wetgever de gedragsregels uit MiFID bestuursrechtelijk heeft geïmplementeerd.

De financiële toezichtwetgeving, enkele uitzonderingen daargelaten, regelt – aldus de Memorie van Toelichting – echter niet de civielrechtelijke gevolgen van het niet-naleven van de wetgeving.¹⁵³ Zo dient de vraag of het niet-naleven van de Wft-reclameregels ook betekent dat er sprake is van civielrechtelijke misleiding beoordeeld te worden aan de hand van het BW en de daarop gebaseerde jurisprudentie.¹⁵⁴

150 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 314.

151 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 317.

152 Cherednychenko 2012b, p. 225.

153 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 304.

154 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 304.

Met betrekking tot artikel 3:40 lid 2 BW is er door de wetgever in artikel 1:23 Wft wel een uitzondering gemaakt. In artikel 1:23 Wft is neergelegd dat de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling, verricht in strijd met de bij of krachtens de Wft gestelde regels, niet op grond daarvan aantastbaar is. Op grond van artikel 3:40 lid 2 BW zijn rechtshandelingen in strijd met dwingendrechtelijke wetsbepalingen nietig of vernietigbaar. De keuze om tot uitgangspunt te nemen dat schending van publiekrechtelijke normen in het financiële recht geen nietigheid tot gevolg heeft, is gebaseerd op de rechtsgevolgen die nietigheid met zich meebrengt. Nietigheid heeft immers tot gevolg dat er ongedaanmakingsverplichtingen ontstaan (bijv. op grond van onverschuldigde betaling ex artikel 6:203 BW), hetgeen leidt tot rechtsonzekerheid.¹⁵⁵ Voorts zouden beleggers voldoende civielrechtelijke mogelijkheden hebben om zich te verweren.¹⁵⁶ Hierbij kan gedacht worden aan acties op grond van dwaling, wanprestatie, misleiding of onrechtmatige daad. Dwaling is een belangrijke grond voor vernietiging (artikel 6:228 BW), waarbij aan alle verrichte of nog te verrichten prestaties de grondslag komt te ontvallen (artikel 3:53 BW). Ontbinding heeft geen terugwerkende kracht, toekomstige prestaties hoeven echter niet meer te worden verricht; wel ontstaan op grond van de artikelen 6:271 tot en met 6:279 BW ongedaanmakingsverplichtingen.

In geval van schade zal, aldus de parlementaire geschiedenis, een actie op grond van onrechtmatige daad het meest voor de hand liggen.¹⁵⁷

Het gedrag van financiële ondernemingen kan bovendien getoetst worden aan de zorgplicht uit het civiele recht. De civielrechtelijke zorgplicht bij de overeenkomst van opdracht is te vinden in artikel 7:400 BW ev. Artikel 7:401 BW bepaalt dat de opdrachtnemer bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht moet nemen. Ook in de Algemene Bankvoorwaarden is de zorgplicht voor banken neergelegd.¹⁵⁸

Ook in hoofdstuk 4.2.3 van de Wft, waarin de MiFID is geïmplementeerd, zijn publiekrechtelijke vormen van privaatrechtelijke gedragsregels voor financiële ondernemingen bij het verlenen van beleggingsdiensten te vinden.¹⁵⁹

5.4.3 Conclusie

Veel nationale regelgeving in de financiële sector is gebaseerd op Europese verordeningen en richtlijnen. De Europese discussie over toezicht ziet op de

¹⁵⁵ Zie ook Scheltema & Scheltema 2009, p. 74-75.

¹⁵⁶ *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 393.

¹⁵⁷ Dit kan bij financiële producten als verzekeringsovereenkomsten en beleggingsproducten tot ingewikkelde berekeningen leiden. *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 393.

¹⁵⁸ Zie art. 2 Algemene Bankvoorwaarden, www.nvb.nl -> publicaties.

¹⁵⁹ Cherednychenko 2012b, p. 224.

gevolgen van de integratie van de verschillende financiële markten. Door de toegenomen complexiteit van financiële producten en de internationalisering van de markten bleek het oude sectorale toezicht niet langer toereikend.¹⁶⁰ De verschillende Europese richtlijnen en verordeningen betreffen dan ook onderwerpen als harmonisatie van regelgeving en vergroting van de samenwerking in de uitvoering van het toezicht. In het kader van de harmonisatie van de regels staat de cross-sectorale dimensie steeds meer centraal.¹⁶¹

In Nederland zijn de Europese richtlijnen over het algemeen geïmplementeerd in de Wft. Het zogenaamde *twin peaks model* komt hier duidelijk in naar voren. Het toezicht is verdeeld in prudentieel en gedragstoezicht. Het gedragstoezicht ziet onder meer op de verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten. Onder het gedragstoezicht vallen de zorgplicht, het ken-uw-cliënt-beginsel, het provisieverbod (artikel 4:24a Wft jo artikel 86c BGfo) en de *best execution*-verplichting (4:90a Wft). De gevolgen van deze bepalingen voor de civiele verhouding tussen partijen wordt, aldus de Memorie van Toelichting op de Wft, volledig beheerst door het civiele recht, met uitzondering van artikel 3:40 BW.

De verhouding tussen de privaatrechtelijke regels en de bestuursrechtelijke regels is van belang voor de vraag of er nog sprake is van een Europees *level playing field*. Als de bescherming van de nationale private regels verder zou strekken dan de publieke bestaat er alsnog geen Europees *level playing field*.¹⁶² In de casestudy zal hier nader aandacht aan worden besteed.

5.5 FUNCTIE AFM OP FINANCIËLE MARKTEN

5.5.1 Inleiding

Zoals reeds in de vorige paragraaf opgemerkt is het Nederlandse toezicht gebaseerd op het *twin peaks model*. Dit heeft ook gevolgen voor de toezichthouders. Het toezicht op de Nederlandse financiële markten is toebedeeld aan De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Op grond van artikel 1:24 Wft is het prudentieel toezicht toebedeeld aan DNB en op grond van artikel 1:25 Wft het gedragstoezicht aan de AFM. Aangezien het onderzoek zich concentreert op handhaving door de AFM zal in deze paragraaf aandacht worden besteed aan de functie van de AFM en de handhavingsbevoegdheden van de AFM. In paragraaf 5.5.2 zal het financieel toezicht door de AFM worden besproken en in 5.5.3 de handhavingsmiddelen die de AFM ter beschikking staan.

¹⁶⁰ Kamerstukken II 2003/04, 29708, nr. 3, p. 8.

¹⁶¹ Kamerstukken II 2003/04, 29708, nr. 3, p. 8.

¹⁶² Cherednychenko 2012b, p. 232.

5.5.2 Financieel toezicht door AFM

De doelstelling van het financieel toezicht is volgens de wetgever tweeledig. Ten eerste gaat het om het beschermen van de ‘afnemers’ van de diensten die door ondernemingen worden aangeboden of verricht. Ten tweede gaat het om het bevorderen van de goede werking van de financiële markten en het handhaven van het vertrouwen in de financiële sector.¹⁶³

Deze doelstelling komt tot uitdrukking in de twee soorten toezicht die terug te vinden zijn in de Wft. Regelgeving met betrekking tot toezicht op de Nederlandse financiële markten is voornamelijk te vinden in de Wft.¹⁶⁴ Bij de Wft behoort een groot aantal besluiten, regelingen en beleidsregels. De artikelen 1:24 en 1:25 Wft geven de taken voor de toezichthouders weer. Zo dient prudentieel toezicht te worden onderscheiden van gedragstoezicht. Prudentieel toezicht houdt, ex artikel 1:24 lid 1 Wft, het toezicht in op de soliditeit van financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. Gedragstoezicht is volgens artikel 1:25 lid 1 Wft gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten.

Naast de vraag welke toezichthouder bevoegd is, bepaalt de tweedeling in prudentieel en gedragstoezicht de houding van de toezichthouder evenals de eventuele handhaving.¹⁶⁵ Zo blijkt uit een evaluatie van de doelmatigheid van het financiële toezicht dat DNB problemen oplost achter de schermen terwijl de AFM meer de openbaarheid opzoekt.¹⁶⁶

Naast het gedragstoezicht uit de Wft is de AFM ook bevoegd om in een aantal gevallen handhavend op te treden op grond van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) en de Wet Oneerlijke Handelspraktijken. Deze handhavende bevoegdheid zal met name spelen ten aanzien van partijen die effecten aanbieden op grond van een vrijstelling of zijn uitgezonderd van de regels die zijn neergelegd in de Wft.

Tegen besluiten van de AFM kan men in bezwaar gaan. Daarna staat beroep bij de rechtbank Rotterdam open (artikel 8:6 juncto bijlage 2 artikel 7 Awb). Tegen de uitspraak van de rechtbank Rotterdam kan hoger beroep worden ingesteld bij het CBb (artikel 8:105 jo bijlage 2 artikel 11 Awb). De besluiten worden in de verschillende instanties vol getoetst.¹⁶⁷

¹⁶³ *Kamerstukken II* 1995/96, 24843, nr. 1, p. 3

¹⁶⁴ Naast de Wft zijn er nog andere financiële toezichtwetten zoals de Pensioenwet, Wet toezicht accountantsorganisaties, Wet toezicht financiële verslaggeving, Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme, Wet financiële betrekkingen buitenland 1994

¹⁶⁵ Van der Eerden & Silverentand 2015, p. 7.

¹⁶⁶ *Kamerstukken II* 2009/10, 32466, nr. 1. Zie ook Van der Eerden & Silverentand 2015, p. 7.

¹⁶⁷ *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 18.

5.5.3 Handhavingsbevoegdheden AFM

De AFM kan, als er sprake is van een overtreding, overgaan tot handhavend optreden. Hierbij is keuze uit diverse sancties met een reparatoir en/of een punitief karakter. Deze sancties zijn neergelegd in hoofdstuk 1.4 van de Wft. Het onderscheid tussen reparatoire en punitieve sancties is met name relevant vanwege de toepasselijkheid van de rechtswaarborgen waarmee de overtreder wordt geconfronteerd. Deze waarborgen gelden alleen bij punitieve sancties en niet bij reparatoire sancties. Zo kan een boete slechts eenmaal voor hetzelfde feit worden opgelegd (*ne bis in idem*-beginsel).¹⁶⁸ Herstelsancties kunnen meerdere malen worden opgelegd. Reparatoire en punitieve sancties kunnen ook tegelijkertijd worden opgelegd.

Naast deze sancties hanteert de AFM ook feitelijke mogelijkheden tot handhaving, waarbij gedacht kan worden aan gesprekken, waarschuwingen (1:94 Wft) of uitoefenen van druk (aangifte).

5.5.3.1 Reparatoire sancties

Algemene en bijzondere aanwijzingsbevoegdheden

De AFM kan op grond van artikel 1:75 Wft aanwijzingen geven. Deze aanwijzingen mogen niet strekken tot aantasting van overeenkomsten tussen de partij waaraan de aanwijzing wordt gegeven en derden zoals bijvoorbeeld de kopers van effecten die zijn aangeboden in strijd met de prospectusplicht (lid 3).¹⁶⁹ Een aanwijzing heeft een reparatoir karakter en is gericht op de beëindiging of ongedaanmaking van een overtreding dan wel ter voorkoming van herhaling daarvan. De aanwijzing kan derhalve geen gebod bevatten om overeenkomsten met individuele cliënten te wijzigen (zie lid 3). Dit sluit aan bij het uitgangspunt dat de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling die is verricht in strijd met de Wft niet om die reden aantastbaar is, tenzij de Wft anders bepaalt (1:23 Wft).¹⁷⁰ Wel zou een individuele cliënt via het civiele recht zijn rechten kunnen uitoefenen, uiteraard met de beperkingen van artikel 1:23 Wft in gedachten.¹⁷¹ De civielrechtelijke gevolgen voor de overeenkomsten na een aanwijzing komen nader aan bod in de casestudy.¹⁷²

Op grond van artikel 1:77 Wft kan de toezichthouder ook besluiten om een financiële onderneming, die toestemming heeft om in een andere EU

¹⁶⁸ Art.5:44 Awb.

¹⁶⁹ *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, Zesde Nota van Wijziging, nr. 41, p. 62.

¹⁷⁰ *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, Zesde Nota van Wijziging, nr. 41, p. 62.

¹⁷¹ *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, Zesde Nota van Wijziging, nr. 41, p. 63.

¹⁷² Zie de bespreking van Investerra: par. 5.6.6.2, nr. 5. Zie voor nadere literatuur ook Van Eersel 2013, p. 66. Zie ook R.E. van Esch (red.), *Inleiding financieel recht*, Deventer: Den Hollander 2012, p. 322. Zie ook CBb 28 augustus 2007, ECLI:NL:CBB:2007:BB2456, JOR 2007/274, m.nt. J.F. de Groot. Het betreft hier een uitspraak inzake DNB. Deze zaak zal dan ook niet nader worden besproken.

lidstaat actief te zijn, maar die de aanwijzingen niet op volgt, te verbieden actief te zijn in de andere lidstaat.

Naast de algemene aanwijzingsbevoegdheden heeft de AFM ook specifieke aanwijzingsbevoegdheden. Zo kan de AFM aanwijzingen geven over de toelating van effecten tot de markt als niet voldaan wordt aan de regels (hoofdstuk 5.1 Wft). In artikel 5:25 Wft is bepaald dat de AFM aanwijzingen kan geven wanneer niet wordt voldaan aan de Prospectusverordening. Enkele andere specifieke aanwijzingsbevoegdheden voor de AFM zijn te vinden in artikel 5:32h Wft en de artikelen 5:51 en 5:61 Wft. Artikel 5:32h Wft betreft de aanwijzing om financiële producten op te schorten, te onderbreken of door te halen met het oog op de bescherming van het belang van beleggers. De artikelen 5:51 en 5:61 Wft geven de AFM de bevoegdheid om aanwijzingen te geven om alsnog (juiste) meldingen omtrent zeggenschap of kapitaalbelangen te doen.

Benoeming curator

Naast de algemene aanwijsbevoegdheid kan het onder omstandigheden nodig zijn om verdergaande grip te krijgen op de bedrijfsvoering als de regels worden overtreden of overtreden dreigen te worden.¹⁷³ Op grond van artikel 1:76 Wft kan een curator benoemd worden. Een curator kan worden benoemd als de financiële onderneming niet aan de regels uit de Wft voldoet en niet binnen de gestelde termijn de aanwijzingen van de toezichthouder op grond van artikel 1:75 Wft worden opgevolgd (zie artikel 1:76 lid 1 juncto lid 2 sub a Wft). Op grond van het eerste of het tweede lid van artikel 1:76 Wft kan zowel de AFM als DNB een curator aanstellen als respectievelijk gedrags- of prudentiële regels zijn overtreden. Op grond van het derde en vierde lid kan alleen DNB een curator aanstellen.

Last onder dwangsom

Op grond van artikel 1:79 Wft kan de AFM een last onder dwangsom opleggen. De last onder dwangsom kan worden opgelegd in het kader van de in de bijlage bij artikel 1:79 Wft genoemde overtredingen (lid 1 sub a). Eveneens kan een last onder dwangsom worden opgelegd bij overtreding van voorschriften met betrekking tot het toezicht op financiële markten of op die markten werkzame personen, gesteld ingevolge in een amvb aangewezen verordening als bedoeld in artikel 288 VWEU (lid 1 sub b), alsmede de Verordening ratingbureaus (lid 1 sub c) en de medewerkingsplicht als omschreven in artikel 5:20 Awb (lid 1 sub d). Binnen een redelijke termijn dient de overtreder de voorschriften van de toezichthouder op te volgen. Bij het in gebreke blijven hiervan zal de dwangsom worden verbeurd. De last onder dwangsom heeft tot doel het beëindigen van de overtreding dan wel het voorkomen van toekomstige overtredingen. Bij de oplegging van een dwangsom is bepalend of de overtre-

¹⁷³ Kamerstukken II 2003/04, 29708, nr. 3, p. 43.

ding van een specifieke bepaling doorlopend kan worden overtreden en of met de dwangsom kan worden bewerkstelligd dat de overtreding wordt beëindigd of herhaling van de overtreding kan worden voorkomen.¹⁷⁴

Overige handhavingsmiddelen

Minder vaak voorkomende reparatoire sancties zijn een tijdelijk aanbiedingsverbod voor beleggingsinstellingen (artikel 1:77a Wft) en het ontnemen van de bevoegdheid van een accountant of actuaris om een verklaring met betrekking tot de financiële onderneming af te leggen (artikel 1:78 Wft).

5.5.3.2 Punitieve sancties

Boete

In de artikelen 1:80 e.v. Wft is de bestuurlijke boete geregeld. De boete kan worden opgelegd op voorschriften die zijn genoemd in de bijlage bij dit artikel (lid 1 sub a). Daarnaast kan de boete ook worden opgelegd bij overtredingen van voorschriften van in het besluit uitvoering EU-verordening financiële markten aangewezen verordeningen (de prospectusverordening, de Verordening grensoverschrijdende betalingen en de Uitvoeringsverordening MiFID-richtlijn (lid 1 sub b), als ook de verordening ratingbureaus (lid 1 sub c) en op overtreding van de medewerkingsplicht ex artikel 5:20 Awb (lid 1 sub d)).

De boete wordt opgelegd door de toezichthouder die de overtreding heeft vastgesteld. De boete mag echter niet worden opgelegd door personen die betrokken zijn geweest bij het vaststellen van de overtreding en het onderzoek.¹⁷⁵ De bestuursrechter toetst de hoogte van de boete vol, dus niet marginaal, en kan zelf, indien noodzakelijk, een nieuwe boete vaststellen.¹⁷⁶ In de Memorie van Toelichting wordt opgemerkt dat bestuursrechtelijke handhaving een goed alternatief is voor privaatrechtelijke en strafrechtelijke handhaving, mits aan de eisen van artikel 6 EVRM wordt voldaan.¹⁷⁷ Hieraan wordt voldaan doordat extra waarborgen als het zwijgrecht en de cautieplicht zijn geregeld. Voorts krijg de betrokkene de gelegenheid om zijn zienswijze naar voren te brengen voordat de boete wordt opgelegd en staat altijd rechtspraak in twee feitelijke instanties open (rechtbank en CBB).¹⁷⁸

Overigens geldt dat voor alle overtredingen waar een last onder dwangsom kan worden opgelegd, de AFM de keuze heeft om als alternatief een boete op te leggen.¹⁷⁹

174 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 413.

175 *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 18.

176 *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 18.

177 *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 18.

178 *Kamerstukken II* 2003/04, 29708, nr. 3, p. 19.

179 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 413.

Een afschrikwekkende werking, de reputatie van de financiële onderneming is immers in het geding, heeft ook de publicatie van de boete dan wel de last onder dwangsom door de toezichthouder. Dit kan op grond van de artikelen 1:97, 1:98 en 1:99 Wft.

Intrekking van vergunning of wijziging of beperking

Het intrekken, wijzigen of beperken van de vergunning door de toezichthouder kan onder meer als de vergunning op basis van onjuist verstrekte gegevens tot stand is gekomen (artikel 1:104 lid 1 sub b Wft) of als niet wordt voldaan aan de regels van de Wft of aan voorschriften of beperkingen die aan de vergunning gebonden zijn (lid 1 sub d). De intrekking van een vergunning is een zwaar middel dat pas kan worden ingezet als andere handhavingsmiddelen niet voldoende effectief zijn gebleken.¹⁸⁰

5.5.4 Conclusie

In Nederland zijn de AFM en DNB samen verantwoordelijk voor het toezicht op de financiële markt. Aan de AFM is het gedragstoezicht toebedeeld en aan DNB het prudentieel toezicht. Het gedragstoezicht ziet toe op het gedrag van instellingen die zich op de financiële markten begeven. Als er sprake is van overtreding, dan heeft de AFM een aantal handhavingsmiddelen tot haar beschikking. Deze zijn onder te verdelen in reparatoire en punitieve sancties. Welke sancties worden ingezet zal afhangen van het geval en de te bereiken doelen en tevens is het inzetten van de handhavingsinstrumenten een discretionaire bevoegdheid. Om deze bevoegdheid in te vullen zijn beleidslijnen gepubliceerd door de AFM.¹⁸¹

5.6 AFM ALS HANDHAVER OP FINANCIËLE MARKTEN EN CONTRACTENRECHT

5.6.1 Inleiding

In deze paragraaf wordt aan de hand van besluiten van de AFM, uitspraken van de rechtbank Rotterdam (beroep) en het CBb (hoger beroep) de bestuursrechtelijke handhaving geanalyseerd van met name informatieplichten, zorgplichten en regels tegen misleiding. Deze begrippen zijn in de Wft neergelegd en worden door de AFM gehanteerd, maar kennen een sterke link met het privaatrecht aangezien deze begrippen een privaatrechtelijke oorsprong hebben (zie paragraaf 5.1.3). De doelstelling van deze vergelijkbare regels in het

¹⁸⁰ Van Eersel 2013, p. 72.

¹⁸¹ *Stcr.* 2008, p. 30, 'Handhavingsbeleid van de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandse Bank'.

privaatrecht en het publiekrecht verschilt echter wel. Het privaatrecht geeft regels omtrent de totstandkoming en afwikkeling van overeenkomsten en behartigt de individuele belangen van de individuele markspelers (zie paragraaf 5.1.3 en meer algemeen hoofdstuk. 2). Het gedragstoezicht in het financieel toezicht dient het publiek belang. Hierbij kan gedacht worden aan het toezicht op adequate informatieverstrekking aan consumenten bij het aanschaffen van financieel complexe producten en het bewaken van economische rust op de financiële markten (zie paragraaf 5.4.2.1).

In het algemeen wordt aanvaard dat bestuursrechtelijke handhaving naast privaatrechtelijke handhaving in de financiële sector nodig is.¹⁸² De centrale vraag die in deze paragraaf aan de orde komt is in hoeverre de AFM privaatrechtelijk geaarde regels toepast. Nagegaan wordt welke regels van het privaatrecht worden gehandhaafd en welke bestuursrechtelijke instrumenten hiervoor worden gebruikt. Vervolgens komt aan de orde de vraag of de achtergrond en visie van de AFM al dan niet strijden met het civielrecht.

In deze paragraaf wordt eerst de terminologie uiteengezet. Vervolgens komt in verschillende subparagrafen de bestuursrechtelijke handhaving van privaatrechtelijk geaarde regels aan bod. Aan de hand van besluiten van de AFM, waar nodig van commentaar voorzien, zal worden geanalyseerd hoe de AFM privaatrechtelijk geaarde regels met bestuursrechtelijke handhavingsmiddelen toepast. In relatie tot de vraag in hoeverre privaatrechtelijk geaarde regels zich lenen voor handhaving met bestuursrechtelijke middelen, zal ook het privaatrechtelijke kader per onderwerp worden besproken. Bij deze analyse en problematisering worden de uitleg en toepassing van privaatrechtelijk geaarde regels door toezichthouders vergeleken met de uitleg en toepassing van deze regels door de civiele rechter, wordt de wijze waarop de bestuursrechtelijke en privaatrechtelijke handhavingsmiddelen zich tot elkaar verhouden beoordeeld en worden verder, waar mogelijk, suggesties gedaan om eventuele fricties te verminderen.

5.6.2 Informatieplichten in de precontractuele fase

5.6.2.1 Inleiding; terminologie

De termen zorgplichten en informatieplichten, waaronder ook mededelingsplichten en waarschuwingsplichten vallen, verdienen in het kader van deze paragraaf enige nadere omschrijving, omdat zowel in de literatuur als in de rechtspraak verschillende definities te vinden zijn.¹⁸³ Daarnaast dienen pri-

182 Zie onder meer Scheltema & Scheltema 2009, p. 51.

183 Zie onder meer K.J.O. Jansen, *Informatieplichten. Over kennis en verantwoordelijkheid in contractenrecht en buitencontractueel aansprakelijkheidsrecht* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 2012, p. 1-15; C.C. van Dam, in: Jac. Hijma (e.a.) *Rechtshandeling en overeenkomst*, Deventer: Kluwer 2016, nr. 168.

vaatrechtelijke en publiekrechtelijke zorgplichten en informatieplichten nog van elkaar te worden onderscheiden. In de paragrafen 5.6.2 en 5.6.3 worden zorg- en informatieplichten besproken. Om aan te geven wat er in die paragrafen mee wordt bedoeld zullen de gebruikte termen hier nader worden gedefinieerd. Omdat deze terminologie zich heeft ontwikkeld vanuit het civiele recht wordt in deze paragraaf een poging gedaan om een globale omschrijving te geven van de 'civiele zorgplicht', in het bijzonder met betrekking tot de financiële sector.

De 'civiele zorgplicht' is een ruim begrip en omvat voornamelijk informatieplichten en daarnaast overige (onderdelen van de) zorgplichten. Informatieplichten kunnen worden onderverdeeld in het moeten informeren van zichzelf (de onderzoeksplicht) en het moeten informeren van een ander (mededelingsplicht of waarschuwingsplicht). De onderzoeksplicht en de mededelings- en waarschuwingsplicht komen in het privaatrecht van oudsher onder meer voor bij het dwalingsleerstuk (artikel 6:228 BW). In relatie tot dwaling wordt ook wel het onderscheid gemaakt tussen 'positieve' en 'negatieve' informatieplichten, oftewel het bevorderen van juiste en volledige informatieverstrekking respectievelijk het verbieden van onjuiste informatieverstrekking.¹⁸⁴

Daarnaast staan in het BW ook de basale informatieplichten, zoals bijvoorbeeld in de artikel 6:193c e.v. BW en artikel 3:15d BW.¹⁸⁵ Hiermee wordt bedoeld op het informeren van de consument over het juiste adres van de onderneming, het KvK-nummer, het BTW-nummer etc. In dit hoofdstuk wordt met informatieplichten deze basale informatie niet bedoeld. Dergelijke basale informatieplichten zijn ook niet in de Wft te vinden. Met het begrip informatieplichten wordt in dit hoofdstuk aangesloten bij de manier waarop deze term bijvoorbeeld in het dwalingsleerstuk gehanteerd wordt. Door bij dwaling aan te sluiten is een betere vergelijking mogelijk tussen de privaatrechtelijke en publiekrechtelijke zorgplichten die op financiële instellingen rusten zodat de overeenkomsten en verschillen duidelijk worden.

Onder de 'overige (onderdelen van de) zorgplichten' wordt onder meer de bescherming van de zwakkere partij verstaan. Deze zorgverplichtingen kunnen negatief of positief van aard zijn, in die zin dat zij kunnen strekken tot het 'ontzien' respectievelijk het 'bevorderen' van andermans belangen.¹⁸⁶

Gezien de maatschappelijke functie en de vertrouwenspositie die bepaalde beroepsgroepen hebben, rust op deze professionele dienstverleners een 'bijzondere zorgplicht'. Zo hebben op grond van vaste jurisprudentie financiële dienstverleners een bijzondere zorgplicht zodat consumenten geen onverantwoorde risico's nemen.¹⁸⁷ Het bestaan van een bijzondere zorgplicht hangt samen met de bijzondere risico's van de handel waarin de belegger zich begeeft

¹⁸⁴ Jansen 2012, p. 9.

¹⁸⁵ Zie voor de term basale informatieplichten: Jac. Hijma, *Asser/Hijma* 2013 (7-1*) nr. 89c.

¹⁸⁶ Jansen 2012, p. 21.

¹⁸⁷ Jansen 2012, p. 512. Zie ook HR 24 januari 1997, NJ 1997/260, r.o. 3.2.

of wil begeven, de bijzondere positie en maatschappelijk functie van de financiële instelling, de veronderstelde professionaliteit, deskundigheid en ervaring van de instelling en het gebrek daaraan bij de (particuliere) belegger en de aard van de (pre)contractuele verhouding die in meer of mindere mate aanleiding kan geven tot een bepaalde vertrouwenspositie van de instelling tegenover de belegger.¹⁸⁸ De bijzondere zorgplicht vraagt, gezien deze positie van een (financiële) dienstverlener, verdergaande zorg dan in een generieke, meer gelijkwaardige, rechtsverhouding ter bescherming van de zwakkere partij.¹⁸⁹ Deze verdergaande zorg houdt in bepaalde gevallen enerzijds een verdergaande waarschuwingsplicht in (bijvoorbeeld het waarschuwen voor mogelijke risico's omtrent het restschuldrisico) en anderzijds een onderzoeks- en adviseeringsplicht aangaande de inkomens- en vermogenspositie en verwachtingen van beleggers.¹⁹⁰ De reikwijdte van de 'bijzondere zorgplicht' is afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

Ook kan er sprake zijn van zorgplichten jegens derden.

5.6.2.2 Informatieplichten in het civiele recht

Informatieplichten zijn in het verbintenissenrecht een belangrijke verbindende schakel tussen de ongelijkheid van kennis van de wederzijdse contractanten en de wederzijdse eigen verantwoordelijkheid van partijen om de benodigde kennis te vergaren.¹⁹¹ Gebrek aan kennis kan leiden tot teleurstelling bij de marktpartij met betrekking tot de uitkomst van de overeenkomst. Zo kan een partij bijvoorbeeld verwachten dat een product bepaalde eigenschappen bezit die het niet blijkt te bezitten. Had hij hier zelf onderzoek naar moeten doen of had de wederpartij hem uit de droom moeten helpen?

In beginsel is een marktpartij zelf verantwoordelijk voor de verkrijging van deze informatie en dient zij dan ook zelf onderzoek te doen. Op dit beginsel bestaan echter uitzonderingen. Er zijn in het verbintenissenrecht omstandigheden waarin waarschuwingsplichten of mededelingsplichten rusten op de wederpartij. Dit geldt bijvoorbeeld voor, zoals al eerder gezegd in paragraaf 5.1.2, het beschermen van de zwakkere partij tegen irrationeel

188 M. Wallinga, 'De bijzondere zorgplicht: de looper van het verbintenissenrecht op financieel gebied?', *WPNR* 2016/7116, par. 2. T.F.E. Tjong Tjin Tai, *Zorgplichten en zorgethiek* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2006, p. 174; Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV* (2014), nr. 20; Jansen 2012, p. 506.

189 J.G.J. Rinkes, 'Juridische aspecten van de informatie- en zorgplichten van financiële ondernemingen onder het regime van de Wet op het financieel toezicht', *NTHR* 2007/6, p. 231; Tjong Tjin Tai 2006, p. 174.

190 Jansen 2012, p. 518, O.O. Cherednychenko 'De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen het publiek- en privaatrecht', *NTBR* 2010/11, par. 4.

191 Jansen 2012, p. 1.

handelen.¹⁹² Gezien de complexiteit van financiële producten speelt de informatieachterstand bij consumenten in de financiële wereld een grote rol. Voor goed functionerende financiële markten is van belang dat de partijen die zich op de markt begeven, beschikken over voldoende informatie, zodat zij tot een afgewogen beslissing komen.¹⁹³

Een belangrijke grondslag voor het aannemen van informatieplichten is de redelijkheid en billijkheid (artikelen 6:2 en/of 6:248 BW). In het arrest Baris/Riezenkamp¹⁹⁴ heeft de Hoge Raad het beginsel dat partijen zich bij een overeenkomst dienen te gedragen overeenkomstig de eisen van redelijkheid en billijkheid mede van toepassing verklaard op de precontractuele fase. Ook bij de invulling van de mededelingsplicht bij dwaling ex artikel 6:228 lid 1 sub b BW spelen de redelijkheid en billijkheid een belangrijke rol.¹⁹⁵

Deze rol van de redelijkheid en billijkheid is ook van belang bij de invulling van de informatieplichten.¹⁹⁶ Een goed voorbeeld met betrekking tot financiële instellingen is te vinden in het arrest Fortis/Bourgonje.¹⁹⁷ In dit arrest gaat het om een zeer vermogende belegger die met (de rechtsvoorganger van) Fortis een vermogensbeheerrelatie was overeengekomen. In het aandelenpakket zaten ook veel aandelen van het bedrijf Predictive. Bourgonje had zelf nauwe banden met Predictive, waardoor hij over *inside* informatie beschikte. Medio 2000 daalt de koers van de aandelen van Predictive sterk. Bourgonje stelt een vordering tot schadevergoeding in op grond van de stelling dat Fortis de op haar rustende zorgplicht (waarschuwingplicht) had geschonden door hem niet te adviseren de aandelen zo snel mogelijk te verkopen. Het hof wijst de vordering toe, ondanks het verweer van Fortis dat Bourgonje zich herhaaldelijk

192 Zie onder meer J.B.M. Vranken, *Mededelings- informatie- en onderzoeksplichten in het verbintenissenrecht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1989, p. 202-203; R.R.R. Hardy, *Differentiatie in het (Europees) contractenrecht* (diss. Maastricht) Den Haag: BJu 2009, p. 72-73.

193 Scheltema & Scheltema 2009, p. 87.

194 HR 15 november 1957, NJ 1958, 678, m.nt. L.E.H. Rutten (*Baris/Riezenkamp*).

195 P. Memelink, *De verkeersopvatting* (diss. Leiden), Den Haag: BJu 2009, p. 152.

196 Ter invulling van de redelijkheid en billijkheid in relatie tot de civiele zorgplicht is een heel breed jurisprudentiekader ontwikkeld. Ik kies voor het arrest Fortis/Bourgonje omdat de AFM bij de toepassing van de artikelen 4:19 tot en met 4:22 Wft aansluiting lijkt te zoeken bij dit arrest voor de invulling van de in deze artikelen geregelde informatieplichten. Ik besef dat de waarschuwingplicht in dit arrest Fortis/Bourgonje strikt genomen door de Hoge Raad onder de bijzondere zorgplicht wordt geschaard. Maar omdat de bijzondere zorgplicht naast de waarschuwingplicht ook de onderzoeks- en adviseringsplicht inhoudt, acht ik dit gerechtvaardigd aangezien het in het arrest Fortis/Bourgonje om de waarschuwingplicht gaat. In paragraaf 5.6.3 komen arresten van de Hoge Raad aan bod die meer zien op de bijzondere zorgplicht. Zie voor meer jurisprudentie onder meer Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV* (2014) nr. 108, Jansen 2012, p. 24. Zie ook HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192, m.nt. C.J. van Zeben (*Rabobank/Everaars*). En zie O.O. Cherednychenko, 2010, p. 67 en HR 11 juli 2003, NJ 2005/103 (*Van Zuylen/Rabobank*), zie par. 3.6.3. Anders S.B. Van Baalen, "Rien ne va plus". Over opties, zorg en aansprakelijkheid, *VrA* 2004, p. 46.

197 HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, NJ 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, JOR 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls.

had uitgelaten over het feit dat hij *inside* kennis had en dat de koersen ten positieve zouden ombuigen. In cassatie overweegt de Hoge Raad dat op een vermogensbeheerder als een professionele en deskundige partij een bijzondere, op de eisen van redelijkheid en billijkheid gebaseerde zorgplicht, in dit geval waarschuwingsplicht, rust. Deze waarschuwingsplicht hield in dat de bank de verplichting had om de niet-professionele cliënt ‘uitdrukkelijk en in niet voor misverstand vatbare bewoordingen te waarschuwen’ voor de door deze met betrekking tot de samenstelling van zijn portefeuille genomen risico’s. Alle ter zake doende omstandigheden dienen te worden meegewogen bij de vraag waartoe deze waarschuwingsplicht in een concreet geval daadwerkelijk verplicht.¹⁹⁸ Deze omstandigheden betreffen naast het feit dat Bourgonje zich gedroeg als iemand met *inside* kennis, ook de mate van deskundigheid en de relevante ervaring van Bourgonje. In Fortis/Bourgonje staat de civielrechtelijke beoordeling van de vraag of op Fortis een waarschuwingsplicht rustte centraal. De publiekrechtelijke toezichtwetgeving speelt in Fortis/Bourgonje geen rol.

In de volgende subparagraaf zal de wisselwerking tussen de bestuursrechtelijke en privaatrechtelijke informatieplichten worden besproken.

5.6.2.3 Informatieplichten in de Wft

In de artikelen 4:19 tot en met 4:22 Wft zijn diverse informatieplichten opgenomen die een rol spelen in de precontractuele fase. De informatieplichten dienen er voor te zorgen dat de consument voldoende informatie krijgt om de complexe financiële producten beter te kunnen doorzien. Het gebrek aan professionaliteit en kennis bij de consument om de financiële producten te beoordelen, dient zo gecompenseerd te worden.¹⁹⁹ De bepalingen zijn nader uitgewerkt in het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo).²⁰⁰ Ter ondersteuning van de markt heeft de AFM de beleidsregels ‘Beleidsregel Informatieverstreking’ opgesteld over de interpretatie van de informatieplichten.²⁰¹

In artikel 4:19 Wft is bepaald dat een financiële onderneming er zorg voor draagt dat de door of namens haar verstrekte of beschikbaar gestelde informatie ten aanzien van een financieel product, financiële dienst of nevendienst geen afbreuk doet aan volgens de Wft te verstrekken informatie. Zowel de verplicht als onverplicht verstrekte informatie dient in overeenstemming te zijn met de eisen die de Wft daaraan stelt. Dit betekent dat in een reclameuiting geen informatie over rendementen mag worden opgenomen die in strijd is met informatie over rendementen die de beleggingsinstelling op grond van

198 HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, NJ 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, JOR 2011/54, zie r.o. 3.4.

199 Scheltema & Scheltema 2009, p. 95.

200 Artikelen 49-63 BGfo.

201 AFM, *Beleidsregel Informatieverstreking*, versie september 2013 te vinden op <http://www.afm.nl/~media/files/wetten-regels/beleidsregel/beleidsregel-informatieverstreking.ashx>

de wet voorafgaand aan het sluiten van een overeenkomst inzake een beleggingsproduct dient te verstrekken.²⁰² Ook informatie die anders wordt gepresenteerd dan vergelijkbare informatie of bijvoorbeeld wordt verstopt in een grote hoeveelheid andere informatie is niet alleen onduidelijk, maar waarschijnlijk ook misleidend.²⁰³ Op grond van het tweede lid van artikel 4:19 Wft mag de door de financiële onderneming verstrekte informatie, waaronder ook reclame-uitingen vallen, niet incorrect, onduidelijk of misleidend zijn. Regels met betrekking tot het tweede lid worden nader uitgewerkt bij of krachtens algemene maatregel van bestuur (artikel 4:19 lid 4 Wft).

Het derde lid van artikel 4:19 Wft geeft de norm weer dat het commerciële oogmerk van de financiële onderneming herkenbaar dient te zijn. Het huidige artikel 4:19 Wft is het resultaat van de implementatie van artikel 19 lid 2 MiFID.

Artikel 19 lid 3 MiFID is geïmplementeerd in artikel 4:20 Wft. In artikel 4:20 Wft is de verplichting neergelegd om passende informatie te verstrekken aan (potentiële) cliënten om hen zo in staat te stellen de aard en de risico's van de aangeboden beleggingsdienst te begrijpen en met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.²⁰⁴ Deze informatie dient tijdig te worden verstrekt. Met 'tijdig' wordt bedoeld dat de consument 'geruime tijd' krijgt om de informatie tot zich te nemen, hetgeen weer afhankelijk is van de urgentie van de situatie en van de tijd die de cliënt nodig heeft om de desbetreffende informatie in zich op te nemen en daarop te reageren.²⁰⁵ De informatie dient voor de totstandkoming van de overeenkomst te worden verstrekt. De informatie mag worden gegeven in gestandaardiseerde vorm (artikel 4:20 lid 6 Wft). Dit volgt uit artikel 19 lid 3 MiFID. Artikel 4:20 Wft is echter geen expliciete implementatie van artikel 19 lid 3, derde gedachtestreepje, MiFID.²⁰⁶

5.6.2.4 Vervolg informatieplichten in Wft: besluiten AFM

In het hierna volgende zullen de besluiten van de AFM met betrekking tot de informatieplichten worden besproken, waar nodig van commentaar worden voorzien en vervolgens worden vergeleken met het civiele recht.

(1) GoodWood

Casus. GoodWood is een aanbieder van duurzame beleggingsproducten die zich richt op de Nederlandse markt. Tectona is een onafhankelijke stichting die onder meer gerechtigd is tot het houden van alle activa van participanten

202 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 118.

203 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 119.

204 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 120.

205 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 120.

206 Cherednychenko 2012b, p. 232, zie ook D. Busch, 'Het 'civiel effect' van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders', *Ondernemingsrecht* 2012/12, p. 71, voetnoot 31.

in GoodWood. Tectona treedt op als bewaarder van de activa zodat het vermogen van de participanten afgescheiden wordt van de operationele onderneming. GoodWood en Tectona hebben beleggingsobjectprospectussen beschikbaar gesteld. De AFM is van oordeel dat de prospectussen van GoodWood niet duidelijk aangeven welke onderneming de contractspartij is.

Besluit. De AFM geeft bij besluit van 20 september 2007 GoodWood en Tectona een aanwijzing ex artikel 1:75 Wft waarin is bepaald dat de prospectussen verduidelijkt dienen te worden omtrent de exacte constructie en partijverhoudingen.²⁰⁷ GoodWood handelt op dat punt in strijd met artikel 4:19 lid 2 Wft.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. GoodWood doet hangende het bezwaar dat zij heeft ingediend een verzoek om een voorlopige voorziening bij de rechtbank. De vraag die daarbij naar voren komt is onder meer of er misleidende informatie is verstrekt door te suggereren dat Tectona de bewaarder is, terwijl de participanten in werkelijkheid geen overeenkomst met Tectona sluiten maar met Goodwood.²⁰⁸ Naar het voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter is er weliswaar geen sprake van een rechtstreekse overeenkomst tussen Tectona en de participant maar dat maakt niet dat de informatie in de prospectussen onjuist of misleidend is. In de prospectussen en de daarin opgenomen overeenkomst blijkt immers dat de participant een overeenkomst met GoodWood sluit. Anderzijds is in de beleggingsvoorwaarden juist een belangrijke rol aan Tectona toebedeeld. Niet is gebleken dat die rol onjuist is weergegeven. De verdeling van bevoegdheden tussen Tectona en GoodWood zoals die blijkt uit de beleggingsvoorwaarden is weliswaar complex, maar Goodwood beslist uiteindelijk over het tijdstip en de hoogte van de uitkeringen aan participanten. Er is daarom onvoldoende grond om te oordelen dat er sprake is van onbegrijpelijkheid of misleiding. De voorzieningenrechter oordeelt dan ook dat er geen grond is voor de gegeven aanwijzing en wijst de voorlopige voorziening toe en schorst het besluit tot zes weken na bekendmaking van de beslissing op bezwaar.²⁰⁹

(2) A

Casus. In 2010 is A, een beleggingsinstelling, een reclamecampagne gestart aangaande de uitgifte door C van obligaties van D. Deze obligaties hebben een nominale waarde van € 5.000. De reclamecampagne betreft een televisie-reclamespot en een internetbanner. In de reclame-uitingen wordt vermeld dat er een eerste recht van hypotheek wordt geboden en een vaste rente. Niet wordt vermeld dat er bepaalde risico's zijn verbonden aan dit product. De reclame-uitingen bevatten wel de tekst:

207 Voor feiten en besluit zie Rb. Rotterdam 23 oktober 2007, ECLI:NL:RBROT:2007:BC1469.

208 Rb. Rotterdam 23 oktober 2007, ECLI:NL:RBROT:2007:BC1469.

209 Een beslissing op bezwaar is niet bekend.

‘de waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dit product bevat kosten en risico’s. Raadpleeg de prospectus.’

De AFM heeft A bij besluit van 7 september 2010 een last onder dwangsom opgelegd voor overtreding van artikel 51a lid 1 BGfo (een uitwerking van artikel 4:19 lid 2 Wft) van €4.000 per dag(deel) met een maximum van €80.000. De AFM heeft daarbij geoordeeld dat de algemene disclaimer een onvoldoende waarschuwing was. Hierbij is in aanmerking genomen dat deze boodschap slechts drie seconden zichtbaar is en zeer slecht leesbaar vanwege de achtergrond en het lettertype. A heeft nagelaten de specifieke risico’s te noemen. Bij besluit van 21 februari 2011 zijn de bezwaren van A tegen het besluit waarin de last onder dwangsom is opgelegd ongegrond verklaard. Ook in beroep blijft de dwangsom staan.²¹⁰ In de onderhavige zaak legt de AFM A wederom een boete op voor dezelfde feiten, maar op grond van artikel 4:19 lid 2 Wft.

Besluit en bezwaar. De AFM legt bij besluit van 12 september 2011, in het kader van de overtreding van artikel 4:19 lid 2 Wft juncto artikel 51a BGfo ook een boete op. Omdat de overtreding van artikel 51a BGfo reeds is vastgesteld in het besluit van 7 september 2010 is er ook sprake van een overtreding van artikel 4:19 Wft lid 2 Wft. De boete bedraagt €62.500. Dit is het basisbedrag van €500.000²¹¹ verhoogd met 25% in verband met verhoogde verwijtbaarheid en vervolgens gematigd met 90% wegens beperkte draagkracht. In het besluit op bezwaar zijn de stellingen van A ongegrond verklaard.

Beroep. Naar het oordeel van de rechtbank heeft de AFM voldoende duidelijk gemaakt welke gedragingen een overtreding opleveren en waarom A wordt gelast om zich in toekomstige reclame-uitingen ter zake van financiële instrumenten niet meer schuldig te maken aan zulke uitingen.²¹² Voorts is A gehouden een correcte en duidelijke indicatie van de mogelijke risico’s te geven. Nu de mogelijke risico’s juist waren verbonden aan de uitkering van de vaste rente heeft de AFM in haar besluitvorming niet ten onrechte gesproken van specifieke risico’s die hadden moeten worden genoemd. De algemene disclaimer is hiervoor onvoldoende. De verhouding tussen de risico’s en de voordelen is onduidelijk. Omdat A reeds een last onder dwangsom opgelegd had gekregen was voor A duidelijk dat A de artikelen 4:19 lid 2 Wft juncto artikel 51a BGfo overtrad.

Toch houdt de boete geen stand. De rechtbank is namelijk van oordeel dat de AFM onvoldoende rekening heeft gehouden met de beperkte ernst van de

210 Rb. Rotterdam 1 december 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BU6943.

211 Besluit houdende regels voor het vaststellen van de op grond van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten op te leggen bestuurlijke boetes (Besluit bestuurlijke boetes financiële sector), *Stb.* 2009, 329.

212 Rb. Rotterdam 17 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9417, *JOR* 2013/74, m.nt. J.A. Voerman. In deze zaak is ook nog een voorlopige voorziening gewezen namelijk Rb. Rotterdam 1 december 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BU6946. De uitspraak van de voorzieningenrechter is in lijn met de uitspraak in beroep.

overtreding.²¹³ Het prospectus is door de AFM goedgekeurd en daarin is ‘in niet mis te verstane bewoordingen’ te vinden dat er risico’s kleven aan dit financiële product. Beleggers baseren hun aankoop niet slechts op basis van de reclameboodschap maar dienen eerst kennis te nemen van de producteigenschappen van het product via de website van A. Hierin zijn ook de risico’s vermeld. De AFM had de boete daarom naar beneden moeten bijstellen. Het besluit kan dan ook geen stand houden. De rechtbank stelt de boete uiteindelijk zelf vast op € 10.000.²¹⁴

Hoger Beroep. In hoger beroep voert A aan dat de norm uit artikel 4:19 lid 2 Wft onvoldoende bepaalbaar is voor haar.²¹⁵ Het CBb oordeelt dat de rechtbank terecht heeft overwogen dat artikel 51a BGfo een invulling is van artikel 4:19 lid 2 Wft. De AFM was dan ook bevoegd een boete op te leggen.

De AFM voert aan dat het prospectus zelf aan de eis van artikel 4:19 lid 2 Wft dient te voldoen, namelijk correct, duidelijk en niet misleidend. Dat op de website en in het prospectus wel evenwichtige informatie is te vinden doet hier niet aan af. Het CBb volgt dit standpunt en is daarom ook van oordeel dat er geen sprake is van verminderde ernst van de overtreding. De boete wordt dan ook weer vastgesteld op € 62.500.

Commentaar. De boete houdt in beroep niet volledig stand omdat onder meer het prospectus ook een duidelijke beschrijving van de risico’s bevatte. De bestuursrechter lijkt hier rekening te houden met de omstandigheden van het geval. Het prospectus is door de AFM goedgekeurd en daarin is ‘in niet mis te verstane bewoordingen’ te vinden dat er bepaalde risico’s kleven aan dit product. De disclaimer met de standaardtekst ‘De waarde van uw beleggingen kan fluctueren’, is onvoldoende om te beantwoorden aan de informatieplicht van 4:19 Wft. Daarnaast is het benoemen van de risico’s in het prospectus evenmin voldoende. In artikel 19 lid 3 van de MiFID is bepaald dat waarschuwingen in gestandaardiseerde vorm mogen geschieden. In artikel 4:20 Wft is dit geïmplementeerd. Volgens de wetgeving mag dus gewaarschuwd worden in gestandaardiseerde vorm, maar dit is blijkbaar niet zomaar voldoende.

Wel neemt de rechtbank Rotterdam bij de vaststelling van de hoogte van de boete mee, hoewel een gestandaardiseerde waarschuwingsplicht als bedoeld in artikel 4:20 Wft onvoldoende wordt geacht, het feit dat in dit geval de waarschuwing was te vinden in het prospectus. De AFM had de ernst van de overtreding moeten meewegen bij de bepaling van de hoogte van de boete.

Het CBb vernietigt de uitspraak op dit punt echter en oordeelt in het voetspoor van de AFM dat de reclame-uiting zelf dient te voldoen aan de eisen van artikel 4:19 lid 2 Wft. Deze overweging van het CBb, dat de reclame-uiting zelf voldoende duidelijk dient te zijn, levert een verschil op met de civielrechtelijke benadering. De omstandigheden van het geval worden in het civiele recht immers meegewogen. Zo volgt uit de conclusie van de A-G bij het arrest

213 Rb. Rotterdam 17 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9417, zie r.o. 6.

214 Rb. Rotterdam 6 juni 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:CA3466, JOR 2013/246, m.nt. J.A. Voerman.

215 CBb 2 december 2014, ECLI:NL:CBB:2014:456.

Stichting Misrekening/ING dat de consument uit meerdere bronnen informatie omtrent het beleggingsproduct had kunnen halen dan uitsluitend de folder.²¹⁶

(3) Dela Natuur- en levensverzekeringen N.V.

Casus. Dela biedt op haar website informatie aan over het door haar aangeboden product Coöperatiespaarplan. Op 1 december 2011 heeft de AFM geoordeeld dat de naam 'DELA Coöperatiesparen' misleidend is omdat hierdoor de indruk werd gewekt dat het een louter spaarproduct betrof en niet duidelijk was dat het tevens een verzekeringsproduct betrof. Dela diende duidelijk in haar uitingen te vermelden dat het ook ging om een verzekering. Na enkele aanpassingen heeft de AFM begin 2012 laten weten dat Dela aan de voorwaarden had voldaan.

Hierna heeft Dela nog een aantal malen onduidelijkheid laten bestaan over de vraag of het een verzekering betrof. Die gevallen betroffen onder meer het tonen van het Coöperatiespaarplan op een vergelijkingswebsites met andere spaarproducten en reclame op Google. Op 24 mei 2013 heeft de AFM Dela een aanwijzing gegeven die in het kort neerkomt op het gebod dat alle reclame-uitingen in lijn met artikel 4:19 lid 2 Wft dienen te zijn.²¹⁷ In de periode van 30 mei tot en met 3 juni 2013 heeft de AFM een reclame-uiting in de vorm van een groot spandoek gezien op het Muntplein te Amsterdam. Dit spandoek bevatte de tekst:

'Geld opzij zetten met gegarandeerd 2,75% rente? Kijk op www.dela.nl/spaarplan'

Besluit. Bij besluit van 16 april 2014 legt de AFM Dela een bestuurlijke boete op van €500.000 wegens overtreding van artikel 4:19 lid 2 Wft in de periode van 14 maart 2013 tot en met 3 juni 2013.²¹⁸ Het spandoek geeft geen aanknopingspunten voor consumenten om te denken dat het financiële product ook een verzekering is. Ook op de vergelijkingswebsite en in de Google advertenties werd de indruk gewekt dat het slechts een spaarproduct betrof.

In de zienswijze heeft Dela aangevoerd dat er geen sprake is van misleiding, maar van het achterwege laten van informatie. In het civiele recht is het, aldus Dela, vaste jurisprudentie dat pas sprake is van misleiding als het economisch gedrag van de consument wordt beïnvloed. Dit is niet aannemelijk gemaakt door de AFM. De AFM overweegt echter dat artikel 4:19 Wft niet het aangaan van een overeenkomst centraal stelt, maar de verstrekte informatie als zodanig. Deze informatie dient altijd correct te zijn. Voor overtreding van artikel 4:19 Wft is niet vereist dat het economische gedrag van consumenten door de misleidende informatie wordt of kan worden beïnvloed. Van een overtreding

216 HR 1 mei 2015, ECLI:NL:HR:2015:1191 (Stichting Misrekening/ING); conclusie A-G Wissink, 20 maart 2015, ECLI:NL:PHR:2015:314.

217 Zie ook beroep tegen aanwijzing: Rb. Rotterdam 10 juli 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:6048.

218 Besluit AFM 16 april 2014 inzake Dela, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2014/dela.ashx>.

is sprake als de informatie of reclame-uiting op zichzelf een misleidend karakter heeft.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar en bezwaar. Dela betoogt dat bij de drie reclame-uitingen geen sprake is van het schenden van de in artikel 4:19 lid 2 Wft omschreven norm.²¹⁹ Het spaarplan heeft een spaarkarakter en uit de wet volgt niet dat vermeld dient te worden dat het ook een verzekering betreft. Dela doet wat zij in de reclame-uitingen vermeldt.

De voorzieningenrechter verwerpt dit betoog. Het eenzijdig benadrukken van het spaarkarakter en het niet verstrekken van informatie die duidelijk maakt dat het een verzekering betreft, is naar het oordeel van de voorzieningenrechter in strijd met hetgeen in artikel 4:19 lid 2 Wft is bepaald. Het feit dat het ook een verzekering betreft is immers relevant voor de uitkering. De voorzieningenrechter wijst de gevraagde voorziening tot het niet openbaar maken van de boete dan ook af.²²⁰ Bij besluit van 28 november 2014 heeft de AFM het bezwaar van X tegen het primaire besluit ongegrond verklaard.²²¹

Beroep. De rechtbank oordeelt dat sprake is van een schending van artikel 4:19 lid 2 Wft en dat bij de gemiddeld geïnformeerde consument een onjuiste verwachting wordt gewekt over de aard of de werking van het product, onder meer door het weglaten van een wezenlijk kenmerk van het product. De rechtbank passeert het verweer van Dela dat de vermelding op de vergelijkingssite, het spandoek en op Google Adwords geen zelfstandige reclame-uitingen zijn, maar dat zij slechts verwijzen naar de website van Dela waar wel alle informatie over de aard van het spaarplan stond vermeld. Dat het spaarplan een verzekering is, is een basiskarakter van het product. De consument dient hierover correct, duidelijk en niet misleidend te worden geïnformeerd. Door het gebruik van het woord 'sparen' wordt de suggestie gewekt dat het om een bancair product gaat. Een reclame-uiting wekt doorgaans bij de consument de eerste interesse voor een product. Consumenten moeten daarom niet op het verkeerde been worden gezet.

De rechtbank heeft geen aanknopingspunten gevonden om aan te sluiten bij de normen in het Burgerlijk Wetboek ter zake van misleidende reclame. De AFM heeft in dit verband terecht gewezen op artikel 4:20 Wft waarin het aangaan van een overeenkomst centraal staat en waarin wel een verband wordt gelegd tussen het economische gedrag van de consument en de niet correcte, onduidelijke of misleidende informatie. In artikel 4:19 lid 2 Wft daarentegen staat de verstrekte informatie als zodanig centraal en is reeds sprake van een overtreding indien de informatie op zichzelf incorrect, onduidelijk of misleidend is.

Het betoog van Dela dat zij er gerechtvaardigd op mocht vertrouwen dat zij met de verschillende reclame-uitingen de open norm van artikel 4:19 lid 2 Wft niet had overtreden omdat dit een open norm is en in de Leidraad Mislei-

219 Rb. Rotterdam 10 juli 2014, ECLI:NL:RBROT:2014:6047.

220 Er is geen beslissing op bezwaar bekend.

221 Kenbaar uit Rb. Rotterdam 23 december 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:9454.

ding van de AFM niet als concreet voorbeeld staat opgenomen dat een verzekering niet als een zuiver bancaire spaarproduct mag worden gepresenteerd, wordt door de rechtbank verworpen. Dela heeft een eigen verantwoordelijkheid om zich aan de wet te houden en op de AFM rust geen verplichting om de open norm uitputtend te regelen in lagere wet- en regelgeving.

De rechtbank matigt, vanwege de korte duur van de overtreding, de boete tot € 50.000. Voorts wordt de boete vanwege termijnoverschrijding nog met € 2.500 gematigd.

Commentaar. Dela geeft niet aan welke civiele misleidingsjurisprudentie door haar wordt bedoeld. Hoogstwaarschijnlijk zal zijn bedoeld op jurisprudentie inzake artikel 6:193c BW waar de misleidende handelspraktijken zijn geregeld. Artikel 6:193c BW bepaalt dat een handelspraktijk misleidend is wanneer informatie feitelijk onjuist is of de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden waardoor de consument een besluit over een overeenkomst neemt of kan nemen dat hij anders niet had genomen. Om te beoordelen of sprake is van een misleidende handelspraktijk dient dus getoetst te worden welke beslissing de consument zou hebben genomen indien de informatie niet misleidend zou zijn geweest.

Grundmann-van de Krol stelt dat aangenomen mag worden dat de AFM in de uitoefening van haar taak om toezicht uit te oefenen op de naleving van de normen 'correct' en 'niet-misleidend' uit artikel 4:19 Wft rekening houdt met de jurisprudentie die ontwikkeld is in het kader van de artikelen 6:194 BW en 6:193c BW.²²² Gezien het bovenstaande betwijfel ik of dit gebeurt. Sterker nog, de reclame-uiting wordt geheel zelfstandig, los van alle relevante omstandigheden van het geval beoordeeld. Met het in hoofdstuk 4 besproken arrest Stichting Misrekening/ING in het achterhoofd is deze overweging van de rechtbank interessant.²²³ A-G Wissink concludeert voor dit arrest dat van de gemiddelde consument verwacht mag worden dat hij soms op zoek gaat naar nadere informatie. Alle omstandigheden van het geval zijn hierbij van belang.²²⁴ Bij de beoordeling of essentiële informatie is weggelaten of verborgen is gehouden worden de feitelijke context, de beperkingen van het communicatiemedium als ook de maatregelen die zijn genomen om de informatie langs andere wegen ter beschikking van de consument te stellen, in aanmerking genomen.²²⁵ De context dient meegenomen te worden bij de beantwoording van de vraag of voldoende informatie, in casu de folder, is verstrekt aan de gemiddelde consument.

Een ander aspect dat opvalt is dat de rechtbank overweegt dat op grond van de wetsartikelen en de Leidraad het voor Dela voldoende duidelijk was hoe de open norm van artikel 4:19 lid 2 Wft ingevuld moest worden. De Leidraad wordt hiermee gelijkgesteld aan de wet. Dit terwijl de Leidraad

222 Grundmann-van de Krol 2012, p. 612.

223 Zie par. 4.5.3.3, nr. 5.

224 Conclusie A-G Wissink 20 maart 2015, ECLI:NL:PHR:2015:314, nr. 3.32.

225 Conclusie A-G Wissink 20 maart 2015, ECLI:NL:PHR:2015:314, nr. 3.32.

Misleiding 2007²²⁶ slechts richting wilde geven aan de marktpartijen zonder de open norm daadwerkelijk in te vullen.²²⁷ De Leidraad wordt daarmee verheven tot norm.

(4) SNS

Casus. Op 14 mei 2009 heeft tussen de AFM en SNS een gesprek plaatsgevonden naar aanleiding van een artikel in het Financiële Dagblad van 7 mei 2009. Dit artikel betrof de betrokkenheid van SNS bij beleggers die in de Madoff-gerelateerde fondsen zijn ingestapt. SNS heeft samengewerkt met verschillende vermogensadviseurs. Deze vermogensadviseurs selecteerden voor cliënten 'niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen'. Dit zijn beleggingsfondsen die niet bij de AFM zijn geregistreerd. De cliënt van de vermogensadviseur die op diens advies, bij een dergelijk beleggingsfonds wilde beleggen, opende bij SNS een effectenrekening op basis van *execution only* dienstverlening. Dit houdt in dat uitsluitend door de klant opgegeven effectenorders zonder vorm van beleggingsadvies worden uitgevoerd. De AFM heeft vijf prospectussen van de niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen bekeken. Twee van de vijf zijn gelinkt aan Madoff.

Besluit en bezwaar. SNS heeft aan de AFM toegezegd zelf een intern onderzoek te doen naar niet-gereguleerde beleggingsfondsen. De AFM heeft een onderzoeksrapport opgesteld en dit aan SNS toegestuurd. De AFM oordeelt dat, omdat niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen zich op cruciale punten onderscheiden van 'reguliere' beleggingsfondsen, het een productcategorie betreft waarover de cliënt tevoren specifiek moet worden geïnformeerd, ook in het kader van *execution only* diensten. SNS was dan ook gehouden om een algemene, gedetailleerde beschrijving van 'niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen' te verstrekken om haar cliënten als niet-professionele beleggers in staat te stellen een beleggingsbeslissing te nemen (artikel 58c lid 1 BGfo). Ook was SNS gehouden om haar cliënten te informeren over het feit dat zij via de *execution only* dienstverlening van SNS konden beleggen in fondsen die voor hen als particulieren in beginsel niet openstonden, gelet op de minimale initiële instapbedragen en de eisen die de fondsen aan beleggers stelden en die als 'niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen' niet in Nederland mochten worden aangeboden.

De AFM heeft bij besluit van 20 januari 2011 een boete van €30.000 opgelegd over de periode van 21 januari 2008 tot en met april 2008. Bij besluit op bezwaar van 1 september 2011 is dit besluit in stand gebleven.

Beroep. In beroep betoogt SNS dat de AFM een buitenwettelijke maatstaf hanteert door de categorie 'niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen' te

226 <http://old.findinet.nl/bedrijfsvoering/kennisportal/informatie/leidraad-norm-misleiding.pdf>.

227 Aldus constateren T. Loonen & R. Schotsman, 'Leidraden binnen financiële dienstverlening', *Trema* 2016/6, p. 210.

gebruiken.²²⁸ Ook zou artikel 4:20 Wft geen toepassing dienen te vinden in geval van *execution only* diensten. Hierbij past niet de eis dat de beleggingsonderneming voorafgaand aan elke transactie informatie over het onderwerp van die transactie proactief aanreikt. SNS meent dat zij er op mocht vertrouwen dat de beleggingsadviseur die beschikte over een vergunning de relevante informatie verstrekke aan de cliënt. De rechtbank Rotterdam overweegt dat het in de onderhavige zaak beleggingsfondsen betreft waarop geen adequaat toezicht wordt gehouden en waaraan bijzondere risico's kleven: het risico van een hoge volatiliteit van de prijs, het risico van beperkte liquiditeit of geen liquiditeit en het risico om het gehele vermogen te verliezen. De term niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen is gebruikt om de complexiteit van deze fondsen aan te duiden. Gelet op artikel 4:20 lid 1 en 2 Wft en artikel 58c Bfö rust op SNS als beleggingsonderneming onder meer de verplichting om een algemene uitleg te geven aan een niet-professionele belegger over de hefboomwerking en de gevolgen daarvan, het risico dat de gehele belegging verloren gaat, de volatiliteit van de prijs en het risico van beperkingen in bestaande markten voor de fondsen.²²⁹ Deze informatie dient met de niet-professionele belegger gedeeld te worden voordat hij een beleggingsbeslissing neemt. SNS kan zich niet vrijwaren van deze verplichting door te verwijzen naar de externe vermogensadviseur. Indien SNS zou hebben vastgesteld dat de externe vermogensadviseur wel volledig aan de ook op hem rustende precontractuele informatieplicht had voldaan, zou dit eventueel kunnen afdoen aan de ernst van de overtreding. Het beroep wordt ongegrond verklaard.

Hoger beroep. In hoger beroep verklaart het CBb het beroep tegen de uitspraak van de rechtbank Rotterdam ongegrond.²³⁰

Civiele rechter. De civiele rechter, rechtbank Midden-Nederland, heeft met betrekking tot het bovenstaande feitenkader ook een oordeel geveld.²³¹ Namens beleggers verwijt de Stichting Claim SNS/Bos & Partners dat SNS in samenspraak met Bos & Partners voor cliënten in fondsen heeft belegd die niet alleen ongeschikt waren, maar ook op individuele basis niet toegankelijk waren. Door kunstgrepen is deze toegankelijkheid toch gecreëerd, zonder de cliënten hierover adequaat te informeren. De Stichting vordert onder meer een verklaring voor recht dat SNS tekort is geschoten in haar informatieplicht (artikel 6:74 BW). SNS voert onder meer als verweer dat Bos & Partners de cliënten van SNS Bank steeds volledig en accuraat heeft ingelicht over de fondsen en dat dit SNS Bank ontsloeg van de verplichting om diezelfde informatie ook nog eens aan haar cliënten te verschaffen.²³² De rechter oordeelt dat SNS haar informatieplicht op grond van artikel 4:20 lid 1 Wft heeft geschonden. Met betrekking

228 Rb. Rotterdam 3 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9415.

229 Rb. Rotterdam 3 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9415, zie r.o. 8.2.

230 CBb 17 juli 2014, ECLI:NL:CBB:2014:249.

231 Rb. Midden Nederland 30 januari 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:BY9836, JOR 2013/76, m.nt. C.W.M. Lieveerse.

232 Rb. Midden Nederland 30 januari 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:BY9836, JOR 2013/76, zie r.o. 4.3.72.

tot de vraag of SNS gevrijwaard is van haar informatieverplichting nu de externe adviseurs hieraan reeds voldaan hebben, overweegt de rechtbank dat niet is bewezen dat de externe adviseurs de informatie waar het om gaat reeds verschaft hebben. Evenmin zijn er redenen om aan te nemen dat SNS er op mocht vertrouwen dat deze externe adviseurs de informatie reeds hadden verstrekt. Tussen de externe adviseurs en SNS zijn hierover geen afspraken gemaakt.²³³ Lieverse leidt hieruit af de civiele rechter (wel) ruimte laat voor het eventueel delegeren van informatieplichten.²³⁴ De civiele rechter en de bestuursrechter lijken hierin van elkaar te verschillen. De bestuursrechter overweegt in beroep immers dat in geval de externe adviseur wel aan zijn informatieverplichtingen heeft voldaan dit weliswaar aan de ernst van de overtreding van SNS zou afdoen, maar er nog steeds sprake zou zijn van een overtreding.²³⁵

(5) BinckBank

Casus. Binck is een vermogensbeheerder mag beleggingsdiensten en nevendiensten verrichten. Zij doet dit onder meer onder de naam Alex. In de periode van 16 januari tot en met 25 augustus 2014 heeft Binck via verschillende media (radio televisie, kranten, tijdschriften en internetbanners) reclame gemaakt voor de beleggingsdiensten die zij onder de naam Alex aanbiedt. In de reclame-uitingen belooft Binck een rendement om trots op te zijn, waarbij percentages tot 58% groei worden getoond. De getoonde percentages behoren echter bij verschillende risicoprofielen met een breed scala aan mogelijkheden. Daarnaast zijn de percentages hoger dan de gemiddelde cumulatieve rendementen van de verschillende cliënt portefeuilles en de spreiding van de behaalde rendementen door cliënten is groot. De gehanteerde wijze van adverteren met het tonen van het rendement van één portefeuille past niet bij het individuele karakter van het vermogensbeheer door Binck. Eveneens wordt in de reclame-uitingen gesuggereerd dat er een verband is tussen de rendementspercentages enerzijds en de werkwijze van Alex en het getoonde profiel anderzijds. De vraag is of de reclame-uitingen in lijn zijn met artikel 4:19 lid 2 Wft.

Besluit. De AFM oordeelt dat Binck artikel 4:19 lid 2 Wft heeft overtreden.²³⁶ De AFM legt een boete op van €75.000. De informatie gaf een misleidend beeld omdat getoonde cumulatieve rendementen structureel hoger waren dan de gemiddelde cumulatieve rendementen van de cliëntportefeuilles. Cliënten begrijpen niet dat er niet met modelportfolio's wordt gewerkt en dat niet iedereen in een bepaald profiel hetzelfde rendement heeft. Cliënten zijn niet in staat gesteld om informatie over het rendement juist te interpreteren. Even-

233 Rb. Midden Nederland 30 januari 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:BY9836, JOR 2013/76, m.nt. C.W.M. Lieverse, r.o. 4.3.73.

234 Rb. Midden Nederland 30 januari 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:BY9836, JOR 2013/76, m.nt. C.W.M. Lieverse.

235 Rb. Rotterdam 3 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9415, JOR 2013/73, m.nt. V.H. Affourtit.

236 Besluit AFM 1 juli 2016 inzake BinckBank, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2016/jul/boete-binckbank-misleidende-reclames>.

min blijkt uit de reclame-uitingen dat de rendementen afhankelijk zijn van verschillende factoren. Daarnaast is de getoonde informatie misleidend omdat Binck in de uitingen een verband suggereert tussen de getoonde rendementspercentages enerzijds en de werkwijze van Binck en het getoonde profiel anderzijds. Dit gesuggereerde verband is misleidend omdat elk ander willekeurig behaald percentage van een cliëntportefeuille binnen hetzelfde risicoprofiel getoond had kunnen worden en een ander beeld had laten zien. Het individuele karakter van de dienstverlening van Binck betekent dat elke portefeuille op basis van de verschillende daaraan ten grondslag liggende factoren ander gepresenteerd zal worden.

De AFM overweegt, onder verwijzing naar Dela, dat iedere reclame-uiting zelfstandig alle moet voldoen aan de voorwaarde dat de uiting correct, duidelijk en niet misleidend is. De stelling dat de reclame moet worden gezien tegen de achtergrond van de overige informatie die aan klanten is verstrekt gaat dan ook niet op. De AFM verwijst ook naar de Beleidsregel Informatieverstrekking van 25 september 2013²³⁷ waarin dit is aangegeven.

5.6.2.5 Wisselwerking civielrechtelijke en bestuursrechtelijke informatieplichten

Privaatrecht en maximumharmonisatie

In het civiele recht worden, zoals in paragraaf 5.6.2.2 besproken, bij de beantwoording van de vraag of de informatieplichten zijn geschonden, via de redelijkheid en billijkheid, de omstandigheden van het geval meegewogen. Naast de gedragingen van de cliënt zijn ook de mate van deskundigheid en relevante ervaring van belang. De in Fortis/Bourgonje neergelegde verplichting om 'uitdrukkelijk en in niet voor misverstand vatbare bewoordingen te waarschuwen voor de door deze met betrekking tot de samenstelling van zijn portefeuille genomen risico's',²³⁸ zou een bescherming in het verbintenissenrecht kunnen opleveren die verder of minder ver gaat dan de waarschuwingsplicht in het toezichtrecht.²³⁹ Artikel 19 lid 3, derde gedachtestreepje, MiFID, geïmplementeerd in artikel 4:20 Wft, waarin is bepaald dat informatie aan (potentiële) cliënten passend dient te zijn om hen in staat te stellen de aard en de risico's van de aangeboden beleggingsdienst te begrijpen en met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen, volgt namelijk een ander systeem dan de lijn uit Fortis/Bourgonje. De vermogensbeheerder moet een 'passende' waarschuwing geven over de risico's die verbonden zijn aan bepaalde beleggingsstrategieën.²⁴⁰ In artikel 19 lid 3 MiFID staat slechts dat de waarschuwing weliswaar dusdanig moet zijn dat de cliënt de risico's begrijpt en daardoor met kennis van zaken kan handelen, maar niettemin in gestandaardiseerde

²³⁷Te raadplegen op: <https://www.afm.nl/beleidsregelinformatieverstrekking>.

²³⁸ HR 24 december 2010, NJ 2011/251, r.o. 3.4.

²³⁹ Cherednychenko 2012b, p.232.

²⁴⁰ D. Busch, 'De invloed van MiFID op aansprakelijkheid in de Europese financiële sector', in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 29.

vorm mag worden verstrekt. Het 'uitdrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen waarschuwen' uit Fortis/Bourgonje gaat, aldus Busch, verder dan louter in gestandaardiseerde vorm passend waarschuwen.²⁴¹ De passende, maar gestandaardiseerde, bescherming uit de MiFID zou een voldoende waarborg zijn, aldus Busch.²⁴² Er is dan ook geen reden om een verdergaande bescherming aan te nemen.

Busch pleit ervoor dat de civiele rechter de zorgplicht, waaronder ook de waarschuwings- en informatieplichten, meer laat aansluiten bij de publiekrechtelijke zorgplicht. Dit komt de rechtszekerheid en een *level playing field* ten goede. De civielrechtelijke zorgplicht zou dus niet verder of minder vergaand bescherming moeten bieden dan voorgeschreven door de MiFID.²⁴³ De MiFID voorziet namelijk in maximumharmonisatie, al zegt noch de MiFID noch de MiFID II iets over de invloed van de MiFID op het civiele (aansprakelijkheids)recht, terwijl harmonisatie van beleggersbescherming wel een kerndoelstelling is.²⁴⁴

Busch ziet zijn standpunt bevestigd in de uitspraak van het Europese Hof van Justitie in de zaak Genil/Bankinter.²⁴⁵ Het gaat in deze uitspraak om een verzoek om nietigverklaring van renteswapcontracten. De betrokken Spaanse banken hebben de, hierna in paragraaf 5.6.3 te bespreken, ken-uwcliënt regels niet nageleefd. De Spaanse rechter stelt onder meer een prejudiciële vraag over de civielrechtelijke gevolgen van deze schending. Het Hof bepaalt dat het aan de lidstaten zelf is om te bepalen wat de civielrechtelijke gevolgen zijn, maar dat daarbij wel het effectiviteitsbeginsel in acht genomen moet worden.²⁴⁶ Uit de uitspraak van het Hof volgt, aldus Busch en ook Grundmann, dat de civiele rechter niet soepeler mag zijn dan de bestuursrechter, aangezien dit in strijd zou zijn met het effectiviteitsbeginsel.²⁴⁷ Of de civiele rechter strenger mag zijn dan de bestuursrechter volgt niet uit de uitspraak van het Hof. Uit de antwoorden van het Hof op prejudiciële vragen

241 Busch 2013a, p. 29.

242 Busch 2013a, p. 29.

243 D. Busch, 'De civiele zorgplicht van banken tegenover professionele beleggers – renteswaps met (semi-)publieke instellingen en het MKB', *Ondernemingsrecht* 2013/33, p. 179. Zie ook Busch 2012, met name p. 70 e.v.

244 Richtlijn 2004/39/EG, *PbEU* L 145, 30 april 2004, p. 1-47 (MiFID), zie overweging 2 en zie European Commission, 20 oktober 2011, (COM 2011) 656 final, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council (Recast), p. 1.

Zie ook Busch 2015, par. 9.3.

245 HvJ EU 30 mei 2013, nr. C-604/11, ECLI:EU:C:2013:344, (*Genil 48 SL e.a./Bankinter SA e.a.*).

246 Overweging 57.

247 D. Busch, 'Europees Hof van Justitie spreekt zich uit over het 'civiel effect' van MiFID', *TFR* 2013/6, p. 167; S. Grundman, 'The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law', *ERCL* 2013/9, p. 273. Zie ook F.D. Negra, 'The private enforcement of the MiFID conduct of business rules. An Overview of Italian and Spanish Experiences', *ERCL* 2014/10, nr. 4, p. 578-579.

van de Rotterdamse rechtbank in Nationale Nederlanden²⁴⁸ lijkt, aldus Busch, zelfs te volgen dat het Hof blind is voor het onderscheid tussen publiek- en privaatrecht. Dit zou leiden tot de conclusie dat de civiele rechter geen strengere zorgplichten mag opleggen dan de normen die voortvloeien uit de MiFID.²⁴⁹ Wallinga meent daarentegen uit de uitspraak Genil/Bankinter valt af te leiden dat de nationale lidstaten de principiële vrijheid hebben om zelf de privaatrechtelijke consequenties te bepalen van de MiFID en dat de richtlijn niet de reikwijdte van de privaatrechtelijke dimensie omvat.²⁵⁰ Als de toezichthouder administratieve sancties kan opleggen ex artikel 51 MiFID dan is aan het effectiviteitsbeginsel voldaan, aldus Wallinga.²⁵¹

Op de vraag of op grond van open en/of ongeschreven regels zoals de zorgplicht, de precontractuele goede trouw en de redelijkheid en billijkheid nadere regels gesteld mogen worden, heeft het Hof van Justitie op een prejudiciële vraag van de rechtbank Rotterdam, geantwoord dat het aan de lidstaat is om de rechtsgrondslag van verplichtingen tot het verstrekken van aanvullende informatie te bepalen teneinde zowel een daadwerkelijk begrip door de verzekeringnemer van de belangrijkste kenmerken van de verzekeringsproducten die hem worden aangeboden als een toereikend niveau van rechtszekerheid, te waarborgen.²⁵² De grondslag van de aanvullende informatie is irrelevant, wel dient voorspelbaar te zijn welke informatie verstrekt dient te worden.

Tegen het één op één overnemen van de publiekrechtelijke regels in civiele rechtspraak kan worden ingebracht dat door het niet blindelings volgen van de publiekrechtelijke regels een onwenselijke privaatrechtelijke uitkomst kan worden voorkomen. Wel kan het niet navolgen van de publiekrechtelijke regels door de civiele rechter de strekking van MiFID I en MiFID II, het bereiken van een hoge graad van harmonisatie, ondermijnen, aldus terecht Cherednychenko.²⁵³

Omstandigheden van het geval

Of de civiele zorgplicht (in casu waarschuwingsplicht) verder of minder ver gaat dan de publiekrechtelijke zorgplicht is, zoals reeds opgemerkt, erg afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Dit is goed te zien bij de zaken

248 HvJ EU 29 april 2015, C-51/13, ECLI:EU:C:2015:286 (*Nationale Nederlanden Levensverzekeringen Mij*).

249 Busch 2015, p. 217.

250 M. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35, p. 294 e.v. Wallinga wijst ook op een uitspraak van het Duitse BGH. De Duitse rechter overweegt, in het licht van Genil/Bankinter, dat de MiFID slechts de publiekrechtelijke en niet ook de privaatrechtelijke dimensie omvat (BGH 17 september 2013, XI ZR 332/12).

251 Wallinga 2014, p. 295.

252 HvJ EU 29 april 2015, C-51/13, ECLI:EU:C:2015:286, r.o. 27. Voor de prejudiciële vraag zie Rb. Rotterdam 28 november 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BY5159.

253 O.O. Cherednychenko, 'Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?', *ERCL* 2014/10(4), p. 491.

omtrent de renteswaps. Zo hangt de omvang van de zorgplicht (waarschuwingsplicht) af van de omstandigheden van het specifieke geval, waaronder begrepen de deskundigheid en relevante ervaring van de cliënt, de ingewikkeldheid van het product en de aan het product verbonden risico's.²⁵⁴ Van een cliënt mag worden gevraagd dat hij omzichtig en oplettend te werk gaat en de aan hem opgestuurde stukken en adviezen zorgvuldig leest. Als er onduidelijkheden zijn dan dient de cliënt de bank om opheldering te vragen. In verschillende gevallen leidt de uitkomst van de vraag of voldoende is geïnformeerd dan ook tot verschillende uitkomsten.²⁵⁵

In een enkele zaak wordt een directe koppeling gemaakt tussen informatieplichten uit het civiele recht en de artikelen 4:19 en 4:20 Wft en de invloed van deze artikelen op de civiele informatieplichten. Zo overweegt het hof Den Bosch in de zaak ABN Amro/Westkant dat de publiekrechtelijke zorgplicht (informatieplicht) de privaatrechtelijke zorgplicht (informatieplicht) wel beïnvloedt, maar niet bepaalt. Dat de financiële dienstverlener gehouden kan zijn om een verdergaande zorgplicht (informatieplicht) in acht te nemen dan de publiekrechtelijke zorgplicht, vloeit voort uit de redelijkheid en billijkheid, aldus het hof.²⁵⁶

Het hof Den Bosch erkent overigens wel dat de informatie bedoeld in de artikelen 4:19 en 4:20 Wft in gestandaardiseerde vorm verstrekt mag worden. Het hof overweegt dat uit de artikelen 4:20 lid 1 Wft, artikel 80a BGfo (een uitwerking van artikel 4:20 lid 1 Wft) en artikel 19 lid 3 MiFID volgt dat de bank de cliënt voldoende indringend en in niet mis te verstane bewoordingen dient te waarschuwen.²⁵⁷ Het hof neemt, aldus Van der Wiel en Wijenberg,

254 Rb. Noord-Holland 9 april 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:3173, r.o. 4.8. Zie ook Rb. Amsterdam 9 april 2014, ECLI:NL:RBAMS:2014:2280.

255 Zie bijv. HR 14 augustus 2015, ECLI:NL:HR:2015:2191, *JOR* 2015/235, m.nt. C.W.M. Lieveer. De Hoge Raad overweegt dat de zorgplicht kan meebrengen dat de bank de cliënt behoort te waarschuwen voor de risico's van voortzetting van een bepaald beleggingsbeleid en dat de bank er pas op mag vertrouwen dat de cliënt ermee instemt bepaalde risico's te lopen als hij, na hier uitdrukkelijk op te zijn gewezen door de bank, daarmee instemt. Het betreft hier wel een bijzonder feitencomplex. Zie ook Rb. Oost-Brabant 22 juli 2015, ECLI:NL:RBOBR:2015:4429; Rb. Zeeland-West-Brabant 12 augustus 2015, ECLI:NL:RBZWB:2015:5414 (de rechtbank gaat in deze zaak zelfs over tot ontbinding van de renteswapovereenkomst) en hof Amsterdam 10 november 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:4647 (in deze zaak wordt dwaling aangenomen; het betreft ook hier specifieke omstandigheden).

256 Hof 's-Hertogenbosch 15 april 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:1052, *JOR* 2014/168, zie r.o. 4.11.4. Zie ook rb. Den Haag 14 januari 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:272, r.o. 4.151.

257 Hof 's-Hertogenbosch 15 april 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:1052, *JOR* 2014/168, zie r.o. 4.11.10.

de regels uit de MiFID als minimumnorm.²⁵⁸ Uit de MiFID volgt immers dat ook in gestandaardiseerde vorm passend gewaarschuwd kan worden.²⁵⁹

Mijns inziens kan, op grond van besluit A van het CbB (paragraaf 5.6.2.4, nr. 2), de vraag gesteld worden of ook de *bestuursrechter* niet een strengere waarschuwingsplicht oplegt dan op grond van de MiFID vereist is. Immers in het besluit A is in het prospectus 'in niet mis te verstane bewoordingen' te vinden dat er risico's kleven aan het financiële product. De formulering 'in niet mis te verstane bewoordingen' lijkt uit het civiele recht te komen, en is strenger dan het begrip 'passend'. Daarnaast is het prospectus een vorm om informatie in gestandaardiseerde vorm te verstrekken. De rechter houdt in beroep wel rekening met de omstandigheden, maar ondanks het (passend) waarschuwen in gestandaardiseerde vorm, is er sprake van een overtreding.

Misleiding

Op grond van de artikelen 4:19 lid 2 en 4:20 Wft dient de verstrekte informatie begrijpelijk te zijn en niet misleidend. Ook hier speelt de vraag of de civiele rechter strenger of minder streng kan zijn dan de bestuursrechter. In het arrest *Lehman Brothers* van het hof Amsterdam komt de vraag aan de orde of de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken ten aanzien van het begrip essentiële informatie geen andere, strengere eisen stelt dan de artikelen 4:19 en 4:20 Wft en de daarop gebaseerde artikelen 58a lid 3 en 58c lid 1 BGfo.²⁶⁰ De vraag of brochures een mededeling bevatten die door vorm of inhoud bij degenen tot wie zij zich richten of die zij bereiken een onjuiste verwachting of een onjuiste dan wel onvolledige voorstelling van zaken kan doen ontstaan en dus in een of meer opzichten misleidend is, moet worden beantwoord aan de hand van de vraag of bij een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige oplettende niet-professionele belegger na lezing van de brochures een onjuiste voorstelling van zaken omtrent de werken en de risico's kan zijn ontstaan of onjuiste verwachtingen kunnen zijn gewekt.²⁶¹ Het hof beantwoordt de vraag of er sprake is van misleiding aan de hand van de stukken als geheel.

Door de vraag aan de hand van de stukken als geheel te beantwoorden komt een verschil tussen privaatrechtelijke handhaving en bestuursrechtelijke handhaving naar voren. De civiele rechter houdt rekening met de omstandigheden van het geval. Dit in tegenstelling tot hetgeen het CbB overweegt in besluit A (zie paragraaf 5.6.2.4, nr. 2), namelijk dat de reclame-uiting op

258 B.T.M. van der Wiel en I.J.F. Wijnberg in hun noot onder Hof 's-Hertogenbosch 15 april 2014, *JOR* 2014/168.

259 Zie ook D. Busch, 'De invloed van MiFID op aansprakelijkheid in de Europese financiële sector', in: D. Busch, C.J.M. Klaassen en T.M.C. Arons (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 29.

260 Hof Amsterdam 14 mei 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:CA3906, *JOR* 2013/212, m.nt. J.W.P.M. van der Velden, zie r.o. 4.11.

261 Hof Amsterdam 14 mei 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:CA3906, *JOR* 2013/212, m.nt. J.W.P.M. van der Velden, zie r.o. 4.14.

zichzelf aan de eisen van artikel 4:19 lid 2 Wft dient te voldoen. De bestuursrechter had in beroep de boete nog gematigd omdat het door de AFM goedgekeurde prospectus evenwichtige informatie bood. De cliënt had dus goed geïnformeerd kunnen zijn. In de literatuur wordt opgemerkt dat de algemene beschrijving van de aard en risico's van de financiële instrumenten op grond van artt. 4:20 Wft jo. 58c lid 1 BGfo, in tegenstelling tot hetgeen geldt in het civiele recht, niet hoeft te worden afgestemd op de deskundigheid van de individuele consument, maar dient te worden afgestemd op de gemiddelde 'maatman-consument'.²⁶² In het civiele recht worden de individuele omstandigheden van het geval, waaronder met name de deskundigheid van de cliënt, immers meegewogen.

Op het civiele arrest Lehman Brothers bestaat wel kritiek omdat het moeilijk te rijmen zou zijn met het arrest World Online van de Hoge Raad. In World Online²⁶³ lijkt de Hoge Raad van oordeel dat mededelingen apart getoetst dienen te worden aan de maatstaf van misleiding.²⁶⁴ Van der Velden meent dat het apart toetsen van de mededelingen ook de maatstaf is van artikel 6:193a e.v. BW. Van der Velden acht de uitspraak van het hof in de Lehman Brothers zaak dan ook moeilijk te rijmen met het uitgangspunt van artikel 6:193a e.v. BW en met de World Online-zaak.

Er wordt, aldus Frielink, in het World Onlinearrest een onderscheid gemaakt naar de vraag of een op zichzelf staande mededeling misleidend is dan wel of de mededeling, in de geplaatste context, de belegger heeft misleid. Bij het laatste gaat het om de beïnvloeding van de beleggingsbeslissing.²⁶⁵ Bij een abstracte beoordeling speelt de maatmanbelegger een rol, maar bij de individuele beoordeling van de aansprakelijkheid spelen de kennis en ervaring op beleggingsgebied van de individuele belegger een rol. De verschillende (misleidende) mededelingen zullen dan toch zeker in hun context gezien dienen te worden, waarbij de mededelingen niet los van elkaar beoordeeld kunnen worden.

De individuele omstandigheden worden naar mijn mening dan ook in het civiele recht meegewogen bij de beantwoording van de vraag of de belegger in casu misleid is. Dit volgt ook uit het arrest van de Hoge Raad Stichting Misrekening/ING. De A-G meent dat de consument omtrent het beleggings-

262 M. Neering, 'Aansprakelijkheid bij *execution only*, advies en vermogensbeheer', in: D. Busch (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 391.

263 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink, zie r.o. 4.25.1.

264 Hof Amsterdam 14 mei 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:CA3906, JOR 2013/212, m.nt. J.W.P.M. van der Velden, punt 6.

265 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, JOR 2010/43, m.nt. K. Frielink, zie r.o. 4.10.4 en K. Frielink in zijn noot onder dit arrest, punt 8.

product uit meer bronnen informatie had kunnen halen dan alleen uit de folder met de gewraakte uitingen.²⁶⁶

Overduidelijke reclame-uitingen, met uitdrukkingen als ‘100% kapitaalsgarantie’ en ‘gegarandeerd uw inleg terug’, zijn gezien in het licht van brochures niet misleidend als het voor de niet-professionele belegger duidelijk is geweest dat en welke risico’s er waren.²⁶⁷

De wettelijke informatieplicht op grond van artikel 4:20 Wft verschilt dan ook op dit punt van de civielrechtelijke informatieplicht. Deze civielrechtelijke informatieplicht houdt immers rekening met de individuele omstandigheden van het geval.

5.6.2.6 Afronding

Waarschuwen en informeren van niet-professionele beleggers op grond van de Wft in een gestandaardiseerde waarschuwing, zoals toegestaan op grond van de wet, is niet zonder meer voldoende om een boete van de AFM te ontlopen. Op grond van de MiFID mag een beleggingsinstelling de belegger in gestandaardiseerde vorm ‘passend’ waarschuwen. Uit de besproken besluiten volgt echter dat het voor de niet-professionele belegger duidelijk dient te zijn welk product wordt afgenomen en met wie de overeenkomst wordt gesloten. Standaardexoneraties voldoen niet zomaar, zoals volgt uit het besluit A.²⁶⁸ Bovendien is in het besluit A sprake van een door de AFM goedgekeurde prospectus waarin de risico’s worden omschreven met de term ‘in niet mis te verstane bewoordingen’.²⁶⁹ De formulering ‘in niet mis te verstane bewoordingen’ in relatie tot de waarschuwingsplicht is terug te vinden in het arrest van de Hoge Raad inzake Fortis/Bourgonje (civiel recht). De kritiek op dit arrest is dat de civiele rechter daarmee strenger is dan op grond van de MiFID vereist is.²⁷⁰ Zoals hiervoor aangegeven lijkt naar mijn mening hetzelfde te gelden voor de AFM en de bestuursrechter.

Mocht dit zo zijn, dan stemt de benadering van de AFM en de bestuursrechter overeen met het civiele recht. De AFM en de bestuursrechter achten het waarschuwen ‘in niet mis te verstane bewoordingen’ de norm. Het waarschuwen ‘in niet mis te verstane bewoordingen’ is een term die zwaarder is dan ‘passend’. Het prospectus lijkt mij juist de manier bij uitstek om in gestandaardiseerde vorm te waarschuwen. Dit levert de interessante conclusie op dat ook de AFM een verdergaande bescherming dan de MiFID lijkt voor te staan.

266 HR 1 mei 2015, ECLI:NL:HR:2015:1191; conclusie Wissink 20 maart 2015, ECLI:NL:PHR:2015:314 (*Stichting Misrekening/ING*).

267 Rb. Amsterdam 2 maart 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BP6838; hof Amsterdam 26 maart 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ5509, *JOR* 2013/173, m.nt. B.P.M. van Ravels.

268 Zie par. 5.6.2.4, nr. 2.

269 Rb. Rotterdam 17 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9417, *JOR* 2013/74, m.nt. J.A. Voerman, r.o. 6.

270 Busch 2012, p. 71-72.

Hiermee komt de maximumharmonisatie van de regelgeving onder druk te staan.

Ondanks de genoemde overeenkomsten lopen de uitspraken van de civiele rechter enerzijds en de AFM en de bestuursrechter anderzijds in de zaak SNS wel uiteen.²⁷¹ De civiele rechter heeft in tegenstelling tot de AFM wel oog voor gevallen waarin reeds door een externe adviseur is geadviseerd. Deze omstandigheid wordt immers wel meegewogen door de civiele rechter. Ook overweegt de civiele rechter dat tussen betrokken beleggers, bijvoorbeeld in geval van *execution only*-diensten, afspraken kunnen worden gemaakt over wie de consumenten informeert. Dit, terwijl de bestuursrechter juist oordeelt dat de vraag of de niet-professionele belegger reeds is geadviseerd door bijvoorbeeld de externe adviseur, alleen gevolgen heeft voor de beoordeling van de ernst van de overtreding.

De redelijkheid en billijkheid speelt binnen het civiele recht een grote rol, waardoor alle relevante omstandigheden worden meegenomen. Bij de bestuursrechtelijke handhaving lijkt het meewegen van de omstandigheden slechts te kunnen resulteren in het eventueel matigen van de boete, maar er blijft wel sprake van een overtreding.²⁷² Hier wordt duidelijk dat de waarschuwingsplicht in bestuursrechtelijke zin niet geïnterpreteerd kan worden vanuit het kader van de redelijkheid en billijkheid. De waarschuwingsplicht is uit de privaatrechtelijke context gehaald en dit kan tot de situatie leiden dat er bestuursrechtelijk wel sprake is van een overtreding, terwijl privaatrechtelijk, op grond van de redelijkheid en billijkheid, geen sanctie toegepast zou worden.²⁷³

De norm uit artikel 4:19 Wft is open geformuleerd. Het spanningsveld tussen artikel 7 EVRM en open normen blijft actueel bij de invulling van de verschillende waarschuwingsplichten. In het Dela-besluit wordt het verschil tussen civielrechtelijke handhaving en bestuursrechtelijke handhaving duidelijk.²⁷⁴ Deze uitspraak illustreert dat bij bestuursrechtelijke handhaving het gedrag van de overtreder wordt bestraft, zonder dat de benadeling van de consument daarbij direct van belang is. Bij civiele handhaving staan daarentegen het gedrag en de benadeling van de (individuele) consument centraal.

271 Zie par. 5.6.2.4, nr. 4.

272 zie besluit A, par. 5.6.2.4, nr. 2.

273 Zie ook Scheltema & Scheltema 2009, p. 64.

274 Zie par. 5.6.2.4, nr. 3.

5.6.3 Bijzondere zorgplicht

5.6.3.1 Inleiding

In de Wft zijn verschillende zorgplichten te vinden. Het enkel voorzien van informatie wordt onvoldoende geacht om consumenten te beschermen tegen irrationeel handelen met betrekking tot complexe financiële producten.²⁷⁵ De term zorgplichten lijkt in de rechtspraktijk bij voorkeur te worden gebruikt indien men zich niet wil vastleggen op een contractuele dan wel delictuele grondslag voor toe- of afwijzing van de vordering.²⁷⁶ Tjong Tjin Tai heeft de zorgplicht gedefinieerd als 'een plicht tot handelen of nalaten ten behoeve van één of meer concrete belangen van een persoon of object'.²⁷⁷ Veel zorgplichten in de jurisprudentie zijn aanvaard op het grensvlak van contractuele en buitencontractuele aansprakelijkheid.²⁷⁸

Zorgplicht heeft te maken met 'zorgen' en krijgt daardoor een ethisch karakter. Zorgen houdt in het toezien en moeite doen dat iets geschiedt of onderhouden wordt. Informeren is het zichzelf of een ander verschaffen van kennis.²⁷⁹ Toch worden, zoals in paragraaf 5.6.2.1 beschreven, deze termen ook wel door elkaar gebruikt en vallen informatieplichten onder het bredere begrip zorgplichten.

De zorgplichten die in deze paragraaf worden besproken leggen, in een aantal gevallen, op financiële ondernemingen de plicht om de belangen van de consument te behartigen. De 'bijzondere zorgplicht' verplicht de financiële instelling als bij uitstek professioneel en deskundig om de particuliere, niet-professionele cliënt in meer of mindere mate bescherming te bieden tegen zichzelf.²⁸⁰ Deze bijzondere zorgplicht kan er toe leiden dat de bank verplicht is verder te gaan dan het informeren en waarschuwen van (potentiële) cliënten in de zin dat ook onderzoek gedaan dient te worden naar de individuele behoefte, kennis en wensen van de individuele cliënt. De reikwijdte is afhankelijk van de omstandigheden van het geval.²⁸¹ De bijzondere zorgplicht speelt zowel een rol in de precontractuele fase als in de contractuele fase.

Het is goed om in gedachten te houden dat er onderscheid valt te maken in drie zogenoemde 'service levels' bij beleggingsdiensten. Het betreft: *execution only*, advies en vermogensbeheer.²⁸²

²⁷⁵ Scheltema & Scheltema 2009, p. 96.

²⁷⁶ Jansen 2012, p. 21.

²⁷⁷ Tjong Tjin Tai 2006, p. 97.

²⁷⁸ Jansen 2012, p. 21.

²⁷⁹ Rinkes 2007, p. 231.

²⁸⁰ HR 23 mei 1997, NJ 1998/192, r.o. 3.3.

²⁸¹ Scheltema & Scheltema 2009, p. 96 en ook Wallinga 2016, par. 2.

²⁸² Neering 2013, p. 373 e.v. HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*); HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (*Levob*); HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184 (*GeSP/Aegon*).

* *Execution only* houdt in dat de cliënt zelfstandig beslist over zijn beleggingsbeslissingen. De beleggingsonderneming voert slechts de orders van de cliënt uit. Er rusten minder verantwoordelijkheden op de beleggingsonderneming en artikel 4:23 Wft geldt dan ook alleen voor vermogensbeheer en advies en niet voor *execution only*. Dit betekent dat er geen onderzoek gedaan hoeft te worden naar de risicobereidheid en de doelstellingen van de cliënt. Mocht de cliënt niet meer aan zijn verplichtingen kunnen voldoen, dan dient de beleggingsonderneming erop toe te zien dat de cliënt zekerheden stelt of de posities sluit (artikel 86 lid 2 BGfo).

In adviesrelaties verstrekt de beleggingsonderneming, op verzoek van de cliënt of ongevraagd, adviezen aan de cliënt over aan- en verkoop van bepaalde financiële instrumenten. De cliënt kan vervolgens zelf beslissen of hij de adviezen opvolgt. Er bestaat geen verplichting om ongevraagd adviezen te verstrekken. Hier lijkt wel een verschil te bestaan met het arrest Fortis/Bourgonje²⁸³ waarin de Hoge Raad wel een adviesplicht, om het aandelenpakket zo snel mogelijk te verkopen, lijkt aan te nemen. In de effectenleasezaken neemt de Hoge Raad aan dat de zorgplicht er zelfs toe kan strekken dat het advies inhoudt om te adviseren van de overeenkomst af te zien.²⁸⁴ Deze adviesplicht lijkt dan ook verder te kunnen reiken dan de bestuursrechtelijke adviesplicht. De eis van artikel 4:23 Wft bevat geen verplichting tot advisering.

Bij vermogensbeheer is de beleggingsonderneming bevoegd zelfstandig en naar eigen inzicht beleggingsbeslissingen te nemen en uit te voeren voor rekening van de cliënt. Er is per transactie geen aparte toestemming meer nodig van de cliënt. Het gaat om het beheren van individueel vermogen.

5.6.3.2 Privaatrechtelijke bijzondere zorgplicht

De algemene privaatrechtelijke zorgplicht met betrekking tot de overeenkomst van opdracht kan worden gevonden in artikel 7:401 BW. In dit artikel is bepaald dat de opdrachtnemer bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht zal nemen. De opdrachtnemer dient hierbij te handelen als een redelijk bekwaam en redelijk handelende vakgenoot.²⁸⁵

Op grond van vaste rechtspraak, door de Hoge Raad in Rabobank/Van der Steeg c.s.²⁸⁶ kort opgesomd, heeft de bank als professionele en bij uitstek deskundige dienstverlener een bijzondere zorgplicht bij beleggingsadviesrelaties met de particuliere belegger.²⁸⁷ Deze bijzondere zorgplicht houdt onder meer in dat de bank vooraf onderzoek doet naar de financiële mogelijkheden,

283 HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, NJ 2011/ 251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; JOR 2011/ 54, m.nt. Pijls.

284 Zie ook Neering 2013, p. 376.

285 Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV 2014, nr. 200.

286 HR 8 februari 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY4600, NJ 2014/497, m.nt. Jac. Hijma, r.o. 4.3.1.

287 Deze lijn is ook bevestigd in HR 6 november 2015, ECLI:NL:HR:2015:3229, NJ 2015/456.

deskundigheid en doelstellingen van de cliënt en dat de bank de cliënt dient te waarschuwen voor mogelijke risico's die aan een voorgenomen of toegepaste beleggingsstrategie zijn verbonden. Daarnaast waarschuwt de bank de cliënt ook als de toegepaste of voorgenomen beleggingsstrategie niet past bij zijn financiële mogelijkheden of doelstellingen, zijn risicobereidheid of zijn deskundigheid. Deze plicht strekt mede ter bescherming van het mogelijke gebrek aan kunde en inzicht of van eigen lichtvaardigheid bij cliënt.²⁸⁸

Dit betekent niet dat er geen enkele verantwoordelijkheid bij de cliënt ligt. Er wordt uitgegaan van een zogenoemde maatman-consument: van een gemiddeld geïnformeerde, gewone consument mag in ieder geval worden verwacht dat hij weet dat effecten niet alleen in waarde kunnen stijgen, maar ook in waarde kunnen dalen, en van een omzichtige en oplettende consument mag worden verwacht dat hij zich vooraf redelijke inspanningen getroost om de betekenis van de overeenkomst en de daaruit voortvloeiende verplichtingen en risico's te doorgronden en dat hij de in de brochures opgenomen aanprijzingen, lofuitingen en voorbeelden met prudentie beschouwt.²⁸⁹ Ook contractuele factoren kunnen van invloed zijn op de zorgplicht. Zo kan, in algemeen civielrechtelijke zin, een beperkte vergoeding een reden zijn dat er slechts naar enkele aspecten van de zaak wordt gekeken en geen volledige beoordeling wordt gegeven.²⁹⁰ De vraag is in hoeverre dit geldt voor financiële producten, al zou dit wel een rol kunnen spelen bij *execution only* dienstverlening. Aanvullende verplichtingen kunnen ook worden afgeleid uit de redelijkheid en billijkheid van artikel 6:248 lid 1 BW en artikel 6:2 BW.²⁹¹ Dit volgt uit onder meer uit de arresten Dexia,²⁹² Levob²⁹³ en Aegon.²⁹⁴

5.6.3.3 Privaatrechtelijke bijzondere zorgplicht jegens cliënten en potentiële cliënten

Uit vaste jurisprudentie volgt dat financiële dienstverleners een bijzondere zorgplicht hebben ten opzichte van consumenten.²⁹⁵ Een van de eerste arresten waarin de bijzondere zorgplicht wordt aangenomen is Dinkgreve/ING.²⁹⁶ De invulling van de zorgplicht is afhankelijk van de omstandigheden van het

288 HR 8 februari 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY4600, NJ 2014/497, m.nt. Jac. Hijma, r.o. 4.3.1.

289 R. Stijnen, 'De zorgplicht van artikel 4:23 Wft: geschikte financiële dienstverlening door financiële ondernemingen', in: R. Stijnen en R. Kruisdijk (red.), *Zorgplicht en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 36. Zie ook Jansen 2012, p. 503.

290 Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV 2014/98. Zie ook HR 7 april 2006, ECLI:NL:HR:2006:AV1558, NJ 2006/245 en HR 9 september 2011, ECLI:NL:HR:2011:BS1090, RvdW 2011/1069.

291 Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV 2014/99.

292 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*).

293 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (*Bolle/Levob*).

294 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184, JOR 2009/200, m.nt. C.W.M. Lieverse (*GeSP/Aegon*).

295 Het voert te ver om hier al deze jurisprudentie uiteen te zetten. Zie voor een goed overzicht Jansen 2012, p. 512-527. Zie ook Caria 2014, p. 44 e.v.

296 HR 24 januari 1997, NJ 1997/260, r.o. 3.2.

geval.²⁹⁷ De bijzondere zorgplicht op het terrein van de optiehandel en effectenlease is door de Hoge Raad uitgewerkt in verschillende arresten. Bij de optiehandel is het arrest Van Zuylen/Rabobank een bekend voorbeeld.²⁹⁸ Dit arrest ziet op de contractuele zorgplicht. De beleggingsinstelling dient niet zomaar mee te gaan met de wensen van de cliënt.²⁹⁹ Waarschuwen is niet genoeg, de beleggingsinstelling moet in bepaalde gevallen zelfs weigeren een overeenkomst aan te gaan.³⁰⁰

In de bekende effectenlease-arresten Bolle/Levob,³⁰¹ Dexia/De Treek³⁰² en GeSP/Aegon³⁰³ wordt aangenomen dat de bijzondere zorgplicht ook geldt in de precontractuele fase. In deze arresten heeft de Hoge Raad zich uitgelaten over de vraag hoe de zorgplicht dient te worden ingevuld met betrekking tot het aangaan van effectenovereenkomsten. In deze arresten is een verdergaande waarschuwingsplicht en een verdergaande onderzoeksplicht aangenomen voor effectenaanbieders. De verdergaande waarschuwingsplicht houdt in dat de dienstverlener de potentiële cliënt dient te wijzen op de risico's van het beleggingsproduct. Zo overweegt de Hoge Raad onder meer in GeSP/Aegon³⁰⁴ dat op Aegon als professionele dienstverlener een bijzondere zorgplicht rust, die ertoe strekt particuliere wederpartijen te beschermen tegen de gevaren van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. Deze zorgplicht vloeit voort uit de eisen van de redelijkheid en billijkheid. De reikwijdte van de bijzondere zorgplicht is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waarbij relevant zijn de deskundigheid en ervaring van de betrokken wederpartij, de ingewikkeldheid van het beleggingsproduct en de daaraan verbonden risico's en de regelgeving tot nakoming waarvan de effecteninstelling is gehouden met inbegrip van de gedragsregels.³⁰⁵

In De Treek/Dexia en Levob/Bolle oordeelt de Hoge Raad in gelijke beoordelingen over de vraag of er een verdergaande waarschuwingsplicht is en hoe deze ingevuld dient te worden.

297 HR 9 januari 1998, NJ 1999/285 (*MeesPierson/Ten Bos c.s.*), r.o. 362; HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, NJ 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai (*Fortis/Bourgonje c.s.*), r.o. 3.4. Zie ook Jansen 2012, p. 512.

298 HR 11 juli 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419, NJ 2005/103 (*Van Zuylen/Rabobank*).

299 HR 11 juli 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF7419, NJ 2005/103 (*Van Zuylen/Rabobank*). Zie ook HR 26 juni 1998, NJ 1998/660, m.nt. C.J. van Zeben (*Van de Klundert/Rabobank*).

300 Zie ook W.H. van Boom, 'Bancaire zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid van de belegger', *NTBR* 2003/10, p. 560.

301 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (*Levob*).

302 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*).

303 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184, *JOR* 2009/200, m.nt. C.W.M. Lieveise (*GeSP/Aegon*).

304 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184, *JOR* 2009/200, m.nt. C.W.M. Lieveise (*GeSP/Aegon*).

305 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184, *JOR* 2009/200, m.nt. C.W.M. Lieveise (*GeSP/Aegon*), r.o. 4.6.2.

De civiele rechter neemt niet de *execution only*-relatie als oriëntatiepunt om uitwerking te geven aan die bijzondere zorgplicht.³⁰⁶ In de procedures wordt betoogd door de aanbieders dat het aanbieden van gestandaardiseerde producten vergelijkbaar is met de zogenaamde '*execution only*' relatie waar minder vergaande zorgplichten zouden gelden.³⁰⁷ Dit standpunt wordt verworpen.

Naast de verdergaande waarschuwingsplicht heeft de beleggingsinstelling ook een verdergaande onderzoeksplicht. Deze onderzoeksplicht ziet op de vraag in hoeverre de uit de overeenkomst voortvloeiende verplichtingen naar redelijke verwachtingen kunnen worden gedragen door de afnemers. Zo overweegt de Hoge Raad in GeSP/Aegon dat naast de verdergaande waarschuwingsplicht voor het bijzondere risico van de restschuld Aegon inlichtingen diende in te winnen over de inkomens- en vermogenspositie van de deelnemers. Hieraan doet, aldus de Hoge Raad, niet af, dat de aan de 'Sprintplan'-overeenkomsten verbonden financiële risico's beperkter zouden zijn dan bij andere effectenlease-overeenkomsten, waar de op Aegon rustende bijzondere zorgplicht ertoe strekt de particuliere deelnemer te beschermen tegen de gevaren van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht.³⁰⁸ Mocht blijken dat een particuliere deelnemer dit risico niet kan dragen, dan dient de instelling het product te ontraden.³⁰⁹ Deze verplichting gaat echter niet zo ver dat de effecteninstelling het aangaan van de overeenkomst dient te weigeren.³¹⁰

Kort gezegd houdt de bijzondere zorgplicht derhalve enerzijds een waarschuwingsplicht omtrent het restschuldrisico in en anderzijds een onderzoeken en adviseringsplicht aangaande de inkomens- en vermogenspositie van beleggers.³¹¹ Deze bijzondere zorgplicht beoogt meer dan informeren en reikt, zoals in de volgende paragraaf zal blijken, verder dan de mededelingsplicht uit hoofde van dwaling ex artikel 6:228 lid 1 sub b BW.

5.6.3.4 Dwaling

De Hoge Raad oordeelt in de arresten Dexia en Levob dat geen sprake is van schending van een mededelingsplicht in de zin van artikel 6:228 BW (dwaling).³¹² De waarschuwingsplicht is kennelijk wel geschonden, maar er bestaat

306 Stijnen 2011, p. 37.

307 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*), r.o. 4.11.5.

308 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184, JOR 2009/200, m.nt. C.W.M. Lieveise (*GeSP/Aegon*), r.o. 4.6.8.

309 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*), r.o. 5.1.

310 Zie bijv. HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (*Levob*), r.o. 4.7.2.

311 Jansen 2012, p. 517-518.

312 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*), r.o. 4.4.5.

geen mededelingsplicht in de zin van artikel 6:228 BW.³¹³ Over deze scheiding tussen de precontractuele mededelingsplicht en de uit de bijzondere zorgplicht voortvloeiende waarschuwings- en onderzoeksplicht is in de literatuur het nodige geschreven.³¹⁴ Er is, volgens de Hoge Raad, sprake van een schending van de precontractuele waarschuwingsplicht omtrent het restschuldrisico, maar het beroep op dwaling vanwege schending van de mededelingsplicht ex artikel 6:228 lid 1 sub b BW wordt verworpen. De Hoge Raad overweegt daarover dat 'op essentiële punten voldoende duidelijke inlichtingen waren verschaft om een eventuele onjuiste voorstelling omtrent de aan de overeenkomst verbonden risico's, waaronder het restschuldrisico, redelijkerwijze te voorkomen.'³¹⁵ De aanbieders hebben de mededelingsplicht daarom niet geschonden. De aanbieders hebben voldoende informatie verstrekt op grond waarvan de afnemers een beeld konden krijgen van de eigenschappen van het product. Toch rust op de aanbieder, zoals hierboven reeds genoemd, een bijzondere zorgplicht die inhoudt dat de aanbieder de afnemer beschermt tegen eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. Deze bijzondere zorgplicht is afhankelijk van de omstandigheden van het geval waaronder de mate van deskundigheid en relevante ervaring, de ingewikkeldheid van het beleggingsproduct en de daaraan verbonden risico's en de regelgeving tot nakoming van de zorgplicht, waaronder de gedragsregels. In niet mis te verstane bewoordingen had Bolle door Levob gewaarschuwd moeten worden voor het risico dat aan het einde van de looptijd van de overeenkomst nog een schuld zou resterende.³¹⁶ Daarnaast had onderzoek gedaan moeten worden naar de inkomenspositie van Bolle, onder meer naar de vraag of hij bij een restschuld aan de betalingsverplichtingen zou kunnen voldoen. De bijzondere zorgplicht reikt dan ook verder dan de algemene mededelingsplicht bij dwaling.³¹⁷ Kortom, de Hoge Raad oordeelt dat er geen sprake is van dwaling en dat de overeenkomst niet op die grond vernietigd kan worden. Dat de mededelingsplicht op grond van het 'ken-uw-cliënt'-beginsel wel geschonden is, brengt in deze zaak geen dwaling in de zin van artikel 6:228 BW mee.

Dit roept de vraag op wat nu het verschil is tussen de mededelingsplicht in de zin van dwaling en de waarschuwingsplicht bij de bijzondere zorgplicht. Castermans en Den Hollander merken op dat er wel verschillen zijn tussen de onderzoeksplicht c.q. mededelingsplicht van de aanbieder bij dwaling en de onderzoeksplicht c.q. waarschuwingsplicht op grond van het 'ken-uw-cliënt'-beginsel. Bij dwaling is het onderzoek gericht op de kennis van de

313 S.B. van Baalen, 'Drie recente effectenleasearresten van de Hoge Raad', *Ondernemingsrecht* 2009/176, nr. 4, p. 757. Zie ook A.G. Castermans & W.P. den Hollander, 'Dwaling tussen privaot- en publiekrecht', *WPNR* 2012/6940 p. 563.

314 Onder meer: Castermans & Den Hollander 2012, p. 563, Van Baalen 2009, 176, nr. 4, Jansen 2012, p. 518-519.

315 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treck/Dexia*), r.o. 4.4.5,

316 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (*Bolle/Levob*), r.o. 4.5.5.

317 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treck/Dexia*), r.o. 4.4.5.

dwalende en op wat de dwalende subjectief beweegt. Bij het 'ken-uw-cliënt'-beginsel staat de vraag centraal of de transactie voor de cliënt objectief gezien verantwoord is.³¹⁸ Toch vervaagt dit verschil bij de invulling van de verschillende onderzoeksplichten.

Ook Van Boom en Lindenberg merken op dat aan de ene kant het verschil flinterdun lijkt te zijn maar aan de andere kant is het resultaat dan wel het uitgangspunt fundamenteel.³¹⁹ Het gaat in beide gevallen om het verstrekken en inwinnen van informatie om de koper te beschermen. Het rechtsgevolg van de schending van de mededelingsplicht maakt de overeenkomst echter vernietigbaar (artikel 6:228 BW). De overeenkomst dient volledig te worden teruggedraaid. De schending van de waarschuwingsplicht brengt alleen het recht op schadevergoeding met zich mee. Op grond van artikel 6:101 BW kan daarbij rekening worden gehouden met eigen schuld.³²⁰ In de literatuur wordt opgemerkt dat het onderscheid mogelijk is ingegeven door het gewenste resultaat.³²¹ Bij vernietiging zouden alle lasten voor rekening komen van de aanbieder en de onvoorzichtige cliënt zou vrijuit gaan.³²² Er wordt voor gepleit dat, net als bij gedeeltelijke ontbinding, (partiële) nietigheid en aanpassing van de overeenkomst meer toepassing moeten kunnen vinden.³²³ Partiële nietigheid zal echter niet eenvoudig te realiseren zijn, immers welk gedeelte van de aandelentransactie wordt vernietigd en welk gedeelte niet? Eventueel zou aansluiting kunnen worden gezocht bij artikel 6:278 BW (wijziging van de waardeverhouding) of artikel 6:248 lid 2 BW (redelijkheid en billijkheid).³²⁴

Op grond van artikel 1:88 jo 1:89 BW (het instemmingsvereiste van de partner) zijn effectenleasetransacties overigens wel vernietigd. De angst voor de gevolgen van vernietiging als argument houdt dan ook geen stand.³²⁵ In dit kader is door Dexia in de zaak Dexia/Van Tuijl artikel 6:278 BW naar voren gebracht.³²⁶ De Hoge Raad heeft het beroep op dit artikel echter verworpen. Hijma kan in zijn noot onder het arrest, ondanks de nodige hobbels, echter wel sympathie opbrengen voor een beroep op artikel 6:278 BW.³²⁷ Als

318 Castermans & Den Hollander 2012, p. 567. Zie ook Jansen 2012, p. 519.

319 W.H. van Boom & S.D. Lindenberg, 'Effectenlease: dwaling, zorgplicht en schadevergoeding', *AA* 2010/3, p. 194.

320 In een uitspraak van de rechtbank Zeeland-West Brabant oordeelt de rechtbank overigens dat de Rabobank weliswaar voldoende heeft geïnformeerd over de werking van de renteswaps en er dus geen sprake is van dwaling, maar dat dit niet wegneemt de Rabobank is tekortgeschoten in de nakoming van de verbintenissen die voortvloeien uit de bijzondere zorgplicht. Op grond van deze tekortkoming kon de overeenkomst buitengerechtelijk worden ontbonden. Rb. Zeeland-West-Brabant 12 augustus 2015, ECLI:NL:RBZWB:2015:5415.

321 Van Boom & Lindenberg 2010, p. 194; Van Baalen 2009, 176, nr. 4; Jansen 2012, p. 519.

322 Van Boom & Lindenberg 2010, p. 194.

323 Van Boom & Lindenberg 2010, p. 195; Castermans & Den Hollander 2012, par. 6.

324 Zie voor nadere uitwerking hiervan Van Boom & Lindenberg 2010, p. 195.

325 Jansen 2012, p. 520.

326 HR 28 maart 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC2837, NJ 2009/578, m.nt. Jac. Hijma.

327 HR 28 maart 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC2837, NJ 2009/578, m.nt. Jac. Hijma.

de beurskoersen niet zo sterk waren gedaald dan was een vernietiging op grond van artikel 1:88 jo 1:89 BW zeer waarschijnlijk uitgebleven. Nu dit niet het geval is wordt het ‘partner-artikel’ ontdekt en gebruikt, terwijl de instemming van de partner vóór de koersdaling waarschijnlijk geen probleem zal zijn geweest.³²⁸

De Hoge Raad lijkt de afweging van de belangen, waaronder ook de eigen verantwoordelijkheid van beleggers, achteraf tot uitdrukking te willen laten komen in de, hierna te bespreken, eigen schuld ex artikel 6:101 BW.³²⁹ Het betreft wellicht een rechtspolitieke keuze omdat de gevolgen van vernietiging te onoverzichtelijk worden geacht en te veel impact op de stabiliteit van de markt zouden hebben.³³⁰

5.6.3.5 *Eigen schuld*

In De Treek/Dexia en Levob speelt de eigen schuld van de belegger een rol. De belegger wist of moest weten dat er sprake was van beleggen met geleend geld dat terugbetaald diende te worden ongeacht de waarde van de effecten bij aflossing. Een deel van de schade komt daarom voor rekening van de belegger. Immers van een maatmanbelegger mag worden verwacht dat hij zich voor het aangaan van die overeenkomst redelijke inspanningen getroost om de betekenis van hetgeen in de overeenkomst is bepaald te doorgronden en de voor hem uit de overeenkomst volgende verplichtingen en risico's te begrijpen. Uit de desbetreffende overeenkomst was voldoende kenbaar dat het een lening betrof (in casu van € 90.000), dat er aan die lening aflossingsverplichtingen zaten en dat sprake was van een belegging in effecten met geleend geld waaraan risico's verbonden zijn.³³¹ Jansen merkt naar aanleiding van het arrest van het hof Amsterdam in de Defam effectenlease zaak³³² op dat de indruk gerechtvaardigd lijkt dat ‘het aanbieden van een effectenleaseproduct als zodanig reeds kwalificeert als schending van de bijzondere zorgplicht, en dat de eigen verantwoordelijkheid van de financiële consument hier enkel achteraf kan worden verdisconteerd, in het kader van de eigen schuld’.³³³ Het hof achtte de mededeling in de brochure dat een eventueel tekort aangezuiverd diende te worden, geen waarschuwing in niet mis te verstane bewoor-

328 HR 28 maart 2008, ECLI:NL:HR:2008:BC2837, NJ 2009/578, m.nt. Jac. Hijma, punt 13.

329 Jansen 2012, p. 510.

330 In dit kader wijs ik op een artikel van T.M.C. Arons, ‘Van financiële massaproducten en (massa) vernietigingssancties. Vernietiging van overeenkomsten wegens oneerlijke handelspraktijk. Nederlandse toevoeging aan de consumentenrichtlijn’, *Ondernemingsrecht* 2015/104, p. 526-534. Arons wijst erop dat via art. 6:193j lid 3 BW vernietiging in geval van oneerlijke handelspraktijken wel mogelijk is. Dit betekent een doorkruising van art. 1:23 Wft.

331 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811 (*Bolle/Levob Bank*), NJ 2012/ 183, RF 2009/64, r.o. 4.9.2.

332 Hof Amsterdam 14 april 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ2973.

333 Jansen 2012, p. 522.

dingen. Wel neemt het hof 40% eigen schuld van de belegger aan, omdat uit de brochure 'voldoende kenbaar was dat het geleende geld terug betaald diende te worden ongeacht de waarde van de aandelen op het tijdstip van verkoop'.³³⁴

5.6.3.6 *Zorgplicht jegens derden*

Ook ten opzichte van derden die niet direct voornemens zijn cliënt te worden van de bank, heeft de bank soms een zorgplicht. Dit volgt uit het arrest Safe Haven.³³⁵ Onzorgvuldig handelen van de bank houdt in dit arrest in dat zij vanaf het moment dat zij zich realiseert dat mogelijk in strijd met de Wte (1995) wordt gehandeld, namelijk door het niet hebben van een vergunning, de bank niets heeft gedaan om zich daaromtrent zekerheid te verschaffen, welke zekerheid zij zich door onderzoek had kunnen verschaffen.³³⁶ Het wordt de bank verweten dat zij geen onderzoek heeft ingesteld naar de vergunningsplicht van Safe Haven (cliënt) op het moment dat de bank zich realiseerde dat er mogelijk strijd was met Wte (1995).³³⁷

De zorgplicht van de bank gaat in zijn algemeenheid echter niet zo ver dat een bank onderzoek moet doen naar de vraag of door haar gefinancierde bedrijven jegens haar onrechtmatig handelen.³³⁸ Evenmin hoeft de bank hangende een onderzoek naar de rechtmatigheid van beleggingsactiviteiten van een van haar klanten en voordat zij weet of had moeten weten dat die activiteiten onrechtmatig zijn, haar relatie met die klant te beëindigen of derden tegen die klant te waarschuwen. Hiermee komen immers de belangen van haar eigen klant in het geding en deze belangen dient de bank in het kader van haar eigen contractuele relatie met die klant voorop te stellen.³³⁹

Uit de door de Hoge Raad geformuleerde zorgplicht in Safe Haven:

'De zorgplicht van een bank strekt zich (...) uit tot derden met wier belangen zij rekening behoort te houden',

volgt, aldus de rechtbank Rotterdam, de verplichting dat de bank rekening dient te houden met de belangen van derden die betrokken zijn bij het handelen van de bank dat in het desbetreffende geval aan de orde is. Derden die niet voldoende betrokken zijn, handelen in feite los van de bank.³⁴⁰ Het is daarmee wel onduidelijk waar de grens tussen hen die wel en hen die niet

334 Hof Amsterdam 14 april 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ2973, r.o. 3.20.

335 HR 23 december 2005, NJ 2006/289.

336 HR 23 december 2005, NJ 2006/289, r.o. 6.3.4.

337 J.C.A.T. Frima, 'De civiele zorgplicht van de bank jegens derden', in: R. Stijnen en R. Kruisdijk (red.), *Zorgplicht en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 47.

338 Rb. Arnhem 10 september 2008, RF 2009/10 (*Arcantis/Rabobank*), zie r.o. 4.9.

339 Rb. Arnhem 10 september 2008, RF 2009/10 (*Arcantis/Rabobank*), zie r.o. 4.10.

340 Rb. Rotterdam 13 juli 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BR1592 (Van den Berg), r.o. 4.12.

gewaarschuwd dienen te worden, precies ligt.³⁴¹ In Safe Haven heeft de bank pas een onderzoeksplicht nadat de bank zich realiseert dat Safe Haven mogelijk vergunningsplichtig is. Er bestond geen actieve onderzoeksplicht.³⁴²

De ene derde is echter niet de andere derde. Uit het arrest Renzenbrink/Van Lanschot³⁴³ volgt, in het kader van de zorgplicht ten opzichte van derden, dat de bank niet aansprakelijk is voor vermogensbeheer gevoerd door een derde. In Renzenbrink/Van Lanschot heeft de bank slechts een doorgeefluik-functie. De bank werd ingeschakeld omdat de vermogensbeheerder Xernthe nog geen vergunning had om activiteiten als vermogensbeheerder te verrichten. De bank had Renzenbrink niet aangebracht bij de vermogensbeheerder. Daarom heeft Van Lanschot de zorgplicht van artikel 25, sub c Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1995, niet geschonden.³⁴⁴ In de noot wordt opgemerkt dat er gezien het feit dat de derden ook zelf cliënt zijn van de bank, mogelijk sneller sprake is van aansprakelijkheid dan bij het arrest Safe Haven. Er wordt immers tijdelijk zonder vergunning gehandeld door de derde en de bank wordt ingeschakeld om dit gat op te vullen.³⁴⁵

5.6.3.7 Zorgplichten in de Wft

Zoals beschreven in paragraaf 5.3.3, is in de artikelen 4:23 en 4:24 Wft het '*ken-uw-cliënt*-beginsel' terug te vinden. Artikel 4:23 Wft ziet op het verlenen van de diensten beleggingsadvies en vermogensbeheer. Artikel 4:24 Wft ziet op het verlenen van beleggingsdiensten behalve de diensten beleggingsadvies en vermogensbeheer.³⁴⁶ In artikel 4:24a Wft is de algemene zorgplicht neergelegd. Ook zijn er specifieke zorgplichten zoals artikel 14 Wta voor accountants en behelst artikel 4:90 Wft een algemene zorgplicht voor beleggers. De verplichtingen die voor beleggingsondernemingen voortvloeien uit de artikelen 4:20, 4:23 en 4:24 Wft kunnen worden gelezen als een uitwerking van deze algemene zorgvuldigheidsnorm van 4:90 Wft.³⁴⁷ Artikel 4:34 lid 1 Wft is een variant op het '*ken-uw-cliënt*-beginsel'. Artikel 4:34 Wft ziet op het aanbieden van hypotheckair zowel als consumptief krediet. Het betreft hier het voorkomen van overkreditering.³⁴⁸ Op grond van het tweede lid mag geen krediet wor-

341 I.S.J. Houben, 'Zorgplicht bank jegens derden', *MvV* 2006/5.1, p. 88 en A.J.C.M. Meijs, 'Bank, zorgplicht en derden: enkele lessen voor de bancaire praktijk', *MvV* 2013/12.3, p. 352.

342 HR 23 december 2005, ECLI:NL:HR:2005:AU3713, *NJ* 2006/289 (*Safe Haven*), zie r.o. 6.3.4. Zie ook Frima 2011, p. 59.

343 HR 24 november 2006, *RF* 2007/2 (*Renzenbrink/Van Lanschot*).

344 HR 24 november 2006, *RF* 2007/2 (*Renzenbrink/Van Lanschot*).

345 HR 24 november 2006, *RF* 2007/2 (*Renzenbrink/Van Lanschot*), met wenk.

346 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 123-125.

347 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 133.

348 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 524.

den verleend aan consumenten als dit met het oog op overkreditering van de consument onverantwoord is.³⁴⁹

Met betrekking tot de optiehandel geldt, op grond van civielrechtelijke jurisprudentie, een weigeringsplicht.³⁵⁰ Volgens deze rechtspraak heeft de financiële onderneming, gezien de grote financiële risico's bij optiehandel, een bijzondere zorgplicht ten opzichte van de niet-professionele cliënt.³⁵¹ Cherednychenko merkt op dat artikel 85 BGf₀ een bestuursrechtelijke pendant is van het contracteerverbod. In artikel 85 BGf₀ is bepaald dat een beleggingsonderneming geen transacties mag verrichten voor de niet-professionele belegger als het aanwezige saldo ontoereikend is om de uit de transacties voortvloeiende verplichtingen te voldoen.³⁵² Dit verbod heeft echter een bredere strekking dat alleen de optiehandel.³⁵³

5.6.3.8 Vervolg zorgplichten in de Wft: besluiten AFM op grond van artikel 4:23 Wft

In artikel 4:23 Wft is bepaald dat een financiële onderneming die een consument of, ingeval het een financieel instrument of verzekering betreft, een cliënt adviseert of een individueel vermogen beheert, informatie inwint over diens financiële positie, kennis ervaring, doelstellingen en risicobereidheid (sub a). Het advies of de wijze van beheer van het vermogen wordt door de instelling gebaseerd op de ingewonnen informatie als bedoeld in sub a (sub b).

(1) O&B

Casus. O&B adviseert omtrent beleggingsverzekeringen. De AFM heeft onderzoek gedaan naar de wijze waarop O&B adviseert en in hoeverre voldoende relevante informatie wordt ingewonnen conform artikel 4:23 lid 1 sub a en b Wft. In 13 dossiers heeft O&B onvoldoende informatie ingewonnen over de doelstelling, kennis, ervaring, risicobereidheid en financiële positie van cliënten. In 12 van de 13 dossiers is niet aannemelijk gemaakt met welke gegevens het geprognosticeerde nettorendement is berekend. Hierdoor heeft O&B deze cliënten een te hoog nettorendement voorgespiegeld en heeft O&B haar cliënten niet correcte en misleidende informatie verstrekt.

Besluit. Bij besluit van 15 april 2009 heeft de AFM O&B een boete opgelegd van € 6.000 wegens overtreding van artikel 4:23 lid 1 sub a en b Wft.³⁵⁴

349 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 524.

350 Zie o.a. O.O. Cherednychenko, 'Verboden rechtshandelingen in het financiële bestuursrecht in civielrechtelijk perspectief', *MvV* 2014/7.2, p. 182.

351 Zie onder meer HR 26 juni 1998, *NJ* 1998/660, m.nt. C.J. van Zeben (*Van de Klundert/Rabobank*); HR 11 juli 2003, *JOR* 2003/199, *NJ* 2005/103, m.nt. E. Du Perron (*Kouwenberg/Rabobank*).

352 Cherednychenko 2014a, p. 182.

353 *Ibid.*

354 Besluit niet gepubliceerd, volgt uit Rb. Rotterdam 2 juli 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ1746.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. De voorzieningenrechter overweegt dat de onderzoeksrapportage van 20 juni 2008 voldoende grondslag biedt voor de conclusie van de AFM dat artikel 4:23 Wft is overtreden. Het is aan O&B om, indien zij wel voldoende informatie inwint bij de cliënten, dit zelf te documenteren. De voorzieningenrechter oordeelt dat de gebreken die zijn geconstateerd meer zijn dan een incidentele fout en dat het aannemelijk is dat de boete ad € 6.000 in bezwaar in stand zal blijven.³⁵⁵

(2) Leensysteem

Casus. Het onderzoek van de AFM betreft klantdossiers met betrekking tot consumptieve kredieten die via bemiddeling door Leensysteem zijn afgesloten. In het onderzoeksrapport is opgemerkt dat Leensysteem in de veronderstelling verkeerde dat zij bemiddelde op basis van het *execution only*-principe.³⁵⁶ De AFM gaat echter uit van ‘adviseren’ omdat de consument niet volledig zelf bepaalt bij welke aanbieder een offerte wordt aangevraagd door Leensysteem en omdat Leensysteem specifiek het consumptief krediet aanbeveelt aan bepaalde consumenten.

In het onderzoeksrapport heeft de AFM de volgende bevindingen gedaan. Vijf dossiers bevatten informatie over de maandelijkse bruto hypotheeklasten. Over de aard en hoogte van de hypothecaire lening en de hoogte van de rente en de rentevaste periode ontbreekt informatie in het dossier. In zes dossiers staat in het kredietaanvraagformulier onder het kopje doel ‘Woningverbetering’. Het krediet is echter aangewend voor het oversluiten van bestaande consumptieve kredieten. Er is geen informatie te vinden over de doelstellingen met betrekking tot het oversluiten van de kredieten. Verder ontbreekt informatie over de risicobereidheid met betrekking tot de betaalbaarheid van lasten en kan de rente tussentijds gewijzigd worden zonder dat cliënten daarop zijn gewezen. De AFM heeft in zes van de door haar beoordeelde dossiers geconstateerd dat niet kon worden vastgesteld of door Leensysteem informatie was ingewonnen over zowel de financiële positie, de doelstellingen als de risicobereidheid van de consument, terwijl die informatie wel relevant zou moeten zijn voor het advies. De AFM overweegt dat het stellen van de vraag niet impliceert dat de informatie is ingewonnen.

Besluit. Bij besluit van 18 augustus 2009 heeft de AFM Leensysteem B.V. een boete opgelegd van € 6.000 voor de overtreding van artikel 4:23 lid 1 sub a en b Wft. Leensysteem heeft aangevoerd dat uit de vraagstelling ‘Heeft u voldoende informatie ontvangen inzake rente en renterisico?’ en ‘Heeft u voldoende informatie ontvangen inzake inkomensrisico (overlijden, werkloosheid en arbeidsongeschiktheid)?’ opgemaakt kan worden dat er wel informatie

355 Rb. Rotterdam 2 juli 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ1746. Er is geen beslissing op bezwaar bekend.

356 Besluit AFM 18 augustus 2009 inzake LeenSysteem B.V., http://www.afm.nl/~/_/media/files/boete/2009/leensysteem-bv.ashx. Zie ook Rb. Rotterdam 16 september 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ8562.

is ingewonnen over de risicobereidheid met betrekking tot renteschommelingen gedurende de looptijd van het krediet respectievelijk de betaalbaarheid van de lasten van het krediet bij een inkomensterugval.³⁵⁷ Ten aanzien van de reikwijdte van artikel 4:23 Wft overweegt de AFM dat informatie omtrent de financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid moet worden ingewonnen voor zover dit relevant is. Dit houdt in dat de mate waarin informatie wordt ingewonnen afhankelijk is van de complexiteit van het product of de dienst. Dat in het onderhavige geval geen sprake is van beleggingen maakt dan ook dat door de financiële dienstverlener minder informatie over de genoemde aspecten uitgevraagd hoeft te worden. De informatie dient echter wel voldoende te zijn voor een passend advies.³⁵⁸

Bezwaar. De AFM handhaaft in bezwaar het primaire besluit.³⁵⁹ Leensysteem heeft niet per individueel dossier bezien of het afsluiten van een consumptief krediet meer passend was dan het afsluiten van een hypotheekkrediet. De term woningverbetering is gebruikt voor zowel daadwerkelijke woningverbetering als voor verbetering van het woongenot in de breedste zin van het woord. Een reconstructie van de dossiers is dan ook niet mogelijk en de toezichthouder kan daardoor niet bepalen of op dit punt een passend advies is gegeven. Leensysteem heeft niet alle relevante informatie ingewonnen over de doelstellingen en daarmee is artikel 4:23 lid 1 sub a en b Wft overtreden.

Commentaar. Leensysteem heeft aangevoerd dat zij in de veronderstelling verkeerde dat er sprake was van *execution only*-dienstverlening. Dit had zij dan ook op haar website vermeld ten tijde van de aanvraag van de Wft-vergunning. Hierbij zou een verminderde zorgplicht van toepassing zijn. In de parlementaire geschiedenis staat in de toelichting dat financiële ondernemingen niet verplicht zijn te adviseren. Producten kunnen ook op basis van *execution only* worden aangeboden. Dit dient wel aan de cliënt te worden meegedeeld.³⁶⁰ Overigens ontslaat *execution only* dienstverlening de instelling niet van de informatieverplichting van artikel 4:20 Wft. De AFM overweegt dat er op basis van de ingewonnen informatie een passend advies gegeven dient te worden. Het woord 'passend' is echter niet terug te vinden in de parlementaire geschiedenis.³⁶¹

In een vergelijkbaar besluit, inzake GMS, staat eveneens de vraag centraal of er sprake is van *execution only* dienstverlening.³⁶² Het betoog faalt in het besluit GMS eveneens, omdat GMS in de uitoefening van een beroep of bedrijf

357 Besluit AFM 18 augustus 2009 inzake LeenSysteem B.V., <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/leensysteem-bv.ashx>, zie p. 6.

358 Besluit AFM 18 augustus 2009 inzake LeenSysteem B.V., <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/leensysteem-bv.ashx>, zie p. 8.

359 Beslissing op bezwaar 14 december 2009 inzake Leensysteem, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/beslissing-bezwaar/bb-leensysteem.ashx>. Er is op 16 september ook een voorlopige voorziening geweest. Deze is door de rechtbank Rotterdam afgewezen. Rb. Rotterdam 16 september 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ8562.

360 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 513.

361 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 513.

362 Rb. Rotterdam 13 januari 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BP1903.

een of meer specifieke financiële producten aanbeveelt aan een bepaalde groep consumenten. Er is geen sprake van *execution only*, omdat er nadrukkelijk beleggingsobjecten worden aangetoond.

De vraag of er sprake is van *execution only*-dienstverlening, advisering of vermogensbeheer is van belang voor de civiele aansprakelijkheid. Zo overweegt de rechtbank Rotterdam dat de civiele op redelijkheid en billijkheid gebaseerde (bijzondere) zorgplicht, die op de bank (in casu de Rabobank) rust in het kader van kredietverstrekking, minder ver gaat dan de (bijzondere) zorgplicht die op de bank zou rusten wanneer er sprake zou zijn van een vermogensbeheerrelatie.³⁶³ Toch mag van de bank, als professionele dienstverlener, worden verwacht dat zij de cliënt persoonlijk en indringend, in duidelijke en niet mis te verstane bewoordingen informeert over de werking en risico's van dit wezenlijke onderdeel, de nadelige effecten van een renteswap bij daling van de rente van het renteswapcontract. Daarnaast dient de cliënt gewaarschuwd te worden voor de consequenties van overschrijding van het afgesproken bedrag.³⁶⁴ Als dit niet kan worden aangetoond dan is, in dit geschil, de dwaling aangetoond.

(3) Inhout Sales & More

Casus. Inhout heeft haar cliënten (consumenten) in de onderzochte dossiers geadviseerd om te investeren in beleggingsobjecten (participatie) van Reforestacion Grupo Internacional, een bedrijf in Costa Rica dat handelt in teakhout. Het betrof hier de aankoop van vruchtgebruik op deze teakbomen in Costa Rica. De AFM heeft vanaf 14 oktober 2009 onderzoek gedaan bij Inhout.

Besluit en bezwaar. De AFM heeft geconstateerd dat de adviezen aan de cliënten zijn uitgebracht zonder voldoende informatie in te winnen ex artikel 4:23 lid 1 sub a Wft. Evenmin zijn de adviezen gebaseerd op de (on)voldoende ingewonnen informatie. Dit houdt een overtreding in op grond van artikel 4:23 lid 1 sub b Wft. Bij besluit van 24 maart 2010 heeft de AFM een last onder dwangsom opgelegd van € 10.000 per dag tot een maximum van € 100.000 gericht tegen het tegengaan van verdere overtreding van artikel 4:23 Wft. In bezwaar heeft de AFM de dwangsom onverkort in stand gelaten.³⁶⁵

Beroep. Inhout stelt zich, in beroep, op het standpunt dat er geen sprake is van overtreding van artikel 4:23 lid 1 Wft omdat zij gebruik maakt van een zogenaamd klantenprofiel zonder dat de wet dit voorschrijft.³⁶⁶ Aan de hand van dit profiel worden vragen aan cliënten gesteld met het oog op de advisering. Het advies van Inhout sluit aan bij de algemeen bekende feiten, interpretatie,

363 Rb. Rotterdam 8 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:CA2935.

364 Rb. Rotterdam 8 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:CA2935, r.o. 4.10.

365 Besluit AFM 24 maart 2010 inzake Inhout Sales & More B.V. en besluit op bezwaar AFM 23 september 2010. Niet gepubliceerd op www.afm.nl. Te kennen uit Rb. Rotterdam 9 juni 2011 RBROT:2011:BQ8039, JOR 2011/292, m.nt. F.M.A. 't Hart (*Inhout Sales & More*).

366 Rb. Rotterdam 9 juni 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ8039, JOR 2011/292, m.nt. F.M.A. 't Hart (*Inhout Sales & More*).

ervaring met en kennis van bestaande klanten. Vast staat, aldus Inhout, dat er structureel gebruik is gemaakt van een klantprofiel voor de informatiewinning en dat er meermaals contact is geweest met de klant. Hiermee zou Inhout verder gaan dan op basis van de wet is vereist.

De rechtbank overweegt dat artikel 4:23 lid 1 sub b Wft zo moet worden uitgelegd dat bij de vraag of de financiële onderneming aan haar zorgplicht heeft voldaan, te weten het geven van een geschikt advies, niet als maatstaf dient te worden gehanteerd of het advies van de financiële onderneming naar het oordeel van de toezichthouder het best mogelijke advies is, maar of gelet op de voorhanden gegevens als bedoeld in onderdeel a van dat artikellid het advies – naar objectieve maatstaven – in redelijkheid kon worden gegeven.³⁶⁷ De AFM dient te bewijzen dat niet is voldaan aan de in artikel 4:23 lid 1 sub b Wft neergelegde zorgplicht en dat Inhout derhalve niet de benodigde informatie heeft ingewonnen voor een zorgvuldig advies. Het hanteren van een klantprofiel is niet voldoende om een overtreding op grond van artikel 4:23 lid 1 sub a en b Wft te voorkomen. De adviezen van Inhout werden bovendien telefonisch verleend voordat de benodigde informatie was ingewonnen. Voorts is vastgesteld dat bij tegenstrijdige antwoorden binnen een profiel niet is doorgevraagd. Zo is in de gevallen dat de klant aangaf volledige zekerheid te willen, gebleken dat tegenvallende opbrengsten niet konden worden opgevangen met andere middelen of dat doelstellingen niet bereikt konden worden binnen de gewenste tijd.³⁶⁸

De last onder dwangsom van €10.000 per dag tot een maximum van €100.000 is dan ook terecht opgelegd door de AFM.

Commentaar. Artikel 4:23 Wft onderscheidt in het 'ken-uw-cliënt-beginsel' twee zorgplichten, namelijk een onderzoeksplicht en de plicht om het advies te baseren op de ingewonnen informatie.³⁶⁹ De onderzoeksplicht houdt in dat er informatie wordt ingewonnen over de cliënt ten aanzien van diens financiële positie, doelstelling, risicobereidheid, kennis en ervaring. Op basis van deze informatie dient een passend advies te worden verstrekt.

Het betreft hier open normen die niet nader zijn ingevuld door de Wft. Dit maakt het lastig om precies te bepalen hoeveel informatie nu moet worden ingewonnen en wanneer een advies passend is. Het is aan de AFM om te bewijzen dat niet aan deze verplichtingen is voldaan. Wel geeft de rechtbank hier een inhoudelijke norm ter zake van geschikte advisering en een bewijslastregel.³⁷⁰ De inhoudelijke norm, zoals geformuleerd door de rechtbank, houdt in dat geschikte advisering niet betekent dat het best mogelijke advies wordt gegeven, maar dat maatgevend is of gelet op de ingewonnen gegevens het advies – naar objectieve maatstaven – in redelijkheid kan worden gegeven.³⁷¹

De AFM stelt zich op het standpunt dat aan de markt voldoende *guidance* is gegeven aan de markt over de interpretatie van de norm van artikel 4:23

367 Rb. Rotterdam 9 juni 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ8039, r.o. 2.3.1.

368 Rb. Rotterdam 9 juni 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ8039, r.o. 2.3.2.

369 Zie ook F.M.A. 't Hart in JOR 2011/292.

370 Stijnen 2011, p. 30.

371 Stijnen 2011, p. 31.

Wft. In een later besluit inzake Inhout Sales & More verwijst de AFM naar de rapporten 'Kwaliteit, advies en transparantie bij hypotheek' en 'Beleggingsverzekeringen – Kwaliteit advies bij beleggingsverzekeringen'.³⁷² Artikel 4:23 Wft is zogenaamde '*principle based*' wetgeving. Hier ga ik nader op in paragraaf 5.6.3.9.

(4) X

Casus. X is bemiddelaar op het gebied van verzekeringen, pensioenen en hypotheek. De AFM heeft 30 dossiers van X geselecteerd en vier dossiers onderzocht in het kader van het onderzoek 'Kwaliteit advies en transparantie pensioenen'. Het onderzoek richtte zich op pensioenadviezen aan werkgevers voor rechtstreeks verzekerde regelingen voor groepen werknemers. X heeft in de periode van december 2008 tot maart 2009 aan vier werkgevers een bepaald pensioenproduct geadviseerd, waarbij in drie van de vier door AFM onderzochte dossiers geen dan wel onvoldoende informatie is ingewonnen, waarmee X artikel 4:23 lid 1 sub a Wft heeft overtreden. Omdat X in die drie dossiers onvoldoende informatie heeft ingewonnen heeft X haar advies ook niet mede kunnen baseren op alle benodigde informatie, waarmee zij artikel 4:23 lid 1 sub b Wft heeft overtreden.

Besluit/bezwaar/beroep. De AFM heeft vervolgens bij besluit van 27 oktober 2010 een boete opgelegd van € 30.000.³⁷³ In bezwaar en in beroep bij de rechtbank Rotterdam is het besluit van de AFM in stand gebleven.³⁷⁴

Hoger beroep. Bij het CbB staat de vraag centraal of een boete ook opgelegd kan worden aan een tussenpersoon die werkgevers adviseert rechtstreeks verzekerde pensioenregelingen voor groepen werknemers af te sluiten.³⁷⁵ X voert in hoger beroep aan dat de geconstateerde tekortkomingen in de adviestrajecten zien op de informatie-inwinning die van belang zou zijn voor de pensioenovereenkomst en niet voor de uitvoeringsovereenkomst. De gegeven adviezen van X hadden slechts betrekking op uitvoeringsovereenkomsten en bij het aangaan of het verlengen van de uitvoeringsovereenkomsten is de onderliggende pensioenovereenkomst een gegeven. Die maakt onderdeel uit van de arbeidsovereenkomst tussen de werkgever en de werknemers. Het inwinnen van informatie over de financiële positie of de risicobereidheid van betrokken werkgevers ten aanzien van de onderliggende pensioenovereenkomsten is daarom niet relevant.

372 Besluit AFM 17 mei 2011 inzake Inhout Sales & More B.V., <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/boete-inhout-sales-more-bv.ashx>.

373 Voor deze overtredingen geldt op grond van artikel 1:181, eerste lid, Wft (oud) en artikelen 2 en 3 van Besluit boetes Wft een boetetarief van € 6.000. Deze boete is vermeerderd met factor 5 nu meer dan 50 mensen werkzaam zijn bij X. Het besluit en de beslissing op bezwaar zijn niet gepubliceerd, volgt uit Rb. Rotterdam 17 november 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BU5317.

374 Rb. Rotterdam 17 november 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BU5317.

375 CbB 6 februari 2014, ECLI:NL:CBB:2014:42, PJ 2014/46.

Bovendien is artikel 4:23 Wft niet van toepassing op pensioenovereenkomsten, aldus X.

De AFM voert aan dat de pensioenovereenkomst en de uitvoeringsovereenkomst onlosmakelijk met elkaar zijn verbonden. Daaraan kan in de advisering over de uitvoeringsovereenkomsten niet voorbij worden gegaan. Bij advisering over de uitvoeringsovereenkomst diende X rekening te houden met afspraken in de pensioenovereenkomst. Een wijze van advisering waarin alleen naar de uitvoeringsovereenkomst gekeken zou worden, is niet voor te stellen.

Het CbB overweegt dat niet in geschil is dat X heeft geadviseerd over verlenging dan wel wijziging van uitvoeringsovereenkomsten die strekken tot verzekering van de pensioenovereenkomsten en dat op advisering over dergelijke uitvoeringsovereenkomsten artikel 4:23 Wft van toepassing is. Dit advies kan, aldus het CbB, niet los worden gezien van de onderliggende pensioenovereenkomsten. Gelet daarop kan in dit geval niet worden gezegd dat de informatie die de AFM door X in het kader van haar advisering ingewonnen wenste te zien, niet ook betrekking had op de advisering door X over de uitvoeringsovereenkomsten.³⁷⁶

Het CbB geeft een aantal criteria die zien op de relevantie van het inwinnen van informatie conform artikel 4:23 lid 1 Wft.³⁷⁷ Het betreft onder andere de financiële consequenties voor de werkgever en het tijdsverloop. Een tussenpersoon dient zich bij advisering over een nieuwe uitvoeringsovereenkomst te houden aan artikel 4:23 Wft. Het CbB komt dan ook tot het oordeel dat de AFM de boetes terecht heeft opgelegd.

Commentaar. Opmerkelijk is dat de cliënten van X tevreden zijn over de gegeven adviezen en de kwaliteit daarvan. Dit is echter geen reden om de ontbrekende informatie niet in te winnen.³⁷⁸ Dit onderstreept dat de AFM primair het algemeen belang behartigt, zonder daarbij direct de individuele belangen van consumenten mee te wegen.

(5) A

Casus. De vergunning van A is naar aanleiding van onderzoek door de AFM ingetrokken om de reden dat de betrouwbaarheid van beleidsbepaler E en F niet langer buiten twijfel staat. Ook heeft A de AFM niet onverwijld geïnformeerd over incidenten en heeft A geen beheerste en integere bedrijfsvoering van haar bedrijf gewaarborgd doordat zij samenwerkt met bemiddelaars die niet in het bezit zijn van een vergunning. Bovendien handelt A in strijd met de zorgplicht.

Besluit en bezwaar. Bij besluit van 13 januari 2011 is de vergunning ingetrokken. Dit besluit is bekrachtigd in bezwaar bij besluit van 13 mei 2011.³⁷⁹

³⁷⁶ CbB 6 februari 2014, ECLI:NL:CBB:2014:42, r.o. 5.2.

³⁷⁷ CbB 6 februari 2014, ECLI:NL:CBB:2014:42, r.o. 5.3.

³⁷⁸ J.J.C. van den Brink in zijn noot onder CBB 6 februari 2014, *PJ* 2014/46.

³⁷⁹ Besluit en beslissing op bezwaar zijn niet gepubliceerd, kenbaar uit Rb. Rotterdam 15 december 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BU9027.

Beroep. Artikel 4:23 Wft wordt in het kader van het verstrekken van hypothecair krediet ingevuld aan de hand van de Gedragscode Hypothecaire Financiering (GHF). A adviseerde een krediet met een factor van 5,6 tot 5,9 maal het jaarinkomen. Dit lag fors hoger dan het GHF.³⁸⁰ Er is geen cijfermatige ondersteuning voor de reden van deze overschrijding. Het feit dat de hypotheekdossiers waren doorgestuurd door DSB aan A doet niet af aan het feit dat eiseres een eigen zorgplicht had.³⁸¹

Commentaar. Interessant is dat het al dan niet hebben van een vergunning, volgens de rechtbank Rotterdam in een civiele zaak, geen reden is om de overeenkomst te ontbinden. Het niet hebben van de vereiste vergunning betekent niet zonder meer dat er sprake is van niet-nakoming van verplichtingen uit de overeenkomst.³⁸² In een civielrechtelijke procedure zou een verdering tot schadevergoeding op grond van bijvoorbeeld wanprestatie niet zomaar toegewezen worden om het enkele feit dat de financiële instelling niet over de vereiste vergunning beschikt; er moet immers schade zijn geleden.

(6) DFD

Casus. DFD heeft een vergunning voor het bemiddelen in hypothecair krediet, schadeverzekeringen, levensverzekeringen en spaarrekeningen speciaal gericht op militairen. DFD bemiddelt uit dien hoofde in een tweetal keuzefondsen die beleggingsverzekeringen van Aegon behelzen. De AFM heeft onderzoek gedaan naar de wijze waarop DFD heeft bemiddeld en geadviseerd in deze twee keuzefondsen. De AFM is tot de conclusie gekomen dat DFD in de 12 door de AFM gecontroleerde dossiers onder meer de volgende overtredingen heeft begaan. In alle dossiers is onvoldoende informatie ingewonnen over de inkomsten en uitgaven van cliënten, over de wijze waarop de verschillende geïnventariseerde doelstellingen zich tot elkaar verhouden, hoe de cliënt verwacht in de toekomst de maandelijkse premie te kunnen blijven opbrengen en over het gewenste doelvermogen of doelrendement van de cliënt. In geen van de dossiers is informatie ingewonnen over de behoefte en noodzaak van de cliënt om een overlijdensrisicoverzekering als onderdeel van de beleggingsverzekering af te sluiten.

Besluit. Bij besluit van 23 maart 2011 heeft de AFM DFD een bestuurlijke boete opgelegd van €50.000 voor de overtreding van artikel 4:23 lid 1 sub a en b Wft.³⁸³ DFD heeft zich verweerd met de stelling dat zij heel goed kan inschatten wat de inkomenssituatie van militairen is. Zij is hierin immers gespecialiseerd. De AFM is van oordeel dat het noodzakelijk is dat de dienstverlener de informatie inwint. Doet de dienstverlener dit niet, dan kan er geen sprake zijn

380 Rb. Rotterdam 15 december 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BU9027.

381 Rb. Rotterdam 15 december 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BU9027, zie r.o. 2.4.2.

382 Rb. Rotterdam 7 maart 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BW0387, JOR 2012/148.

383 Besluit AFM 23 maart 2011 inzake DFD, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/de-fin-dienstverleners.ashx>.

van een op maat gesneden advies. Ook het feit dat veel klanten van DFD niet hebben nagedacht over de doelstelling van de belegging, is geen excuus voor DFD om informatie hierover niet in het dossier op te nemen.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. DFD betoogt, in de procedure om een voorlopige voorziening,³⁸⁴ dat zij artikel 4:23 lid 1 Wft niet heeft overtreden. De AFM heeft onvoldoende rekening gehouden met de omstandigheid dat de klanten van DFD jonge militairen zijn en dat DFD in deze markt een bijzondere positie inneemt. Daar komt bij dat DFD de klanten alleen adviseert aan vermogensopbouw in algemene zin te doen, dus zonder specifiek doelvermogen. DFD heeft alle informatie die redelijkerwijs nodig is om deze groep te adviseren, ingewonnen. Voor zover bepaalde informatie ontbreekt, is deze informatie niet noodzakelijk. DFD stelt verder dat zij geen informatie heeft ingewonnen over de voor de cliënten gewenste omvang van de garantie van het product (wel of geen overlijdensrisicoverzekering), omdat de omvang van de garantie van het product niet flexibel is. DFD meent verder dat de door haar geadviseerde beleggingsverzekeringen geschikt zijn voor haar cliënten en daar zit nu eenmaal een overlijdensrisicoverzekering in. Doorvragen op dit punt is volgens haar niet zinvol.

De voorzieningenrechter stelt voorop dat bij de beantwoording van de vraag of DFD aan haar zorgplicht heeft voldaan, niet als maatstaf dient te worden genomen of het advies van DFD naar het oordeel van de toezichthouder het best mogelijke advies is, maar of, gelet op de voorhanden gegevens, het advies in redelijkheid kon worden gegeven. In navolging van de uitspraak van 19 december 2009³⁸⁵ wijst de voorzieningenrechter er op dat het op de weg van DFD had gelegen om zich genoegzaam te documenteren. De veronderstelling dat de door haar geadviseerde beleggingsverzekeringen passen bij haar cliënten en dat het niet zinvol zou zijn om door te vragen, snijdt geen hout. Specifieke informatie kan niet achterwege blijven in gevallen waarin een product gewoonlijk aan de wensen van een bepaalde categorie cliënten tegemoet komt, want een advies dat gewoonlijk goed is, kan in uitzonderingsgevallen onjuist zijn. Artikel 4:23 lid 1 Wft beoogt ook uitzonderingsgevallen te beschermen.

Gelet hierop kwam de AFM de bevoegdheid toe om een bestuurlijke boete van €50.000 op te leggen. De AFM is hiermee afgeweken van het, onder het nieuwe boetestelsel veel hogere, basisbedrag van €500.000 vanwege de draagkracht van DFD. De voorzieningenrechter oordeelt dat de AFM voldoende rekening heeft gehouden met de omstandigheden van DFD.³⁸⁶

Commentaar. De AFM overweegt dat de werkingssfeer van artikel 4:23 Wft ook gevallen omvat waarin het beleid over het algemeen goed te noemen is, maar er uitzonderingsgevallen kunnen zijn waarin het beleid niet voldoet aan de wettelijke zorgplicht. Vergelijkbare overwegingen worden gevonden in het

384 Rb. Rotterdam 21 juni 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ8872, JOR 2011/231.

385 Rb. Rotterdam 19 december 2008, ECLI:NL:RBROT:2008:BG8136.

386 Er is geen beslissing op bezwaar bekend.

besluit inzake Burghthuys Adviesgroep.³⁸⁷ Burghthuys stelt dat er onderzoek gedaan is naar een homogene doelgroep. De voorzieningenrechter oordeelt dat dit Burghthuys niet ontslaat van haar plicht om een op de cliënt toegesneden advies te geven en daartoe de nodige informatie te vergaren. De specifieke informatievergaring kan niet achterwege blijven in gevallen waarin een product 'vrijwel steeds' aan de wensen van een bepaalde categorie cliënten tegemoet komt, noch als aangenomen kan worden dat bepaalde omstandigheden zich bij hen 'gewoonlijk' voordoen: een advies dat gewoonlijk goed is, is in uitzonderingsgevallen onjuist.

Bezien in het licht van de doelstelling van het publiekrecht, het beschermen van het algemeen belang, is het opmerkelijk dat bij de besluiten van de AFM rekening wordt gehouden met de uitzonderingsgevallen. Immers, het publiekrecht gaat niet zozeer over individuele gevallen, maar over het algemeen belang. Het publieke belang betreft in dit kader onder meer het bestrijden van verschillen in informatie en professionaliteit tussen marktpartijen. Ook valt consumentenbescherming onder het publieke belang, maar vooral in de zin van het scheppen van optimale condities voor een goede marktwerking en structurele elementen die daaraan bijdragen.³⁸⁸ Dit houdt dan ook onder meer in dat de bestuursrechtelijke benadering zich niet zozeer concentreert op een individuele overeenkomst of concreet handelen in een enkel geval.³⁸⁹ Centraal dient te staan welke voorzieningen de instellingen in het algemeen heeft getroffen om de consument te informeren.³⁹⁰

5.6.3.9 Artikel 4:23 Wft: open norm en principle based regelgeving

Artikel 4:23 Wft is een open norm die niet nader is ingevuld door de wetgever. Op overtreding van artikel 4:23 Wft staan wel forse sancties. Zoals besproken in paragraaf 2.7.3 bestaat er een spanningsveld tussen open normen en het legaliteitsbeginsel. De rechtszekerheid vraagt van de wetgever dat de wetgever overtredingen zo nauwkeurig mogelijk omschrijft. De AFM stelt zich, in verschillende besluiten, op het standpunt dat er voldoende *guidance* is gegeven aan de markt over de wijze waarop de norm van artikel 4:23 Wft geïnterpreteerd dient te worden. De AFM verwijst onder meer naar de rapporten 'Kwaliteit, advies en transparantie bij hypotheek' en 'Beleggingsverzekeringen – Kwaliteit advies bij beleggingsverzekeringen'.³⁹¹ De AFM overweegt in het besluit Wilgenhaege dat uit de tekst en toelichting op de Wft voldoende blijkt wat de wetgever voor ogen heeft gestaan: het leveren van maatwerk door

387 Zie vergelijkbare overweging in Rb. Rotterdam 19 december 2008, ECLI:NL:RBROT:2008:BG8136, RF 2009/36 (*Burghthuys*).

388 Scheltema & Scheltema 2009, p. 44.

389 Scheltema & Scheltema 2009, p. 68.

390 Scheltema & Scheltema 2009, p. 68.

391 Besluit AFM 17 mei 2011 inzake Inhout Sales & More B.V., <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/boete-inhout-sales-more-bv.ashx>. Zie ook het Besluit AFM 30 juni 2010 inzake Global marketing Solutions B.V., <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/global-marketing-solutions.ashx>.

vermogensbeheerders.³⁹² Hieruit volgt dat een beleggingsprofiel niet kan bestaan uit slechts een afvinklijstje.

Ook in de besluiten SNS,³⁹³ Postbank,³⁹⁴ Assurantiekantoor Van Ek,³⁹⁵ World of Credit³⁹⁶ en Zeker Zanen³⁹⁷ overweegt de AFM dat er weliswaar sprake is van een open norm, maar dat dit geen reden is om niet over te gaan tot handhaving van de norm. Dat er geen 'guidance' is gegeven ten aanzien van de interpretatie van de norm, maakt niet dat er geen sprake van verwijtbaarheid kan zijn. Het is de verantwoordelijkheid van de financiële instelling zelf om de normen na te leven ongeacht of deze open zijn of niet.³⁹⁸ De AFM pareert het argument dat de open norm niet voldoende is ingevuld met een verwijzing naar de wetgever.³⁹⁹ De wetgever heeft gekozen voor zogenaamde 'principle based' wetgeving. In de wet worden slechts algemene normen of principes gegeven. De uitwerking van deze normen of principes wordt overgelaten aan de financiële instellingen en de brancheorganisaties, waarbij rekening wordt gehouden met de marktontwikkelingen.⁴⁰⁰

Deze eigen verantwoordelijkheid van de financiële instelling staat ook centraal in het besluit Postbank omtrent het afsluiten van levensverzekeringen bij hypotheek.⁴⁰¹ De AFM overweegt dat de wetgever uitdrukkelijk de financiële ondernemingen zelf de verantwoordelijkheid heeft gegeven voor de invulling van de open normen bij de uitvoering van hun werkzaamheden. Het is evident dat als een cliënt aangeeft dat hij zijn hypotheek wil oversluiten om daarmee lagere maandlasten te verkrijgen, de daarmee gemoeide kosten relevant zijn en dat daar dus naar gevraagd moet worden. Dit geldt ook voor de overlijdensrisicoverzekering. Een passend advies kan niet worden gegeven

392 Besluit AFM 30 juni 2010 inzake Wilgenhaege Vermogensbeheer B.V. <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/wilgenhaege.ashx>.

393 Besluit AFM 12 augustus 2009 inzake SNS, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/sns-bank-nv.ashx>.

394 Besluit AFM 6 februari 2009 inzake Postbank, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/postbank-nv.ashx>.

395 Besluit AFM inzake Assurantiekantoor Van Ek 9 december 2009, http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/boete_ek.ashx.

396 Besluit AFM 21 september 2009 inzake World of Credit, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/world-of-credit.ashx>.

397 Besluit AFM 23 juli 2010 inzake Zeker Zanen, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/zeker-zanen.ashx>.

398 Besluit AFM 12 augustus 2009 inzake SNS, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/sns-bank-nv.ashx>.

399 Zie bijv. Besluit AFM 12 augustus 2009 inzake SNS, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/sns-bank-nv.ashx>, p. 9.

400 Grundmann-van de Krol 2012, p. 24-25; B. Bierens, 'Drie generaties zorgplichten', in: F.G.B. de Graaf, R.H. Maatman & L.J. Silverentand (red.), *Gedurfde essays over financieel toezichtrecht*, Deventer: Kluwer 2012, p. 158; A. Mein, *De boete uit balans. Het gebruik van de bestuurlijke boete in de praktijk van het financieel toezicht* (diss. Rotterdam), Rotterdam: Erasmus University Rotterdam 2015, p. 139. Zie ook Mein 2015, p. 182.

401 Besluit AFM 6 februari 2009 inzake Postbank, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/postbank-nv.ashx>.

zonder te weten wat de financiële positie van de langstlevende na overlijden van de partner is.

In de procedure inzake SNS wordt door SNS gesteld dat de zorgplicht van 4:23 Wft voortkomt uit de civielrechtelijke zorgplicht, en dat de eis van een passend advies niet ligt besloten in de civielrechtelijke zorgplicht. De AFM overweegt dat dit standpunt niet volgt uit de wetsgeschiedenis, maar dat de zorgplicht uit verschillende bronnen voortkomt.⁴⁰² Welke informatie ingewonnen dient te worden is afhankelijk van de complexiteit van het product of de dienst. Is er onvoldoende informatie voor een passend advies, dan dient meer informatie gevraagd te worden.⁴⁰³

De AFM is later wel nadere informatie gaan verstrekken over de wijze waarop de zorgplicht ingevuld dient te worden.⁴⁰⁴ In latere besluiten, zoals ook in *Inhout*, wordt hier ook naar verwezen.⁴⁰⁵ De AFM blijft overigens bij de overweging dat mag worden uitgegaan van de eigen verantwoordelijkheid en deskundigheid van de professionele marktpartij.

Uit de vele besluiten van de AFM rondom artikel 4:23 Wft volgt dat, om te voldoen aan de norm van artikel 4:23 Wft, het zaak is dat de financiële instelling voldoende doorvraagt, voldoende informatie verzamelt en deze informatie voldoende documenteert. De uitzonderingen mogen niet te ruim zijn.⁴⁰⁶ Vervolgens dient het advies hierop gebaseerd te worden.⁴⁰⁷ Doorvragen is geboden bij tegenstrijdige wensen van cliënten, zoals in het besluit inzake DSB het geval was.⁴⁰⁸ Daarnaast dient de financiële instelling consistent-

402 Besluit AFM 12 augustus 2009 inzake SNS, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/sns-bank-nv.ashx>.

403 Zie onder meer Besluit AFM 8 juli 2009 inzake EPB Verzekeringen, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/epb-verzekeringen.ashx>.

404 Aanbevelingen kwaliteit advies bij beleggingsverzekeringen uit 2009, de leidraad Hypotheekadvisering uit 2010 Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer 2011. Zie ook Mein 2015, p. 182.

405 Zie ook Besluit AFM 30 juni 2010 inzake Global Marketing Solutions, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/global-marketing-solutions.ashx>, zie p. 8. Zie ook het latere Besluit AFM 17 mei 2011 inzake *Inhout Sales & More B.V.*, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/boete-inhout-sales-more-bv.ashx>, p. 10.

406 Besluit AFM 10 februari 2010 inzake Direct Verzekeren, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/direct-verzekeren.ashx>.

407 Zie onder meer Besluit AFM 27 mei 2008 inzake CKB Finance B.V., <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2008/ckb-finance-bv.ashx>; Besluit AFM 25 mei 2009 inzake Credit Select, http://www.afm.nl/nl/nieuws/2009/feb/boete_credit_select.aspx; Besluit AFM 5 mei 2009 inzake DSB Bank, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/dsb-art4-23-wft.ashx>; Besluit AFM 22 december 2011 inzake AvéWé Holding, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2012/avewe-holding.ashx>; Besluit AFM 11 januari 2011 inzake Decapolis, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/decapolis.ashx>; Besluit AFM 15 juli 2010 inzake Lancelot Vermogensbeheer, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/lancelot.ashx> en Besluit AFM 3 april 2009 inzake Todon, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/topdon-bv.ashx>.

408 Besluit mei 2009 inzake DSB 5, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/dsb-art4-23-wft.ashx>.

te adviezen te geven in gelijke gevallen.⁴⁰⁹ Zo had DSB bij eenzelfde mate van risicobereidheid verschillende rentevastperiodes geadviseerd.

In de uitspraak inzake Global Marketing Solutions (GMS) oordeelt de AFM dat er met name bij oudere cliënten onvoldoende is doorgevraagd naar de ervaringen met het beleggingsproduct en de doelstellingen.⁴¹⁰ Ook heeft GMS producten met een risicogehalte geadviseerd aan cliënten die in het geheel geen risico wensten te lopen en is geen rekening gehouden met de wens van cliënten die slechts een percentage van hun vermogen wensten te investeren.

Een financiële instelling dient eveneens door te vragen naar verzekeringen die een (potentiële) cliënt al heeft afgesloten. Dit volgt uit de besluiten van de AFM inzake Rabobank,⁴¹¹ DTC⁴¹² en Frieslandbank.⁴¹³ In het besluit Rabobank betreft het arbeidsongeschiktheidsverzekeringen die de cliënten al dan niet via hun werkgever hadden gesloten. DTC heeft onvoldoende navraag gedaan bij cliënten of ze al een overlijdensrisicoverzekering (ORV) hadden en of ze het risico zelf konden dragen. Ook het besluit inzake Frieslandbank betreft ORV's. De Frieslandbank heeft niet geïnventariseerd welk inkomen de ene partner zou krijgen na het overlijden van de andere partner. Evenmin is gevraagd naar een nabestaandenpensioen en/of een andere vorm van inkomen voor de overblijvende partner na overlijden van de andere partner.⁴¹⁴ Evenmin is geïnformeerd naar de mate van bereidheid om een inkomensterugval te riskeren bij het verliezen van de partner.

De financiële instelling dient de informatie ook goed te documenteren. Gebruik van standaardteksten is niet zomaar voldoende.⁴¹⁵ Dat naar bepaalde informatie is gevraagd dient in het dossier terug te vinden te zijn.⁴¹⁶

In het besluit Direct verzekeren is bij het verstrekken van hypotheeken te veel afgeweken van de zogenaamde CHF-norm (Contactorgaan Hypothecair Financiers). Deze norm staat afwijking wel toe, maar alleen in bijzondere

409 Zie eveneens DSB 5 mei 2009.

410 Besluit AFM 30 juni 2010 inzake Global Marketing Solutions, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/global-marketing-solutions.ashx>. De voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam ondersteunt de AFM hierin: Rb. Rotterdam 24 augustus 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BN4885.

411 Besluit AFM 24 september 2010 inzake Rabobank Nederland wegens overtreding van artikel 4:23, eerste lid Wft, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/rabobank-423wft.ashx>.

412 Besluit AFM 22 april 2011 inzake DTC, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/dtc.ashx>; Beroep Rb. Rotterdam 10 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9653.

413 Besluit AFM 21 juli 2011 inzake Friesland Bank N.V. <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2012/friesland-bank.ashx>. Besluit op bezwaar AFM 6 februari 2012 AFM inzake Friesland Bank <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2012/beslissing-bezwaar/bb-friesland-bank.ashx>. Zie ook Besluit AFM 8 juli 2010 inzake Krediethuis, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/krediethuis.ashx>.

414 Zie overweging 2.3.1 van het primaire besluit.

415 Besluit AFM 28 mei 2010 inzake Interfinans, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/interfinans.ashx>.

416 Besluit AFM 11 januari 2010 inzake Decapolis, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/decapolis.ashx>.

gevallen. Het afwijken van deze norm dient voldoende te worden onderbouwd.⁴¹⁷

De kritische toetsing aan de zorgplicht door de AFM geeft blijk van een activistische en instrumentele opstelling van de AFM.⁴¹⁸ De AFM wil, met het opleggen van een boete, de consument niet alleen waarschuwen, maar ook een educatief- en afschrikkingseffect bewerkstelligen.

Artikel 4:23 Wft bevat een open norm, die de rechter zelf dient uit te leggen, terwijl bij de vaststelling van de feiten ook al een volle toetsing plaatsvindt.⁴¹⁹ Omdat de AFM een overtreding van artikel 4:23 Wft kan bestraffen met een boete of een last onder dwangsom, kan het inzicht van de toezichthouder niet bepalend zijn voor de vraag of de wettelijke norm is geschonden.⁴²⁰ De toezichthouder heeft in feite twee petten op, waardoor de onafhankelijkheid in het geding komt. Een vergelijking kan worden getrokken met overkreditering.⁴²¹ Het gaat hier om zogenaamde *principle based* regelgeving. De kredietverstrekker moet zelf criteria vastleggen om overkreditering te voorkomen en dient conform deze criteria te handelen. Afwijking mag alleen als dit niet leidt tot overkreditering in concrete gevallen (norm van artikel 4:34 lid 2 Wft). De rechtbank Rotterdam was van oordeel dat de AFM de open norm van artikel 4:34 lid 2 Wft juist had uitgelegd door in beide gevallen als uitgangspunt te nemen dat met de door de branche zelf vastgestelde gedragscode aan die norm kon worden voldaan.⁴²² In de gevallen van artikel 4:23 lid 1 sub b Wft was ook sprake van het onvoldoende inwinnen van inlichtingen bij de consument. In dit verband verwijs ik naar de zaak Burghthuys.⁴²³

De roep om nadere invulling van *principle based* regelgeving heeft ook iets tegenstrijdigs. Het zou namelijk leiden tot *rule based* regelgeving, iets wat men nu juist niet meer wil omdat *principle based* regelgeving de sterk ontwikkelende markt beter zou kunnen bedienen.⁴²⁴ Met de leidraden wordt getracht de door de wetgever (bewust) open gelaten normen in te vullen. Vervolgens

417 Besluit AFM inzake Direct Verzekeren 10 februari 2010, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/direct-verzekeren.ashx>. Zie ook Besluit AFM 26 mei 2009 inzake Drieman/Huis & Hypotheek Woerden, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/drieman.ashx>, Besluit AFM 30 oktober 2009 inzake Hypodroom Financiële Dienstverlening, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/hypodroom-fin-dienstverl.ashx>, Besluit AFM 8 januari 2010 inzake Mr Credit, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/mr-credit.ashx>, Besluit AFM 29 oktober 2008 inzake Naber, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/naber-bv.ashx>, Besluit AFM 2 oktober 2009 inzake QuaRendum Epe, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/quarendum-epe-bv.ashx>.

418 Mein 2015, p. 183-184.

419 Stijnen 2011, p. 31.

420 Stijnen 2011, p. 31. Zie ook CRvB 6 december 2005, Rvs 2006/57.

421 Stijnen 2011, p. 31. Zie ook nader par. 5.6.4.

422 Rb. Rotterdam 20 mei 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BM5231 (*Postbank*) en Rb. Rotterdam 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3835 (*Mercedes Benz*).

423 Rb. Rotterdam 19 december 2009, ECLI:NL:RBROT:2008:BG8136, RF 2009/36 (*Burghthuys*).

424 Mein 2015, 141.

krijgen deze leidraden een dwingend karakter waardoor een concreet toetsingskader ontstaat dat niet gebaseerd is op een direct wettelijke basis. Dit staat op gespannen voet met de contractvrijheid van de partijen op de financiële markten.⁴²⁵

5.6.3.10 Afronding zorgplicht artikel 4:23 Wft

Het 'ken-uw-cliënt'-beginsel uit artikel 4:23 Wft bestaat uit twee zorgplichten, namelijk een onderzoeksplicht en de plicht om het advies te baseren op de ingewonnen informatie. De onderzoeksplicht houdt in dat er informatie moet worden ingewonnen over de financiële positie, doelstelling, risicobereidheid, kennis en ervaring van de aanstaande cliënt. Het advies dient vervolgens passend te zijn. Deze onderzoeksplicht strekt zich ook uit tot atypische gevallen.

De eigen onderzoeksplicht

In tegenstelling tot hetgeen geldt bij dwaling en de privaatrechtelijke zorgplicht is de eigen onderzoeksplicht van de consument niet relevant voor de vraag of de Wft is overtreden.⁴²⁶ De vraag of schade geleden is en in hoeverre cliënten tevreden zijn over het product is niet van invloed op de vraag of artikel 4:23 Wft in publiekrechtelijke zin is overtreden.

Hier manifesteert zich een duidelijk verschil tussen de bestuursrechtelijke en de civielrechtelijke zorgplicht. Anders dan bij de bestuursrechtelijke zorgplicht kan bij de civielrechtelijke zorgplicht de eigen verantwoordelijkheid van de cliënt bij de eigen schuld en dus bij de vaststelling van de schadevergoeding worden meegenomen. De eigen verantwoordelijkheid van de cliënt kan er zelfs toe leiden dat er in het geheel geen sprake is van schending van de zorgplicht. Bij bestuursrechtelijke toetsing daarentegen kan de ernst van de overtreding slechts via de boete tot uiting komen. Dit is echter een andere toets, namelijk een toets aan de vraag of de boete gematigd dient te worden.

De privaatrechtelijke zorgplicht is er op gericht om cliënten te behoeden tegen gevaren van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. Er dient gewaarschuwd te worden tegen de risico's van het beleggingsproduct, er moet onderzoek gedaan te worden naar de mogelijkheden om de risico's op te vangen en als het risico niet opgevangen kan worden dan dient het product te worden ontraden. Wel wordt er mede op de consument een eigen onderzoeksplicht gelegd. Het schenden hiervan wordt bij de schadeberekening meegewogen.

De eigen verantwoordelijkheid van de cliënt wordt derhalve bij de bestuursrechtelijke handhaving via de boete meegewogen en bij de privaatrechtelijke handhaving bij de vraag of de zorgplicht is geschonden en bij de bepaling

⁴²⁵ Loonen & Schotsman 2016, p. 208.

⁴²⁶ Stijnen 2011, p. 35.

van de mate van eigen schuld. De verklaring hiervoor is gelegen in verschillende doelstellingen van de publiekrechtelijke zorgplicht en de privaatrechtelijke zorgplicht.

Het vergaren van informatie

Op grond van artikel 4:23 Wft heeft een financiële instelling de plicht om een op de cliënt toegesneden advies te geven en daartoe informatie te vergaren en te documenteren. Dit kan niet zomaar aan de hand van standaardformulieren of standaardadviezen aan homogene groepen. Deze standaardformulieren zijn namelijk niet toereikend voor uitzonderingen binnen deze homogene groepen en artikel 4:23 Wft ziet er ook op om deze uitzonderingen te beschermen. De financiële instelling dient bij elke potentiële cliënt dóór te vragen om vervolgens een passend advies te kunnen geven, gebaseerd op de ingewonnen informatie. De AFM oordeelt in DFD en Burghthuys⁴²⁷ dat artikel 4:23 Wft ook ziet op de uitzonderingsgevallen. Er kan bij een advies niet worden uitgegaan van een homogene groep. In het licht van de doelstelling van het publiekrecht, de bescherming van het algemene belang, acht ik het opmerkelijk dat uitzonderingsgevallen toch vallen onder de publiekrechtelijke zorgplicht. Dit lijkt haast een private benadering van de zorgplicht.

Klanttevredenheid

Het verschil tussen private en publieke handhaving valt ook op in die zin dat de tevredenheid van cliënten over het product, bij bestuursrechtelijke handhaving, geen rol speelt bij de uiteindelijke beoordeling van de vraag of artikel 4:23 Wft is overtreden. In het besluit DTC gaat de AFM ver door te oordelen dat DTC onderzoek moet doen naar de financiële positie voor en na het onzekere voorval, zodat voor de cliënt duidelijk is welk risico hij afdekt. Dit onderzoek ziet niet op het wel of niet kunnen dragen van de verplichtingen die uit het financiële product voortvloeien, maar op de wenselijkheid om de zogenaamde betalingsbeschermer af te sluiten.⁴²⁸ In het besluit Leensysteem oordeelt de AFM dat Leensysteem had moeten inventariseren of het afsluiten van een hypothecaire lening niet was te verkiezen boven het afsluiten van consumptief krediet, en of dus een hypothecaire lening niet meer passend zou zijn.⁴²⁹

De AFM zelf overweegt in het SNS besluit dat de zorgplicht uit artikel 4:23 Wft niet enkel voortkomt uit de civielrechtelijke zorgplicht. Evenmin heeft de wetgever voor ogen gehad dat dezelfde maatstaven voor zowel artikel 4:23

⁴²⁷ Zie par. 5.6.3.8, nr. 6.

⁴²⁸ Zie besluit AFM 22 april 2011 inzake DTC, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/dtc.ashx>, p. 13. Zie voor bespreking, par. 5.6.3.9.

⁴²⁹ Zie besluit AFM 18 augustus 2009 inzake LeenSysteem B.V., <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/leensysteem-bv.ashx>, p. 8. Zie voor bespreking van het besluit, par. 5.6.3.8, nr. 2.

Wft als de civielrechtelijke zorgplicht zouden gelden.⁴³⁰ Welke informatie dient te worden ingewonnen is afhankelijk van de complexiteit van het product of de dienst.

Open normen

De uitleg van artikel 4:23 Wft betreft de invulling van een open norm, waardoor spanning met artikel 7 EVRM op de loer ligt. Aanvankelijk wijst de AFM, bij een beroep op artikel 7 EVRM, naar de wetgever in de zin dat er gekozen is voor zogenaamde *principle based* wetgeving. De uitwerking hiervan wordt aan de financiële instellingen en branche organisaties zelf overgelaten. Later beroept de AFM zich op de door haar gegeven 'guidance'. De AFM voert in deze latere besluiten aan dat aan de markt voldoende 'guidance' zou zijn gegeven over de vraag hoe de open norm van artikel 4:23 Wft wordt ingevuld. Uit de besluiten volgt dat de financiële instelling voldoende dient door te vragen, voldoende informatie dient te vergaren en de gegevens voldoende dient te documenteren. Het advies dient vervolgens op de vergaarde informatie gebaseerd te zijn.

Toch is in een aantal zaken voor financiële instellingen onduidelijk of zij voldoen aan de vergaande zorgplicht van artikel 4:23 Wft. De AFM acht het echter de eigen verantwoordelijkheid van de financiële instelling om de (open) normen na te leven. Dat het antwoord op de vraag wanneer een onderneming aan de norm van artikel 4:23 Wft heeft voldaan niet altijd eenduidig is blijkt ook wel uit het besluit Leensysteem. De AFM overweegt in Leensysteem immers dat de mate waarin informatie moet worden ingewonnen afhankelijk is van de complexiteit van het product of de dienst. Zo hoeft minder informatie te worden verstrekt door de financiële dienstverlener wanneer er geen sprake is van beleggingen. De informatie moet evenwel voldoende zijn voor een passend advies.

Mein constateert, mede op grond van interviews met advocaten en handhavers werkzaam bij de AFM, dat de AFM een activistische en instrumentele opstelling heeft.⁴³¹ Naast het waarschuwen van de consument wil de AFM met het boetebeleid een educatief- en afschrikkingseffect bewerkstelligen.⁴³²

Dijkhuizen en Caria pleiten ervoor dat de AFM juist minder *guidelines* geeft bij de invulling van de open normen.⁴³³ Open normen zijn bedoeld om aan partijen een grotere interpretatievrijheid te laten en dienen er tevens toe dat

430 Zie Besluit AFM 12 augustus 2009 inzake SNS, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/sns-bank-nv.ashx>, p. 140. Zie voor bespreking van het besluit, par. 5.6.3.9.

431 Mein 2015, p. 183.

432 Mein 2015, p. 184.

433 T.C.A. Dijkhuizen & V.Y.E. Caria, 'De invulling van financieel open normen in een meerlagige rechtsorde', in: C.G. Breedveld-De Voogd, A.G. Castermans & M.W. Knigge (red.), *Rechtsvinding in een meerlagige rechtsorde*, BWKJ 28, Leiden: Afdeling burgerlijk recht 2013, p. 109-121.

in de praktijk minder leemtes ontstaan.⁴³⁴ De praktijk resulteert in meer gedetailleerde voorschriften door toezichthoudende autoriteiten. Hierbij dient men zich af te vragen welke invloed deze voorschriften hebben op de civiele rechtspraak.⁴³⁵ De civiele rechter zal gezien de tweeledige doelstelling van open normen, te weten ontvankelijkheid van de norm voor rechtsovertuigingen in Nederland en doorlaatpost voor fundamentele rechten,⁴³⁶ gewicht moeten toekennen aan de invulling van de open norm door de toezichthouder. De vraag dient immers aan de orde te komen wat de in Nederland heersende rechtsovertuiging is en daarbij dient de opvatting van de toezichthouder te worden meegewogen.⁴³⁷

Het spanningsveld van de invulling van open normen en artikel 7 EVRM speelt ook bij de zorgplicht voor accountants ex artikel 14 Wta.⁴³⁸ Op grond van artikel 14 Wta dienen externe accountants blijf te geven van onder andere een voldoende professionele-kritische houding. Het is geen goede zaak als de handhaver van normen zelf de normering (mede) kan bepalen.⁴³⁹ De AFM en de voorzieningenrechter zijn echter van oordeel dat er geen strijd is met artikel 7 EVRM omdat de tekortkomingen rechtstreeks voortvloeien uit de COS-normen (Nadere Voorschriften Controle en overige Standaarden). Waar het gaat om interpretatie van die normen moet het, gelet op de aard en/of ernst van de tekortkomingen, voor de externe accountants voldoende kenbaar zijn geweest dat zij deze normen niet naleefden (zie bijv. Deloitte en EY).⁴⁴⁰

5.6.3.11 Vervolg zorgplichten in de Wft: besluiten AFM op grond van artikel 4:24 en 4:90 Wft

In artikel 4:24 lid 1 Wft is vastgelegd dat indien een financiële onderneming, zonder daarbij tevens te adviseren, een andere beleggingsdienst dan het beheren van een individueel vermogen of een bij Algemene Maatregel van Bestuur aan te wijzen andere financiële dienst verleent, zij informatie inwint over de kennis en ervaring van de consument of cliënt met betrekking tot de desbetreffende dienst of product zodat beoordeeld kan worden of deze dienst

434 Dijkhuizen & Caria 2013, p. 120.

435 Dijkhuizen & Caria 2013, p. 121.

436 J.H. Nieuwenhuis, 'Open normen in een open samenleving. In Nederland levende rechtsovertuigingen', *TREMA* 2005, p. 265.

437 Dijkhuizen & Caria 2013, p. 121.

438 Zie onder meer Rb. Rotterdam 26 februari 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BH4580, *JOR* 2009/113, m.nt. P.M. van der Zanden (*FAG Accountants*) en Rb. Rotterdam 7 april 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ1017 (*KSG*).

439 P.M. van der Zanden in zijn noot onder Rb. Rotterdam 26 februari 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BH4580, *JOR* 2009/113.

440 Besluit AFM 15 februari 2012 inzake Deloitte, <http://www.afm.nl/en/~media/files/boete/2012/deloitte.ashx>. Besluit AFM 9 november 2011 inzake Ernst en Young, <http://www.afm.nl/en/~media/files/boete/2012/ernst-young.ashx>. Voorlopige voorziening inzake Ernst en Young Rb. Rotterdam 19 januari 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BV2271.

of dit product passend is. Het betreft hier eveneens een zorgplicht. In deze paragraaf zal wederom aan de hand van uitspraken van de AFM worden geanalyseerd hoe de AFM de privaatrechtelijke geaarde regels, die van invloed zijn op het contractenrecht, toepast.⁴⁴¹

Met artikel 4:24 Wft is artikel 19 lid 5 en 6 van de MiFID geïmplementeerd. De term 'passendheid' is met de implementatie van de MiFID geïntroduceerd.⁴⁴² Deze passendheidstoets houdt in dat (alleen) de ervaring en kennis van de cliënt of potentiële cliënt op beleggingsgebied met betrekking tot de specifieke soort van het product en dienst dient te worden nagegaan. De omvang van de zorgplicht is afhankelijk van de aard van de beleggingsdiensten.

(1) SNS

Casus. Op 14 mei 2009 heeft een gesprek tussen AFM en SNS plaatsgevonden naar aanleiding van een artikel in het Financieel Dagblad van 7 mei 2009 over de betrokkenheid van SNS bij beleggers die in de Madoff-gerelateerde fondsen zijn ingestapt. SNS heeft toegezegd onderzoek te doen en de AFM op de hoogte te stellen van het interne onderzoek. De AFM heeft ook een onderzoeksrapport opgesteld genaamd 'Execution only-dienstverlening m.b.t. niet gereguleerde buitenlandse beleggingsfondsen'. Nadat SNS hierop heeft gereageerd, heeft de AFM het voornemen uitgesproken om een drietal bestuurlijke boetes op te leggen.

SNS heeft in de onderhavige kwestie samengewerkt met verschillende vermogenspartners. Deze vermogenspartners selecteerden voor haar cliënten 'niet geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen'. Dit zijn fondsen zonder een registratie als vergunninghouder bij de AFM. De cliënt van de vermogensadviseur die op diens advies wil beleggen in niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen openden op advies van de vermogensadviseur bij SNS een effectenrekening op basis van *execution only* dienstverlening. De AFM heeft vijf prospectussen van 'niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen' onderzocht waarin via SNS kon worden belegd. Twee van de vijf fondsen zouden zijn gelieerd aan Madoff.

Besluit en bezwaar. De AFM is van oordeel dat SNS heeft nagelaten om haar nieuwe cliënten die de mogelijkheid hebben gekregen om in de 'niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen' te beleggen, een algemene beschrijving te verstrekken die gedetailleerd genoeg was om hen als niet professionele belegger in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen. Omdat de 'niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen' zich op cruciale punten onderscheiden van reguliere beleggingsfondsen, betreft het een productcategorie waarover de cliënt van te voren specifiek moest worden geïnformeerd,

441 Zie ook par. 1.3. Het betreft geen privaatrecht in de zuivere zin van het woord, maar normen die zijn afgeleid uit het privaatrecht of daar sterk op lijken.

442 *Kamerstukken II* 2006/07, 31086, nr. 3, p. 125.

ook in het kader van de *execution only* dienstverlening. Het betreft hier een overtreding van artikel 4:20 lid 1 Wft. Doordat SNS deze kennis en ervaring niet heeft geïnventariseerd, heeft zij haar cliënten waar nodig ook niet kunnen waarschuwen voor de fondsen (zoals voorgeschreven in artikel 4:24 lid 2 Wft). Voorts heeft SNS bevestigd orders van dit soort beleggers te hebben gebundeld zodat het minimum inlegbedrag werd gehaald en deze vervolgens als één order te hebben doorgegeven aan fondsen die alleen open staan voor 'qualified investors'. Bij besluiten van 20 januari 2011 heeft de AFM aan SNS twee boetes opgelegd van elk € 30.000 voor overtreding van artikel 4:20 lid 1 en artikel 4:24 lid 1 Wft en € 5000 voor overtreding artikel 4:90 Wft. Bij beslissing op bezwaar zijn de bezwaren van SNS ongegrond verklaard.

Beroep. In beroep zijn de bezwaren van SNS verworpen.⁴⁴³ SNS stelt dat het gehanteerde aanvraagformulier volstaat als 'know your customer'-toets als bedoeld in artikel 4:24 lid 1 Wft.

In het kader van de bundeling van orders doet SNS een beroep op artikel 7 EVRM. De bundeling is slechts ingegeven om logistieke redenen en een verbod hierop is niet vastgelegd in een wettelijke norm. Met de AFM is de rechtbank van oordeel dat SNS gehouden was haar cliënten te informeren over het feit dat zij via de *execution only* dienstverlening van SNS konden beleggen in fondsen die voor hen als particulieren in beginsel niet openstonden, gelet op de minimum initiële instapbedragen en de eisen die de fondsen aan de beleggers stelden en die als niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen niet in Nederland mochten worden aangeboden.⁴⁴⁴ Dat ook die informatie moest worden verstrekt, is een onontkoombare consequentie van de dienstverlening die SNS heeft geboden aan haar voorgeselecteerde cliënten. Deze informatie over de aard en risico's van de fondsen was immers onontbeerlijk om de niet-professionele belegger in staat te stellen een beleggingsbeslissing te nemen. Kortom, op grond van artikel 4:20 lid 2 Wft rustte op SNS de verplichting om de hefboomwerking en de gevolgen daarvan, het risico dat de gehele belegging verloren gaat, de volatiliteit van de prijs en de beperkingen in bestaande markten voor fondsen mee te delen.

Met betrekking tot artikel 4:90 Wft oordeelt de rechtbank dat, hoewel er sprake is van een open norm waarvan de grenzen niet telkens kunnen worden nagegaan, namelijk het zich eerlijk, billijk en op professionele wijze inzetten voor de belangen van cliënten, SNS onmiskenbaar afbreuk heeft gedaan aan deze zorgplicht. Door het bundelen van individuele orders die minder bedroegen dan € 50.000 heeft SNS bewerkstelligd dat een deel van haar cliënten aan een of meer van die fondsen heeft kunnen deelnemen, terwijl die cliënten niet voldeden aan de toetredingseisen van die fondsen.

Wel heeft de rechtbank de boete verlaagd op grond van artikel 6 lid 1 EVRM. De redelijke termijn zou zijn overschreden.

⁴⁴³ Rb. Rotterdam 3 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9415, r.o. 6.3.

⁴⁴⁴ Rb. Rotterdam 3 januari 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BY9415, r.o. 8.2.

Hoger beroep. In hoger beroep voert SNS aan dat de AFM een buitenwettelijke maatstaf hanteert bij de vraag of de artikelen 4:24 en 4:90 Wft zijn nageleefd. De categorie ‘niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen’ waaraan de AFM de overtredingen ophangt heeft geen wettelijke basis.⁴⁴⁵

Het CBB onderschrijft het oordeel van de rechtbank dat de AFM in haar besluitvorming de term ‘niet-geregistreerde buitenlandse beleggingsfondsen’ heeft gehanteerd. Op deze fondsen wordt geen adequaat toezicht gehouden en aan deelneming kleven bijzondere risico’s. Het College volgt de rechtbank in haar oordeel dat SNS meer informatie had moeten verstrekken ten aanzien van de risico’s van deze beleggingsfondsen. De restrictieve uitleg van de verplichtingen die voortvloeien uit de artikelen 4:20 lid 1 en 4:24 lid 1 Wft die SNS voorstaat, kan in de tekst van de bepalingen niet gelezen worden en strookt niet met de achtergrond van deze bepalingen: de bescherming van de niet-professionele beleggers.

SNS kan zich niet onttrekken aan deze verplichtingen door te wijzen op de betrokkenheid van de externe vermogensadviseur. SNS mocht er niet vanuit gaan dat de externe vermogensadviseur aan de informatieverplichtingen van de artikel 4:24 Wft zou voldoen en dat voor SNS geen rol was weggelegd, anders dan het uitvoeren van de orders.

Eveneens heeft SNS afbreuk gedaan aan de algemene zorgplicht van artikel 4:90 Wft door op inschrijfformulieren aan te geven dat cliënten vermogend zijn zonder dit te controleren. En ook door individuele orders te bundelen waardoor cliënten die niet aan de toetredingseisen voldeden toch aan bepaalde fondsen konden deelnemen. Het besluit blijft dan ook in stand.

Commentaar. Met betrekking tot dit feitencomplex is een civiele zaak aanhangig geweest.⁴⁴⁶ Hierbij staat ook de vraag centraal in hoeverre SNS de zogenaamde passendheidstoets van artikel 4:24 Wft heeft uitgevoerd.⁴⁴⁷ De rechtbank overweegt dat deze passendheidstoets niet voldoende is uitgevoerd. De beleggingen in de fondsen vormen een aparte productcategorie, die moet worden onderscheiden van hetgeen SNS Bank in haar algemene voorwaarden onder de noemer ‘beleggingsfondsen’ had omschreven. Cliënten zijn niet gevraagd naar hun kennis en ervaring met betrekking tot specifiek deze productcategorie, zodat ten aanzien daarvan ook geen passendheidstoets is uitgevoerd. Evenmin heeft SNS op eerste verzoek de betreffende prospectussen van de bijzondere beleggingsfondsen beschikbaar gesteld. De rechtbank verklaart dan ook voor recht dat SNS is tekortgeschoten in haar zorgplicht.

Een beleggingsinstelling kan zich niet verschuilen achter een beleggingsadviseur. De beleggingsinstelling dient een passendheidstoets uit te voeren op grond van artikel 4:24 Wft. In theorie zou het mogelijk zijn om deze pas-

⁴⁴⁵ CBB 17 juli 2014, ECLI:NL:CBB:2014:249.

⁴⁴⁶ Het betreft een collectieve actie van Stichting Claim SNS.

⁴⁴⁷ Rb. Midden Nederland 30 januari 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:BY9836, JOR 2013/76, m.nt. C.W.M. Lieverse.

sendheidstoets over te laten aan de adviseur, maar hierover moeten dan wel duidelijke afspraken gemaakt zijn.⁴⁴⁸

5.6.4 Overkreditering

5.6.4.1 Inleiding

In deze paragraaf zullen de besluiten op grond van artikel 4:34 Wft, het voorkomen van overkreditering, worden besproken.

5.6.4.2 Besluiten AFM op grond van artikel 4:34 Wft en 115 BGfo

In artikel 4:34 lid 2 Wft is bepaald dat de aanbieder geen overeenkomst inzake krediet aangaat met een consument indien dit, met het oog op overkreditering van de consument onverantwoord is. Artikel 4:34 Wft is een implementatie van artikel 8 van de Richtlijn consumentenkrediet.⁴⁴⁹ Artikel 4:34 Wft is nader uitgewerkt in artikel 115 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo). In dit artikel is bepaald dat een aanbieder van krediet ter voorkoming van overkreditering de criteria vastlegt die hij betreft bij de beoordeling van een kredietaanvraag van een consument.

Artikel 4:34 Wft is gericht tot de aanbieder en is niet van toepassing op bemiddelaars tussen consumenten en financiële instellingen. Op grond van artikel 4:23 Wft moeten bemiddelaars bij adviezen wel rekening houden met de financiële positie van de consument. De AFM hanteert voor bemiddelaars overigens wel dezelfde normen als voor aanbieders van financiële producten.⁴⁵⁰ Dit volgt onder meer uit de besluiten Drieman/Huis & Hypotheek Woerden B.V.⁴⁵¹ en QuaRendum Epe B.V.⁴⁵² Het betreft in beide gevallen het aangaan van een hypotheek. In beide gevallen is onvoldoende informatie ingewonnen en is het advies onvoldoende gestoeld op de ingewonnen informa-

448 Rb. Midden Nederland 30 januari 2013, ECLI:NL:RBMNE:2013:BY9836, JOR 2013/76, m.nt. C.W.M. Lieveise.

449 Richtlijn 2011/83/EU van het Europees Parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende de consumentenrechten, tot wijziging van Richtlijn 93/13/EEG van de Raad en van Richtlijn 1999/44/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijn 85/577/EEG en van Richtlijn 97/7/EG van het Europees Parlement en de Raad.

450 Zie Besluit AFM 26 mei 2009 inzake Drieman/Huis & Hypotheek Woerden B.V. <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/drieman.ashx>, zie p. 7 van besluit en Besluit AFM 2 oktober 2009 inzake QuaRendum Epe B.V. <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/quarendum-epe-bv.ashx>. Zie voor een civiele zaak rb. Overijssel 25 juni 2014, ECLI:NL:RBOVE:2014:3607.

451 Zie Besluit AFM 26 mei 2009 inzake Drieman/Huis & Hypotheek Woerden B.V. <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/drieman.ashx>.

452 Besluit AFM 2 oktober 2009 inzake QuaRendum Epe B.V. <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/quarendum-epe-bv.ashx>.

tie en daarmee is artikel 4:23 Wft overtreden. Voor de invulling van de norm van artikel 4:23 Wft wordt de hieronder genoemde Gedragscode Hypothecaire Financieringen (GHF) gehanteerd.

De wetgever heeft de invulling van de open norm van artikel 4:34 Wft overgelaten aan de financiële sector. De aanbieder dient op grond van de verkregen informatie af te wegen of er sprake is van (on)verantwoorde kredietverstrekking die al dan niet leidt tot overkreditering.⁴⁵³ Het is onduidelijk waarom is gekozen voor een open norm. 'Mogelijk om te voorkomen dat gebruik wordt gemaakt van juridische redeneringen of constructies die volgens de letter van de wet kloppen maar tegen de geest van de wet ingaan.'⁴⁵⁴ Bovendien wordt zo gestimuleerd dat de bank, die haar cliënt kent, een eigen afweging maakt.⁴⁵⁵ Ter invulling van de open norm van artikel 4:34 Wft is een aantal gedragsnormen opgesteld door onder andere de Vereniging Financieringsondernemingen in Nederland (VFN),⁴⁵⁶ de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB)⁴⁵⁷ en de Nederlandse Thuiswinkel Organisaties (NTO).⁴⁵⁸ De gedragscodes komen er op neer dat na het verstrekken van het krediet een minimaal bedrag moet overblijven voor levensonderhoud.⁴⁵⁹

De AFM heeft zelf ook rapporten opgesteld als 'Kwaliteit advies en transparantie bij hypotheek' (2007)⁴⁶⁰ en 'Feedbackstatement Consultatie document toetskader hypothecaire kredietverlening' (2010).⁴⁶¹ In het licht van de gedragsregels, zelfregulering, en rapporten van de AFM vragen Dijkhuizen en Caria zich dan ook af in hoeverre de aanbieders in de praktijk de vrijheid hebben om de normen naar eigen inzicht te interpreteren.⁴⁶² Mijns inziens wordt hiermee wel tegemoet gekomen aan de behoefte aan duidelijkheid omtrent de vraag wanneer er sprake is van overkreditering en er een punitieve sanctie zal volgen. Wel doen dergelijke regels afbreuk aan het open karakter van de norm als neergelegd in artikel 4:34 Wft. Deze paradox onderstreept het spanningsveld van het beboeten van open normen en het legaliteitsbeginsel (artikel 7 EVRM).

453 Dijkhuizen & Caria 2013, p. 117.

454 Dijkhuizen & Caria 2013, p. 117.

455 R.J. Schotsman, *Praktijkgids WFT. Financiële markten en ondernemingen onder toezicht*, Amsterdam: NIBESVV 2011, p. 79.

456 <http://www.vfn.nl/assets/uploads/files/VFN%20Gedragscode%20per%2001-01-2014.pdf>.

457 http://www.nvb.nl/media/document/001390_normen-consumptief-krediet-per-1-april-2014.pdf.

458 Bijlage bij Gedragsregels Thuiswinkel waarborg, <https://www.thuiswinkel.org/bedrijven/lidmaatschap/voorwaarden/gedragsregels-thuiswinkel-waarborg>.

459 Claassen & Snijders 2014, p. 190.

460 Rapport AFM, *Kwaliteit advies en transparantie bij hypotheek*, te vinden op <http://www.afm.nl/~media/Files/rapport/2007/kwaliteit-advies-transparantie-hypotheek.ashx>

461 Statement AFM, *Feedbackstatement Consultatie document toetskader hypothecaire kredietverlening*, april 2010 te vinden op <http://www.rijksoverheid.nl/bestanden/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2010/04/21/fm10-4170-bijlage-fm10-4170-bijlage-feedbackstatement/fm10-4170-bijlage-feedbackstatement.pdf>.

462 Dijkhuizen & Caria 2013, p. 118.

In deze paragraaf wordt een aantal besluiten besproken met betrekking tot de beoordeling door de AFM van overkreditering ex artikel 4:34 Wft.

(1) DSB

Casus. DSB verstrekt hypothecaire leningen. Als lid van de VNB heeft DSB de Contactorgaan Hypothecair Financiers (CHF)-normen onderschreven. Op grond van artikel 6.6 van de Gedragscode Hypothecair Financieringen (GHF) mag in bijzondere gevallen worden afgeweken van deze normen. Deze afwijkingen moeten gemotiveerd worden. DSB had verder in de zogenaamde Kredietnota ruimere criteria vastgelegd voor de gevallen die niet pasten binnen de beoordelingscriteria. In vijf van de 34 dossiers is niet alleen afgeweken van de CHF-norm, maar ook van de ruimere Kredietnota, zonder dat sprake was van een bijzonder geval. Evenmin is de afwijking gemotiveerd. DSB heeft betoogd dat afwijking gerechtvaardigd is als naar het oordeel van daartoe geautoriseerde medewerkers de afwijking marginaal is of als het jegens de klant onredelijk is strikt de letter van de Kredietnota te volgen.

Besluit. De AFM heeft een boete opgelegd van €96.000 voor overtreding van artikel 115 lid 1 BGfo.⁴⁶³

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. Met betrekking tot de afwijkingen van de CHF-normen heeft DSB geen duidelijke regels opgesteld waardoor DSB de mogelijkheid heeft geopend dat overkreditering plaats zou vinden. De voorzieningenrechter overweegt dat deze vage en niet geadstrueerde bepalingen, volgens welke geautoriseerde medewerkers mogen bepalen of er kan worden afgeweken van de normen, de mogelijkheid openen dat overkreditering plaats vindt. Artikel 115 BGfo is naar het oordeel van de voorzieningenrechter dan ook overtreden.⁴⁶⁴

Bezwaar. In bezwaar stelt DSB onder meer dat de open norm van artikel 4:34 Wft door de AFM ten onrechte is ingevuld door toepassing van de GHF.⁴⁶⁵ DSB maakt bezwaar tegen het standpunt van de AFM dat overtreding van de GHF leidt tot het oordeel dat de norm van artikel 4:34 Wft is overtreden. Enerzijds omdat de GHF *principle based* is en anderzijds omdat de AFM niet van te voren heeft gemeld dat schending van GHF een overtreding van artikel 4:34 Wft oplevert.

De AFM overweegt dat de GHF door marktpartijen is opgesteld om invulling te geven aan de open norm van artikel 4:34 Wft. De AFM heeft aangegeven dat wanneer op een correcte wijze uitvoering wordt gegeven aan de GHF, marktpartijen in beginsel handelen conform artikel 4:34 Wft. DSB is van de GHF

463 Besluit 5 mei 2009 inzake DSB, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2009/dsb-art115-bgfo.ashx>.

464 Rb. Rotterdam 30 juni 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ1748, JOR 2009/261.

465 Besluit op bezwaar AFM 5 oktober 2009 inzake DSB, http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/dsb_besliss_bezwaar_art434_1_2_wft.ashx.

afgeweken. Deze afwijkende werkwijze is door de AFM beoordeeld en in strijd met artikel 4:34 Wft geacht.

De beroepsgrond dat DSB niet bekend was met de invulling artikel 4:34 Wft kan (mede) niet slagen om de reden dat de deskundige dienstverlener de nodige zorg dient te betrachten zonder enig voorbehoud en ongeacht of wet- en regelgeving op dat moment expliciete invulling daaraan geeft.⁴⁶⁶ Voorts overweegt de AFM dat het doel van de publicatie van boete-besluiten is de grenzen van de open normen aan te geven.⁴⁶⁷

De bezwaren van DSB worden ongegrond verklaard.

Commentaar. DSB krijgt een boete omdat het beleid onvoldoende duidelijk is vastgelegd waardoor overkreditering kan plaatsvinden.

De AFM legt een boete op die niet alleen gebaseerd is op de Gedragscode, maar ook op bepalingen uit het rapport 'Kwaliteit advies en transparantie bij hypotheek'. Hierover wordt door Roelofsen opgemerkt: 'vanuit het oogpunt van regelgeving is dat curieus omdat een publiekrechtelijke regeling wordt uitgewerkt via zelfregulering, maar vervolgens weer publiekrechtelijk wordt ingekleurd door een AFM rapport zonder een duidelijke juridische grondslag'.⁴⁶⁸ De voorzieningenrechter heeft zich overigens niet uitgelaten over het feit dat de AFM zich gedeeltelijk heeft gebaseerd op het rapport 'Kwaliteit advies en transparantie bij hypotheek'. De AFM verheft haar eigen invulling van de norm tot de enige standaard.⁴⁶⁹

De overwegingen uit het besluit op bezwaar zijn interessant voor de invulling van open normen. De AFM overweegt dat het argument dat de AFM niet kenbaar heeft gemaakt dat artikel 4:34 Wft zou worden ingevuld aan de hand van de GHF niet betekent dat DSB een beroep op het bepaalbaarheidsgebod (artikel 7 EVRM) kan doen. De AFM overweegt dat uit de in acht te nemen zorgplicht voortvloeit dat de deskundige dienstverlener de nodige zorg betracht zonder enig voorbehoud en ongeacht of wet- en regelgeving op dat moment expliciete invulling daaraan geeft.⁴⁷⁰ Van Tuyl merkt hierover op dat de kenbaarheid van de overkrediteringsnorm dus ook zou kunnen voortvloeien uit de civiele zorgplicht, ongeacht of wet- en regelgeving op dat moment expliciete invulling aan die norm geven.⁴⁷¹ Daarnaast overweegt de AFM dat de doelstel-

466 Zie besluit op bezwaar AFM 5 oktober 2009 inzake DSB, http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/dsb_besliss_bezwaar_art434_1_2_wft.ashx, p. 6. Van Tuyl merkt op dat de wijze van handhaving door de AFM ook kenbaar zou zijn uit de civiele zorgplicht. Zie C.F.J. van Tuyl, 'Enkele AFM-boetebesluiten ter zake van overkreditering langs de lat van het bepaalbaarheidsgebod', *O&F* 2012/977, p. 37.

467 Besluit op bezwaar AFM 5 oktober 2009 inzake DSB, http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/dsb_besliss_bezwaar_art434_1_2_wft.ashx, p. 12.

468 E.P. Roelofsen, 'Overkreditering na de aangepaste Gedragscode: much ado about nothing', *FR* 2011, 7-8, p. 200. Zie ook Dijkhuizen & Caria 2013, p. 118.

469 Dijkhuizen & Caria 2013, p. 119. Zie in dit kader ook J. Black, 'Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation', *CMLJ* 2008, p. 446.

470 Zie besluit op bezwaar AFM 5 oktober 2009 inzake DSB, http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/dsb_besliss_bezwaar_art434_1_2_wft.ashx, p. 6.

471 Van Tuyl 2012, p. 37.

ling van de publicatie van de (boete-)besluiten onder meer is de grenzen aan te geven van de open normen.

(2) Postbank

Casus. Postbank verstrekt hypotheclair krediet en heeft de GHF onderschreven. De AFM heeft 48 dossiers onderzocht en in een tiental dossiers heeft de AFM vastgesteld dat de hoogte van het verstrekte hypotheclaire krediet 5,2 tot 6,7 maal het gezamenlijk jaarinkomen van de consument bedraagt. De hypotheclaire leningen zijn grotendeels aflossingsvrij. Op grond van artikel 6 lid 6 van de GHF is de Postbank afgeweken van de GHF door alternatieve criteria te hanteren. De AFM is van oordeel dat Postbank zich onvoldoende rekenschap heeft gegeven van het betalings- en vermogensrisico dat gepaard gaat met een dergelijke verhouding tussen inkomen en de verstrekte hypotheek.

Besluit en bezwaar. Bij besluit van 6 februari 2009 heeft de AFM twee bestuurlijke boetes aan Postbank opgelegd van elk € 5.000 wegens overtreding van artikel 4:34 lid 1 en 2 Wft. Bij besluit van 9 juli 2009 heeft de AFM het bezwaar ongegrond verklaard.⁴⁷²

Beroep. De rechtbank beantwoordt eerst de vraag of de AFM tot uitgangspunt heeft kunnen nemen dat artikel 6 lid 4 GHF waaronder de annuïtaire toets, als maatstaf door de banken kan worden gehanteerd om te voldoen aan artikel 4:34 lid 2 Wft. De Postbank heeft wel de GHF normen onderschreven maar is in tien dossiers hiervan afgeweken door alternatieve criteria te hanteren als bedoeld in artikel 6 lid 6 GHF. Het lag daarom op de weg van de Postbank om te onderbouwen dat het aangaan van de desbetreffende overeenkomsten inzake krediet niet onverantwoord is geweest met het oog op voorkoming van overkreditering van die consumenten. De branche acht blijkbaar in bijzondere gevallen afwijking mogelijk, maar daarvoor zijn dan wel bijzondere waarborgen nodig.⁴⁷³ Postbank heeft hier niet aan voldaan en verwijzing naar het eigen algemene beleid volstaat niet. De boete met betrekking tot artikel 4:34 lid 2 Wft blijft in stand. Met betrekking tot de boete voor artikel 4:34 lid 1 Wft is Postbank niet-ontvankelijk verklaard omdat Postbank verklaard zou hebben dat de boete niet betwist werd.

Hoger beroep. In beroep vernietigt het CBb het boetebesluit van de AFM. Het begrip onverantwoorde kredietverstrekking is door de wetgever niet nader ingevuld. Wel heeft de minister in een brief van 15 februari 2006 gewezen:

‘op onder meer het betalingsrisico dat gekoppeld is aan de hypotheclaire financiering van de eigen woning en het voornemen van de bancaire sector

472 Besluit en bezwaar niet gepubliceerd, te kennen uit Rb. Rotterdam 20 mei 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BM5231, JOR 2010/196.

473 Rb. Rotterdam 20 mei 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BM5231, JOR 2010/196, zie r.o. 2.13.

om maatregelen – met het oog op het creëren van een financiële buffer – op te nemen in de GHF.⁴⁷⁴

Het CbB oordeelt dat voor zover de AFM heeft geoordeeld dat Postbank niet alleen in uitzonderingsgevallen is afgeweken van de norm uit GHF, de AFM er aan voorbijgaat dat de minister het van belang heeft geacht 'dat het mogelijk blijft om voor bepaalde (categorieën) huishoudens een maatwerkoplossing te zoeken'.⁴⁷⁵ De omstandigheid dat Postbank op basis van generieke kenmerken, en daarmee voor bepaalde 'categorieën' huishoudens een afwijking van de annuïtaire toets mogelijk heeft gemaakt, betekent naar het oordeel van het CbB dan ook niet dat Postbank in strijd met de GHF heeft gehandeld.⁴⁷⁶ Het onderdeel van het boetebesluit met betrekking tot de overtreding van artikel 4:34 lid 2 Wft wordt vernietigd.

Ook het onderdeel van het boetebesluit met betrekking tot artikel 4:34 lid 1 Wft wordt vernietigd. Uit de stukken is gebleken dat Postbank voorafgaand aan het aangaan van de kredietovereenkomsten informatie heeft ingewonnen over de financiële positie van de betrokken consumenten, waaronder de bruto-inkomsten, kredieten en vermogen, en dat mogelijke risico's zoals overlijden en arbeidsongeschiktheid bij de beoordeling van de kredietaanvraag aan de orde zijn geweest. Gebleken is dat Postbank aan de hand van de negatieve en positieve criteria (NAT-criteria) heeft beoordeeld of het aangaan van de overeenkomst met het oog op het voorkomen van overkreditering verantwoord is.⁴⁷⁷

Commentaar. De invulling van artikel 4:34 Wft betreft de vraag of de financiële onderneming binnen de kaders van de GHF is gebleven. Eventuele afwijkingsmogelijkheden van de GHF dienen door de instelling zelf te worden ingevuld. De rechtbank oordeelt dat de AFM de (open) norm van artikel 4:34 lid 2 Wft niet gelijk heeft gesteld aan de GHF-code, maar slechts dat invulling kan worden gegeven aan deze norm door middel van die code.⁴⁷⁸ De AFM verweert zich jegens Postbank ook met de stelling dat afwijking wel mogelijk is, maar dat dit voldoende onderbouwd dient te worden.

In een noot onder de uitspraak vraagt Van Poelgeest zich af of in het geval Postbank zich niet aan de GHF had gehouden en een eigen beleid had gehanteerd, de financiële buffer per se gelijk zou dienen te zijn aan de buffer zoals bepaald in de GHF. Of zou ook op andere wijze kunnen blijken dat er geen sprake is van een onverantwoorde wijze van kredietverstrekking?⁴⁷⁹ Van Poelgeest pleit ervoor dat er naar het geheel van de normen wordt gekeken, zonder iedere bepaling uit de gedragscode naast het door de financiële onderneming gehanteerde beleid te houden. Dit zou te meer gelden als ten tijde van de handeling door de AFM niet of mogelijk niet voldoende met de markt is

474 *Kamerstukken II* 2005/2006, 29 507, nr. 35.

475 CbB 19 juli 2013, ECLI:NL:CBB:2013:69, *JOR* 2013/280, m.nt. J.M. van Poelgeest, r.o. 5.4.

476 CbB 19 juli 2013, ECLI:NL:CBB:2013:69, *JOR* 2013/280, m.nt. J.M. van Poelgeest, r.o. 5.4.

477 CbB 19 juli 2013, ECLI:NL:CBB:2013:69, *JOR* 2013/280, m.nt. J.M. van Poelgeest, r.o. 5.10.

478 Zie ook Mein 2015, p. 186, voetnoot 313.

479 J.M. van Poelgeest in zijn noot onder CbB 19 juli 2013, ECLI:NL:CBB:2013:6, *JOR* 2013/280.

gecommuniceerd welke exacte norm moet worden gehanteerd, wil sprake zijn van een overtreding van de norm. De norm dient immers voldoende kenbaar en voorzienbaar te zijn alvorens een boete opgelegd kan worden.

Mijns inziens legt Van Poelgeest, met zijn oproep om het geheel van de normen mee te wegen, de vinger op een zwakte van bestuursrechtelijke handhaving. Het hanteren van de juist geachte financieringsnormen lijkt belangrijker te zijn dan de daadwerkelijke uitwerking daarvan in de praktijk. In het civiele recht is daarentegen het doel van de zorgplicht bij overkreditering het beschermen van particulieren tegen eigen lichtvaardigheid en gebrek aan inzicht. De omvang van deze zorgplicht is afhankelijk van specifieke omstandigheden van het geval, zoals de deskundigheid en ervaring van de kredietnemer en de ingewikkeldheid en risico's van het product.⁴⁸⁰

Een ander kritiekpunt is dat de leidraad verheven wordt tot een norm die strenger kan zijn dan de door de wetgever bewust opengelaten norm, zonder dat hiervoor een direct wettelijke basis is. De financiële dienstverlener mag wel afwijken van de leidraad, maar de eisen die daaraan worden gesteld zijn erg zwaar. Deze regelgeving staat op gespannen voet met de contractvrijheid van de partijen op de financiële markten.⁴⁸¹

(3) ELQ

Casus. ELQ verstrekt hypothecair krediet. De AFM is van oordeel dat ELQ bij de acceptatie van hypothecair krediet beoordelingscriteria hanteert die onvoldoende gericht zijn op het voorkomen van overkreditering. ELQ onderschrijft de GHF norm. De GHF schrijft voor dat voor de berekening van de woonquote het hoogste inkomen gehanteerd moet worden en niet zoals ELQ doet het gezamenlijk inkomen. ELQ overschrijdt ook de in de GHF neergelegde woonlast-normen en er wordt niet onderbouwd waarom de overschrijding niet tot overkreditering zou leiden.

Besluit en bezwaar. De AFM heeft ELQ een boete opgelegd van €48.000 voor overtreding van artikel 115 BGfo.⁴⁸² ELQ heeft onvoldoende beoordeeld of het aangaan van de hypothecaire leningen verantwoord was. Het bezwaar wordt ongegrond verklaard.⁴⁸³ De AFM legt in een separaat besluit ook een boete van €2.000 op voor overtreding van artikel 4:34 lid 1 Wft en €2.000 voor overtreding van artikel 4:34 lid 2 Wft.⁴⁸⁴ Er is onvoldoende onderbouwd waar-

480 Hof Leeuwarden 7 februari 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BV3437.

481 Loonen & Schotsman 2016, p. 209.

482 Besluit AFM 20 april 2010 inzake ELQ, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/elq.ashx>.

483 Besluit op bezwaar AFM 5 augustus 2010 inzake ELQ, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/beslissing-bezwaar/bb-elq.ashx>. Hangende bezwaar was er ook om een voorlopige voorziening gevraagd. Deze is afgewezen. Rb. Rotterdam 29 april 2010, ECLI:NLRBROT:2010:BM5061.

484 Besluit 20 april 2010 inzake ELQ <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/elq.ashx>.

om van de normen uit de GFH is afgeweken. Ook dit besluit blijft in bezwaar in stand.⁴⁸⁵

(4) Mercedes Benz Financial Services

Casus. MBFS verstrekt aan consumenten kredieten in verband met de financiering van auto's. MBFS heeft zelf een Procedure Consumentief Krediet opgesteld. De AFM heeft onder andere aan MBFS brieven verstuurd waarin is meegedeeld dat voor de invulling van de open normen ter voorkoming van overkreditering de normen van de NVB en VFN gehanteerd worden.

Besluit en bezwaar. Bij besluiten van 8 april 2010 heeft de AFM MBFS beboet met twee boetes van respectievelijk € 24.000 (overtreding artikel 115 BGfo) en € 1.000 (overtreding 4:34 lid 2 Wft).⁴⁸⁶ De grond voor de boetes is het onvoldoende vastleggen van criteria ter voorkoming van overkreditering en het in individuele gevallen bij het sluiten van kredietovereenkomsten onvoldoende tegengaan van overkreditering. De Procedure CK zou te veel afwijken van de normen van de NVB en VFN en onvoldoende waarborgen bieden tegen overkreditering. Bij besluiten van 12 augustus 2010 respectievelijk 9 september 2010⁴⁸⁷ zijn de bezwaren ongegrond verklaard.

Beroep. Met betrekking tot het besluit inzake overtreding van artikel 115 BGfo voert MBFS aan dat artikel 115 BGfo geen inhoudelijke eisen stelt aan de criteria ter voorkoming van overkreditering en dat MBFS heeft voldaan aan de verplichting uit artikel 115 BGfo om criteria op te stellen.⁴⁸⁸ De rechtbank oordeelt dat artikel 115 BGfo niet verder strekt dan dat de aanbieder van krediet ter voorkoming van overkreditering criteria vaststelt die hij ten grondslag legt aan de beoordeling van een kredietaanvraag van een consument en dat hij deze criteria toepast bij de beoordeling van elke kredietaanvraag. AFM heeft door in deze bepaling te lezen dat eerst aan deze gebodsbepaling is voldaan indien de vastgestelde criteria daadwerkelijk overkreditering voorkomen, een te ruime uitleg aan deze bepaling gegeven. Bij een dergelijke ruime uitleg zal, indien de vastgelegde criteria bij onverkorte toepassing daarvan overkreditering niet voorkomen, telkens sprake zijn van overkreditering in de zin van zowel artikel 115 BGfo als artikel 4:34 lid 2 Wft. Dit zou betekenen dat er twee bestuurlijke boetes worden opgelegd voor een en dezelfde overtreding. Dit kan niet de bedoeling zijn van de wetgever, aldus de rechtbank.⁴⁸⁹

485 Beslissing op bezwaar AFM inzake ELQ 5 augustus 2010, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2011/beslissing-bezwaar/bb-elq.ashx>.

486 Besluit AFM (alleen art. 4:34 Wft) van 8 april 2010 inzake MBFS, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2014/mercedes-benz.ashx>.

487 Besluit op bezwaar AFM 9 september 2010 inzake MBFS, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2014/beslissing-bezwaar/mercedes-benz-bob.ashx>.

488 Rb. Rotterdam 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3835, JOR 2011/228, m.nt. V.H. Affourtit.

489 Rb. Rotterdam 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3835, JOR 2011/228, m.nt. V.H. Affourtit, r.o. 2.6.

MBFS heeft met de Procedure CK criteria vastgesteld en deze criteria ook toegepast. Dat deze criteria overkreditering niet voorkomen, doet hier niet aan af. Het beroep tegen het boetebesluit ex artikel 115 BGfo is gegrond en de boete ad € 24.000 wordt vernietigd.

MBFS betoogt, met betrekking tot het besluit inzake overtreding van artikel 4:34 Wft, dat de AFM een onjuiste uitleg geeft aan artikel 4:34 lid 2 Wft door bij de invulling van de norm aan te sluiten bij de Gedragscode VFN. De uitleg die de AFM geeft aan de open norm komt in strijd met het bepaalbaarheidsgebod. Uit de tekst van artikel 4:34 lid 2 Wft is niet af te leiden dat deze bepaling is overtreden indien acceptatiecriteria zijn vastgelegd die niet minimaal gelijk staan aan die van de door de VFN opgestelde code. De rechtbank oordeelt dat de AFM de open normstelling juist heeft uitgelegd door als uitgangspunt te nemen dat de door de branche zelf vastgestelde Gedragscode VFN als minimumnormen dienen te worden gehanteerd om te beoordelen of kredietverstrekkers voldoen aan het verbod van overkreditering. Het betoog faalt derhalve. Aangezien er in drie van de 30 beoordeelde dossiers sprake is van overkreditering is er strijd met de Gedragscode.⁴⁹⁰

Het feit dat er geen sprake is van benadeling van de consumenten, althans dat dit niet is komen vast te staan, doet niet ter zake aangezien de norm is overschreden en van te voren is aangegeven hoe de norm zou worden ingevuld.

Hoger Beroep. Het CbB heeft het oordeel van de rechtbank bekrachtigd.⁴⁹¹ Ook het CbB acht de uitleg van artikel 115 BGfo door de AFM te ruim. Uit de tekst van de bepaling volgt dat een aanbieder van krediet, ter voorkoming van overkreditering, de criteria vastlegt die hij ten grondslag legt aan de beoordeling van een kredietaanvraag van een consument en dat hij die criteria toepast bij de beoordeling van een kredietaanvraag. Volgens de AFM mogen de vastgelegde criteria in geen enkel geval leiden tot het aangaan van kredietovereenkomsten die onverantwoord zijn. Zou deze inhoudelijke toets niet mogen worden aangelegd, aldus de AFM, dan kan niet worden gewaarborgd dat de door een aanbieder van krediet vast te leggen criteria niet leiden tot minder bescherming tegen overkreditering dan de minimumnormen uit de Gedragscode VFN. Het CbB oordeelt dat deze ruime uitleg onvoldoende steun vindt in de tekst van artikel 115 lid 1 BGfo.

Commentaar. De norm van artikel 115 BGfo beoogt derhalve niet inhoudelijke criteria voor te schrijven die daadwerkelijk in het concrete geval overkreditering voorkomen. De AFM mag alleen controleren of er criteria zijn opgesteld en of deze worden toegepast, ongeacht of deze regels beschermend werken. De kredietacceptatiecriteria mogen niet aan de inhoudelijke toets worden onderworpen of de acceptatiecriteria nimmer zullen resulteren in het aangaan van een onverantwoorde kredietovereenkomst.⁴⁹² Het resultaat van de regeling is dan

490 Rb. Rotterdam 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3835, JOR 2011/228, m.nt. V.H. Affourtit, r.o. 2.11.

491 CbB 28 november 2013, ECLI:NL:CBB:2013:260, JOR 2014/41, m.nt. F.M.A. 't Hart.

492 CbB 28 november 2013, ECLI:NL:CBB:2013:260, JOR 2014/41, m.nt. F.M.A. 't Hart.

ook niet de daadwerkelijke bescherming van cliënten. Bij de beoordeling het resultaat buiten beschouwing laten acht ik een nadeel van deze vorm van bestuursrechtelijke handhaving.

De inhoudelijke norm staat in artikel 4:34 Wft. Met betrekking tot het besluit inzake overtreding 4:34 Wft, merkt Affourtit op, dat de afwijking van de VFN normen bij de AFM reeds tot de conclusie leidt dat er sprake is van overkreditering.⁴⁹³ Het uitgangspunt is immers dat de VFN normen als minimum gelden bij invulling van de norm. De AFM kent daarmee, naar mijn mening, een te absolute waarde toe aan de Gedragscode.⁴⁹⁴

(5) Rabobank I

Casus. De AFM heeft bij vijf lokale banken van de Rabobank Nederland een onderzoek gedaan naar het aangaan van kredietovereenkomsten met het oog op overkreditering in het kader van de adviespraktijk rondom hypotheek.

Besluit. De Rabobank heeft in ieder van de 14 onderzochte dossiers voldoende informatie ingewonnen met betrekking tot de financiële positie van de klant, maar heeft naar het oordeel van de AFM onvoldoende beoordeeld of het aangaan van de kredietovereenkomst met het oog op overkreditering verantwoord is.⁴⁹⁵ In het rapport 'Kwaliteit en transparantie bij hypotheek' heeft de AFM aangegeven dat een cijfermatige onderbouwing noodzakelijk is wanneer de woonlast volgens toetsing van de GHF norm niet meer passend is. Deze cijfermatige onderbouwing is in geen van de 14 dossiers te vinden. De Rabobank heeft dan ook onvoldoende aannemelijk gemaakt dat er, ondanks de overschrijding, toch sprake is van een verantwoorde woonlast. De Rabobank heeft onvoldoende beoordeeld of het aangaan van de overeenkomst met het oog op overkreditering verantwoord was en heeft dit ook niet met cijfers onderbouwd. Ook is de Rabobank ongemotiveerd afgeweken van de verhoging van het toetsinkomen voor aanvragers met een leeftijd tot 35. De Rabobank heeft, aldus de AFM, artikel 4:34 Wft overtreden. De AFM legt de Rabobank een boete op van € 5.000 voor het overtreden van het eerste lid en een boete van € 5.000 voor overtreding van lid 2.

(6) Rabobank II

Casus. Door de markt van aanbieders van hypothecair krediet is aan deze open norm een nadere invulling gegeven door middel van de GHF. De AFM beschouwt de GHF als een redelijk uitgangspunt om te toetsen of de lasten van een hypothecair krediet verantwoord zijn. Via zogenaamde '*explains*' heeft de Rabobank uitzonderingscategorieën vastgesteld waarbij mag worden afgeweken van deze GHF-norm (bijv. bij aanvragers met een leeftijd tot 35 jaar gebaseerd

493 Rb. Rotterdam 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3835, JOR 2011/228, m.nt. V.H. Affourtit.

494 Zie ook Mein 2015, p. 187.

495 Besluit AFM 24 september 2010 inzake Rabobank Nederland, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/rabobank-423wft.ashx>.

op opleiding). De AFM is van oordeel dat door het hanteren van de door de Rabobank gehanteerde *explain* regel de acceptatiecriteria van de Rabobank Nederland er niet op zijn gericht om overkreditering van de consument te voorkomen. De AFM is van oordeel dat niet elke consument van een bepaalde leeftijd of opleiding standaard een salarisstijging zal meemaken. De Rabobank dient salarisstijgingen van de kredietaanvragen aantoonbaar te maken door bijvoorbeeld Cao-afspraken en/of een werkgeversverklaring.

De Rabobank stelt dat zij zich baseert op cijfers van het CBS ter invulling van de open wettelijke norm. De AFM merkt hierover op dat de AFM en de GHF-code zich enkel aansluiten bij dergelijke algemene statistische gegevens om de toetsnorm te bepalen. Indien de kredietaanbieder hiervan wenst af te wijken door middel van bijvoorbeeld een *explain* kan dit bij individuele gevallen, mits de afwijking wordt onderbouwd en in deze specifieke situatie verantwoord is. Een *explain* voor een doelgroep is dan ook niet voldoende specifiek. Dat de AFM zelf ook statistische gegevens hanteert om voor een bepaalde groep individuen en eenpersoonshuishoudens een afwijking van de GHF-norm te onderbouwen, is volgens haar een wijze om de toetsnorm voor een groep te onderbouwen. Dit betekent namelijk dat er ten aanzien van deze groep een andere toetsnorm geldt dan bijvoorbeeld voor tweepersoonshuishoudens. Deze afwijkende toetsnorm hoeft echter niet ook te gelden als afwijking van de GHF-norm en derhalve als *explain*, zoals de Rabobank stelt in haar zienswijze. Het enkel baseren van een *explain* op statistische gegevens van het CBS is onvoldoende specifiek.

Besluit. De AFM legt een boete op grond van overtreding van artikel 115 BGfo ter hoogte van € 120.000.⁴⁹⁶ De Rabobank heeft criteria gehanteerd die onvoldoende gericht waren op het voorkomen van overkreditering.

Commentaar. Gezien de uitspraak inzake MBFS⁴⁹⁷ zou beroep mogelijk succesvol geweest zijn. De AFM beoordeelt de criteria immers inhoudelijk en dat is niet conform artikel 115 BGfo.

Voorts is door de AFM in het besluit betreffende artikel 4:34 Wft ook een beroep gedaan op het rapport 'Kwaliteit advies en transparantie bij hypotheeken'. Net als bij de DSB zaak⁴⁹⁸ is de publiekrechtelijke regeling uitgewerkt via zelfregulering, maar vervolgens weer publiekrechtelijk ingekleurd door een AFM rapport zonder duidelijke juridische grondslag.⁴⁹⁹

496 Besluit AFM 24 september 2010 inzake Rabobank (115 BGfo), <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/rabobank-115bgfo.ashx>.

497 Zie par. 5.6.4.2, nr. 4.

498 Zie par. 5.6.4.2, nr. 1.

499 Roelofsen 2011, p. 200. Zie ook Dijkhuizen & Caria 2013, p. 118.

5.6.4.3 Privaatrechtelijke bescherming tegen overkreditering

De consument zelf kan in een civiele procedure met betrekking tot overkreditering een vordering, in verband met schending van artikel 4:34 Wft, stoelen op onrechtmatige daad (artikel 6:162 BW), dwaling (artikel 6:228 BW), schending van de zorgplicht van een goed opdrachtnemer (artikel 7:401 BW) en/of redelijkheid en billijkheid (artikel 6:2 en artikel 6:248 BW). De invulling van deze normen zal mede worden ingekleurd door de vraag of artikel 4:34 Wft is geschonden.

In het civiele recht bestaat geen verplichting om af te zien van het sluiten van een overeenkomst. Het hof Leeuwarden overweegt dat slechts de plicht bestaat om in situaties waarop het risico van overkreditering groot is te adviseren om de overeenkomst niet aan te gaan.⁵⁰⁰

In de civiele rechtspraak wordt overigens niet vaak een beroep gedaan op het feit dat de beleggingsinstelling rechtstreeks publiekrechtelijke normen uit de Wft heeft geschonden. Claassen en Snijders denken dat als dit wel zou gebeuren de civiele rechter eerder zal oordelen dat er sprake is van bijvoorbeeld onrechtmatig handelen.⁵⁰¹

Individuele omstandigheden

Uit de besluiten van de AFM valt af te leiden dat de toets die wordt uitgevoerd door de AFM ziet op de vraag of het beleid van een financiële instelling overkreditering voldoende tegengaat. Zo toetst de AFM in het besluit DSB (paragraaf 5.6.4.2, nr. 1) aan de Gedragscode en kijkt of daar van is afgeweken. In het DSB-besluit wordt niet getoetst of het beleid van DSB wel of niet tot overkreditering leidt. In theorie kan DSB dus een boete opgelegd krijgen als gevolg van ontbrekend beleid op papier, zonder dat getoetst wordt of er daadwerkelijk sprake is van beleid dat tot overkreditering leidt. Ook uit het besluit inzake Postbank (paragraaf 5.6.4.2, nr. 2) valt af te leiden dat het hanteren van de juist geachte financieringsnormen belangrijker lijkt dan de daadwerkelijke uitwerking daarvan in de praktijk.

De civiele rechter stelt centraal of aan het doel van de zorgplicht bij overkreditering, de bescherming van particulieren tegen eigen lichtvaardigheid en gebrek aan inzicht, is voldaan. Bij deze afweging neemt de civiele rechter de individuele omstandigheden van het geval mee. De omvang van de zorgplicht is afhankelijk van de specifieke omstandigheden van het geval, zoals de deskundigheid en ervaring van de kredietnemer en de ingewikkeldheid en risico's van het product.⁵⁰² Zo overweegt de rechtbank Noord-Holland

500 Hof Leeuwarden 7 februari 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BV3437, r.o. 8.

501 M.H.P. Claassen en J.L. Snijders, 'Overkreditering bij consumentenkrediet', *MvV* 2014/7.3, p. 192.

502 HR 16 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1107 en Hof Leeuwarden 7 februari 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BV3437.

inzake Next Finance B.V., dat is voldaan aan artikel 4:34 Wft, wanneer, in relatie tot een overeenkomst doorlopend geldkrediet, de kredietwaardigheid is getoetst door middel van een uitdraai van de BKR-registratie en de verstrekking van de salarisstroken.⁵⁰³ Bij de berekening is de financiële instelling uitgegaan van de NIBUD-normering en is geen sprake van onervarenheid bij de cliënt. De NIBUD-normering als invulling van de open norm van artikel 4:34 Wft wordt overigens ook gehanteerd door het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (KiFID). Als er binnen deze normen krediet wordt verstrekt voldoet de kredietverstrekker, in beginsel, aan de zorgplicht.⁵⁰⁴

Deze afweging van de individuele omstandigheden vindt ook plaats bij afwijking van de gedragsnormen door de financiers. Hierbij speelt een rol of de financiële instelling de cliënten heeft gewaarschuwd en of cliënten wel alle relevante informatie aan de financiële instelling hebben meegedeeld. Zo oordeelt het hof Arnhem-Leeuwarden dat, op grond van artikel 6 lid 6 GHF, RVS appellanten in kennis heeft gesteld van de overschrijding van de normen en de daaraan verbonden risico's en dat appellanten deze risico's hebben begrepen en aanvaard.⁵⁰⁵ Ook staat vast dat RVS niet wist, althans onwetend is gelaten, over het afgesloten krediet pal voor de verstrekking van het krediet door RVS. Dit terwijl de cliënten al door RVS gewaarschuwd waren voor de overschrijding van de GHF-normen. Bezien in dit licht had het op de weg van appellanten gelegen om nader toe te lichten waarom desondanks zou kunnen worden aangenomen dat RVS de zorgplicht heeft geschonden. De vorderingen stuiten af ook voor zover zij gegrond zijn op schending van artikel 7:401 BW.

Onder de omstandigheden van het geval wordt ook begrepen de ingewikkeldheid van het financiële product. Bij hypothecair consumentenkrediet bestaat, in relatie tot overkreditering, ten opzichte van cliënten in algemene zin geen bijzondere zorgplicht. Deze bijzondere zorgplicht bestaat alleen in situaties waarin een cliënt tegen een vergoeding de medewerking van de bank inroept voor een aangelegenheid waarvoor geldt dat de cliënt daarbij voor de bank kenbare, gezien zijn inkomen en/of vermogen, grote financiële risico's loopt en dat hij vanwege zijn gebrek aan kennis en inzicht en/of zijn lichtzinnigheid bescherming tegen zichzelf behoeft en anderzijds dat de bank ter zake over de benodigde deskundigheid en ervaring beschikt.⁵⁰⁶ Een dergelijke situatie doet zich niet zo snel voor bij hypothecaire geldleningen omdat die niet complex of ondoorzichtig van aard zijn.⁵⁰⁷ De gevallen waarin wel een

503 Rb. Noord-Holland 9 april 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:8140.

504 Geschillencommissie Financiële Dienstverlening nr. 2014-253, 3 juli 2014, te raadplegen op kifid.nl.

505 Hof Arnhem-Leeuwarden 2 september 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:6792.

506 Rb. Breda 7 september 2011, ECLI:NL:RBBRE:2011:BT7273, JOR 2012/267, m.nt. C.W.M. Lieveise, r.o. 3.4.

507 Lieveise in haar noot op dat het inderdaad niet gaat om een complex product. C.W.M. Lieveise in haar noot onder Rb. Breda 7 september 2011, ECLI:NL:RBBRE:2011:BT7273, JOR 2012/267.

bijzondere zorgplicht moet worden aangenomen betreffen vermogensbeheer en adviesrelaties met betrekking tot complexe producten met bijzondere risico's.⁵⁰⁸

Mogelijke civielrechtelijke gevolgen overkreditering

Eén van de civielrechtelijke gevolgen van schending van de zorgplicht inzake overkreditering kan zijn dat op grond van artikel 6:248 lid 2 BW het geleende geld slechts gedeeltelijk terugbetaald hoeft te worden.⁵⁰⁹

In het arrest IDM van het hof Leeuwarden oordeelt het hof dat sprake is van overkreditering en schending van de zorgplicht. Appellante ging de overeenkomst aan samen met haar veel oudere partner en zij werd hoofdelijk aansprakelijk voor de privéschulden van haar partner. Op IDM rustte de plicht om appellante uitdrukkelijk te wijzen op het feit dat het aangaan van de kredietovereenkomst impliceerde dat ook zij aansprakelijk werd voor de privéschulden van de ex partner. Hierin is IDM tekort geschoten. Ook is IDM tekort geschoten in het waarschuwen tegen overkreditering. Appellante had bij het aangaan van de kredietovereenkomst slechts een arbeidsovereenkomst van één jaar. Mede gelet op de rechtspraak over de effectenleasezaken, had het op de weg van IDM gelegen om haar standpunt dat een andere norm dan de NIBUD-norm toegepast diende te worden, toe te lichten. Uit de effectenlease zaken volgt namelijk dat aan de hand van de NIBUD-normen het antwoord op de vraag of de uit de overeenkomsten voortvloeiende verplichtingen tot onaanvaardbaar zware financiële lasten leiden, kan worden vastgesteld. Het hof halveert, op grond van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid, het kredietbedrag.

Een cliënt heeft, wanneer de financiële instelling haar zorgplicht heeft geschonden en de cliënt niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen, wel een schadebeperkingsplicht. 't Hart merkt op dat ingeval de consument met een te hoge hoofdsom een woning heeft aangeschaft die hij anders niet had kunnen betrekken, de redelijkheid en billijkheid met zich meebrengt dat tevens de betrokken belangen dienen te worden afgewogen.⁵¹⁰ Een juiste afweging kan niet resulteren in de situatie dat de consument niet gehouden is om schadebeperkende maatregelen te nemen en gedurende de gehele looptijd van de hypotheek tegen een 'gereduceerd tarief' in de nieuwe woning kan blijven. De schadebeperkende maatregelen kunnen bestaan uit het verkopen van de woning.

508 Rb. Breda 7 september 2011, ECLI:NL:RBBRE:2011:BT7273, JOR 2012/267, m.nt. C.W.M. Lieveerse.

509 Hof Leeuwarden 7 februari 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BV3437.

510 F.M.A. 't Hart onder JOR 2011/222 bij uitspraak Geschillencommissie Financiële Dienstverlening.

5.6.4.4 Afronding zorgplicht overkreditering

Artikel 4:34 Wft strekt tot het voorkomen van overkreditering. Op grond van artikel 115 BGfo dient de financiële instelling normen op te stellen die overkreditering voorkomen. Na de CBB-uitspraak inzake MBFS (paragraaf 5.6.4.2, nr. 4) mag de AFM alleen toetsen of deze criteria zijn opgesteld en of deze worden toegepast.

Uit de besluiten volgt dat de AFM sterk leunt op de gedragscodes en normen. Afwijking door financiële instellingen van de eigen gedragscodes lijkt een overtreding van de zorgplicht tot het voorkomen van overkreditering te impliceren. Op deze wijze wordt geen rekening gehouden met de concrete omstandigheden van het geval. De methode van handhaving, het beboeten van overkreditering, vraagt wel om dergelijke duidelijkheid. Duidelijke heldere regels gaan ten koste van de beoogde flexibiliteit van de 'open' geformuleerde regelgeving.

Als gevolg van zelfregulering zijn de 'open' normen ingevuld door de gedragscodes. De AFM heeft echter zelf ook regels opgesteld, die vervolgens weer worden gebruikt bij de invulling van de open normen. In ieder geval is opmerkelijk dat de publiekrechtelijke regelgeving in zelfregulering wordt uitgewerkt en vervolgens weer publiekrechtelijk wordt ingekleurd en gehandhaafd door de AFM. Door het invullen van de open normen met gedragsregels en beleidslijnen wordt wel tegemoet gekomen aan de bezwaren die bestaan tegen open normen in relatie tot punitieve sancties. In het bijzonder bedoel ik de rechtszekerheid en artikel 7 EVRM. Aan de andere kant verliezen de onderhavige normen hun open karakter door de eenzijdige invulling door de AFM.⁵¹¹

In de literatuur wordt opgemerkt dat het bepaalbaarheidsgebod (artikel 7 EVRM) vaker zou moeten prevaleren boven de boeteoplegging zonder tussenkomst van de rechter.⁵¹² Het bepaalbaarheidsgebod houdt in dat de norm voor de justitiabele voldoende kenbaar en voorzienbaar moet zijn.⁵¹³ Een dergelijk beroep lijkt zelden te slagen. In de literatuur komt het idee naar voren dat aan het bepaalbaarheidsgebod is voldaan en de toezichthouder mag overgaan tot handhaven als er (1) voldoende ruchtbaarheid is gegeven aan de interpretatie; (2) een nauwkeurige, heldere en vastomlijnde schriftelijke uitwerking van deze interpretatie voorhanden is, er geen twijfel over de interpretatie bestaat, of er geen twijfel is over de voorgestane normering; en (3) aan onder

⁵¹¹ Zie ook Dijkhuizen & Caria 2013, p. 118.

⁵¹² Van Tuyl 2012, p. 34.

⁵¹³ EHRM 27 september 1995 (G. v. France).

toezicht staande instellingen een redelijke termijn is gegeven om hun gedrag daarop aan te passen.⁵¹⁴

In het besluit op bezwaar inzake DSB wordt evenwel het bepaalbaarheidsgebod met betrekking tot overkreditering ruim opgevat, in die zin dat volgens de AFM de norm voldoende bepaalbaar is en nadere invulling door de AFM niet noodzakelijk is.⁵¹⁵ Immers, de financiële instelling dient zonder enig voorbehoud de uit de (civiele) zorgplicht voortvloeiende zorg te betrachten die van een deskundig dienstverlener wordt verwacht, ongeacht of wet- en regelgeving op dat moment expliciete invulling daaraan heeft gegeven.

De civiele rechter vult de zorgplicht tot het tegengaan van overkreditering in aan de hand van de redelijkheid en billijkheid, en neemt daarbij de relevante omstandigheden in ogenschouw. In de uitspraak van de rechtbank Noord-Holland is de overkreditering dermate gering dat de kredietnemer het krediet best kan dragen.⁵¹⁶ In de uitspraak van het hof Leeuwarden was de (mede) kredietnemer erg jong en gezien haar jonge leeftijd was zij onvoldoende gewaarschuwd voor het feit dat zij hoofdelijk aansprakelijk zou zijn.⁵¹⁷ Evenmin is bij de beoordeling ter voorkoming van overkreditering meegenomen dat zij slechts een tijdelijk arbeidscontract had. De NIBUD-normen hadden in dit geval gehanteerd moeten worden, aldus het hof.⁵¹⁸

Het gevolg is dat de redelijkheid en de billijkheid aan de verplichting tot terugbetaling van het krediet in de weg kunnen staan. Hieruit volgt dat ondanks het verbod van artikel 1:23 Wft, waarin is bepaald dat de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling, verricht in strijd met de bij of krachtens de Wft gestelde regels, niet uit dien hoofde aantastbaar is, onder meer via de redelijkheid en billijkheid toch de gevolgen van overkreditering kunnen worden geredresseerd. Het doel van artikel 1:23 Wft is het voorkomen van rechtsonzekerheid door het vernietigen of nietig verklaren van rechtshandelingen. De wetgever heeft echter wel opgemerkt dat in civiele relaties voldoende mogelijkheden voorhanden zijn om als gevolg van een overtreding van de Wft de geleden schade te verhalen.⁵¹⁹ Een consument kan naast een beroep op artikel 3:40 lid 1 BW een beroep doen op dwaling, onrechtmatige daad of wanprestatie.⁵²⁰

514 Van Tuyl 2012, p. 37. Zie ook R.H. Maatman & S. Azahaf, 'Financieel toezicht en schadelijk gedrag', *Ondernemingsrecht* 2010/60, p. 296 e.v. en G.P. Roth, 'Over de kenbaarheid van de norm', in: M. Jurgens & R. Stijnen (red.), *Compliance in het financieel toezichtsrecht*, Deventer: Kluwer 2008, p. 85.

515 Besluit inzake DSB, par. 5.6.4.2, nr. 1.

516 Rb. Noord-Holland 9 april 2014, ECLI:NL:RBNHO:2014:8140, zie ook par. 5.6.4.3.

517 Hof Leeuwarden 7 februari 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BV3437, zie ook par. 5.6.4.3.

518 Hof Leeuwarden 7 februari 2012, ECLI:NL:GHLEE:2012:BV3437.

519 *Kamerstukken II* 2005/2006, 29708, nr. 19, p. 393.

520 In dit kader wijs ik op een artikel van T.M.C. Arons, 'Van financiële massaproducten en (massa) vernietigingssancties. Vernietiging van overeenkomsten wegens oneerlijke handelspraktijk. Nederlandse toevoeging aan de consumentenrichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2015/104,

Om de privaatrechtelijke handhaving en publiekrechtelijke handhaving meer op elkaar te laten aansluiten pleit Van Poelgeest voor een meer civiele toets door de AFM.⁵²¹ Meer omstandigheden dienen te worden meegewogen alvorens tot het oordeel wordt gekomen dat het beleid leidt tot overkreditering. In theorie kan sprake zijn van overtreding van artikel 4:34 Wft of artikel 115 BGfo waarvoor een financiële onderneming een boete opgelegd krijgt, terwijl er feitelijk geen sprake van overkreditering is. De consument is dan niet benadeeld en zal civielrechtelijk geen mogelijkheden hebben. Dit niet zo waarschijnlijke maar toch denkbare geval zou de rechtszekerheid niet ten goede komen.

Een verschil tussen de civiele zorgplicht en de zorgplicht in de Wft met betrekking tot overkreditering is ook dat er in het civiele recht geen weigeringsplicht bestaat om kredietovereenkomsten aan te gaan. Cherednychenko merkt op dat dit tot gevolg heeft dat de consument wel een eigen verantwoordelijkheid blijft houden. Aangevuld met het toezicht van de AFM zou dit er toe moeten leiden dat de kredietverstrekker geen onverantwoord krediet aan de consument verstrekt.⁵²² Vanuit het gezichtspunt van de bescherming van de cliënt lijkt mij dit juist. Vanuit het oogpunt van de handhaving komt dit de rechtszekerheid niet ten goede aangezien overkreditering in het bestuursrecht respectievelijk het civiele recht aan verschillende normen wordt getoetst.

5.6.5 Misleidende informatie

5.6.5.1 Inleiding

In deze paragraaf zal aandacht worden besteed aan misleidende financiële informatie zowel in het bestuursrecht als in het privaatrecht. Bepalingen omtrent misleidende informatie zijn onder meer te vinden in Boek 6 Titel 3 Afdeling 3A van het BW, artikel 6:193a e.v. BW. Voor zover deze bepalingen betrekking hebben op de financiële markten is de AFM ook bevoegd om tot handhaving over te gaan.

In de Wft is in artikel 5:58 Wft ook een verbod op de verspreiding van misleidende informatie te vinden. Uit de plaats van dit artikel is af te leiden dat het hier gaat om informatie die de beurskoersen (negatief) kan beïnvloeden. Het gaat hier om een ander type misleidende informatie dan de misleidende informatie die is te vinden in artikel 6:193a e.v. BW. Het betreft het verspreiden van informatie via allerlei kanalen en deze informatie wordt verzameld door

p. 526-534. Arons wijst erop dat via art. 6:193j lid 3 BW vernietiging in geval van oneerlijke handelspraktijken wel mogelijk is. Dit betekent een doorkruising van art. 1:23 Wft.

521 J.M. van Poelgeest in zijn noot onder CbB 19 juli 2013, ECLI:NL:HR:CBB:2013:6, JOR 2013/280.

522 Cherednychenko 2014a, p. 184-185.

beleggers om de waarde en risico's van financiële instrumenten in te schatten. Het betreft dan ook informatie waarop beleggers hun beslissingen baseren, welke beslissingen vervolgens weer de beurskoersen kunnen beïnvloeden.⁵²³ Privaatrechtelijk speelt misleidende informatie in de zin van artikel 5:58 Wft ook een rol bij het hierna te bespreken Fortis arrest.⁵²⁴

5.6.5.2 Bescherming tegen misleidende informatie in het BW

De problematiek van de misleidende reclame is in het BW te vinden in de afdeling over oneerlijke handelspraktijken (artikel 6:193a e.v. BW). Ook artikel 6:194 BW is een nadere uitwerking van artikel 6:162 BW (onrechtmatige daad) betreffende misleidende mededelingen. Sinds de inwerkingtreding van de Wet oneerlijke handelspraktijken in 2008 is dit artikel niet meer voor consumenten bedoeld, maar slechts voor concurrenten. Het World Online-arrest en de effectenleasearresten zijn gewezen onder oud recht, maar zijn nog relevant als het gaat om oneerlijke handelspraktijken onder artikel 6:193 ev. BW.⁵²⁵

In artikel 6:193c BW wordt een handelspraktijk gedefinieerd als misleidend indien informatie wordt verstrekt die feitelijk onjuist is of die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden, al dan niet door de algemene presentatie van de informatie (artikel 6:193c lid 1 BW). Een handelspraktijk is eveneens misleidend als verwarring wordt geschapen ten aanzien van het product, de handelsmerken, handelsnamen of andere onderscheidende kenmerken van een concurrent of doordat concreet en kenbare verplichtingen die in een gedragscode zijn neergelegd en waaraan de handelaar zich heeft gecommitteerd, niet worden nageleefd (artikel 6:193c lid 2 BW).

Een handelspraktijk is ook misleidend als er sprake is van een misleidende omissie (artikel 6:193d BW). Een misleidende omissie is een handelspraktijk waarbij essentiële informatie die de gemiddelde consument nodig heeft om een geïnformeerd besluit te nemen, wordt weggelaten, waardoor de gemiddelde consument een besluit neemt dat hij anders niet had genomen (artikel 6:193d lid 2 BW). Dit geldt ook voor essentiële informatie die verborgen wordt gehouden of op onduidelijke wijze wordt gepresenteerd. In artikel 6:193g BW is een lijst met handelspraktijken neergelegd die onder alle omstandigheden misleidend zijn.⁵²⁶

Uit het arrest World Online volgt dat een mededeling misleidend en derhalve onrechtmatig is, als de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger' te kunnen

523 Zie o.a. M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Utrecht), Deventer: Kluwer 2007.

524 Zie par. 5.6.5.4, nr. 1.

525 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/414, RvdW 2009/1403, JOR 2010/43 (*World Online*), zie r.o. 4.10.2.

526 Zie ook par. 4.5.3.2.

misleiden.⁵²⁷ Niet is vereist dat de belegger daadwerkelijk kennis genomen heeft van of daadwerkelijk beïnvloed is door de mededeling. De context waarin de bestreden uitlatingen werden gedaan en het medium waarmee dit geschiedde, is van belang.⁵²⁸ Zo komt de Hoge Raad in de effectenlease-uitspraken op grond van artikel 6:194 (oud) BW tot het oordeel dat voor degenen die zich redelijke inspanningen getroost hebben uit het verschaft materiaal voldoende duidelijk moet zijn geweest dat sprake was van een lening, dat hierover rente was verschuldigd, dat met de leensom voor risico van de belegger werd belegd in effecten en dat het geleende bedrag terugbetaald moest worden.⁵²⁹ Van een consument mag worden verwacht dat hij zich redelijke inspanningen getroost om de betekenis van de overeenkomst en de daaruit voortvloeiende verplichtingen en risico's te doorgronden. Verder wordt overwogen dat in de brochures opgenomen aanprijzingen, loftuitingen en voorbeelden in dat licht moeten worden beschouwd.⁵³⁰ Deze maatstaf is ontleend aan het arrest van het Hof van Justitie inzake Gut Springheide.⁵³¹

In het kader van de omvang van de schade komt aan de orde of en zo ja in hoeverre de belegger bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed en als gevolg daarvan is benadeeld.⁵³² Zo oordeelt in de World Online-zaak de Hoge Raad dat er inderdaad sprake is van misleiding. Ook in het arrest Staatsloterijverlies oordeelt de Hoge Raad dat de gemiddelde algemene consument is misleid of kon worden misleid.⁵³³ In de effectenlease-uitspraken komt de Hoge Raad tot het oordeel dat er geen sprake is van misleiding in de zin van artikel 6:194 BW (oud).

5.6.5.3 Misleidende informatie (artikel 6:193c BW)

(1) NCIC

Casus. Nationaal Consumenten Informatie Centrum ('NCIC') heeft zonder vergunning bemiddeld in krediet. NCIC heeft onder meer aan de consumenten meegedeeld dat hij geen commerciële instelling is en niets probeert te verkopen. Ook suggereert het dat hij een overheidsinstantie is en/of dat hij consumenten service wil verlenen. Uit een inventarisatie van de AFM blijkt dat het NCIC meer dan alleen telefonisch NAW-gegevens heeft ingewonnen bij consumenten. Er

527 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (*World Online*).

528 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (*World Online*), r.o. 4.10.4.

529 Zie de arresten van HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*), r.o. 4.4.4; HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (*Levob*), r.o. 4.4.6.

530 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (*De Treek/Dexia*), zie r.o. 4.5.3 en HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2922, NJ 2012/184 (*GeSP/Aegon*), zie r.o. 4.3.5.

531 HvJ EG 16 juli 1998, ECLI:EU:C:1998:369, NJ 2000/372 (*Gut Springheide*).

532 HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162 (*World Online*), NJ 2014/414, r.o. 4.10.4.

533 HR 30 januari 2015, ECLI:NL:HR:2015:178, NJ 2015/377, m.nt. S.D. Lindenberg (*Stichting Loterijverlies.nl*).

is een uitgebreide inventarisatie van persoonlijke gegevens met betrekking tot werk, inkomsten, woonsituatie kredieten en wensen ten aanzien van mogelijk nieuwe kredieten. Deze gegevens zijn zorgvuldig vastgelegd. De klant is vervolgens doorverbonden met een aan NCIC gelieerde financiële dienstverlener. NCIC heeft als voorportaal gefungeerd voor deze dienstverlener.

De uitspraken van NCIC zijn deels onjuist en in ieder geval misleidend omdat zij ten onrechte suggereren dat NCIC geen commerciële bedoelingen heeft maar slechts informatie verschaft en een dienstverlenend karakter heeft.

Besluit. De AFM oordeelt dat in de onderzochte periode door NCIC informatie is verstrekt die de gemiddelde consument misleidt of kan misleiden. Hierdoor heeft de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst genomen of kunnen nemen, dat hij anders niet had genomen. Hiermee heeft NCIC misleidende handelspraktijken verricht. Dat geen enkele consument een klacht heeft ingediend doet, aldus de AFM, niet ter zake. De AFM legt een boete op van € 20.000 voor overtreding van artikel 6:193c lid 1 sub c en f BW.⁵³⁴

5.6.5.4 Misleidende informatie (artikel 5:58 Wft)

In artikel 5:58 Wft is het verbod op marktmanipulatie opgenomen. Het is verboden, voor zover het financiële instrumenten betreft, transacties te verrichten waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten (sub a), een transactie of handelsorder te verrichten om de koers van die financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden (sub b), een transactie of handelsorder in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstellingen waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding (sub c) of informatie te verspreiden waar onjuiste of misleidende signalen vanuit gaan met betrekking tot de koers, terwijl de verspreider weet dat er sprake is van bedrog of misleiding (sub d).

Het artikel is geplaatst in de hoofdstuk 5.4 van de Wft waarin regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten zijn opgenomen.

(1) Fortis

Casus. Fortis S.A./N.V. en Fortis N.V. vormen tezamen één van de betrokken partijen bij de overname van ABN Amro in 2007 (hierna in enkelvoud: 'Fortis'). Om deze overname te kunnen realiseren moest Fortis een aantal maatregelen treffen waaronder de door de Europese Commissie opgelegde verkoop van zakenbankonderdelen van ABN Amro. De deadline hiervoor was 3 juli 2008. De verwachting was dat, door de overname en integratie van delen van ABN Amro, de solvabiliteitsratio van Fortis zou dalen. Fortis heeft daarom een

⁵³⁴ Besluit AFM 11 mei 2012 inzake NCIC, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2012/ncic-mei.ashx>.

solvabiliteitsplan opgesteld om ervoor te zorgen dat Fortis zou blijven voldoen aan de zelf opgelegde solvabiliteitsdoelstellingen. In een reeks van negatieve berichten rondom Fortis heeft de CEO van Fortis op 5 juni 2008 op het hoofdkantoor van ABN Amro een presentatie gegeven met de strekking dat de solvabiliteit van Fortis 'op plan' en 'sterk' is. Deze presentatie is gefilmd en op de website van het Financiële Dagblad gezet. Op 10 juni 2008 verlaagt Merrill Lynch het advies voor Fortis van 'buy' naar 'neutral'. Het aandeel Fortis zakt vervolgens flink. Op 14 juni 2008 bericht de Financiële Telegraaf dat de Deutsche Bank als enige kandidaat-koper zeer hoge eisen stelt bij de door de EC verplichte verkoop van zakenbankonderdelen van ABN Amro. In het artikel wordt ook vermeld dat Fortis er zoveel geld op zou moeten toelagen dat de financiële doelstellingen voor 2008 en later niet gehaald zullen worden indien Fortis het huidige en enige bod van Deutsche Bank zou accepteren. Op 2 juli 2008 maakt Fortis bekend dat zij tot een overeenkomst met Deutsche Bank is gekomen ter zake van de verkoop van de zakenbank onderdelen van ABN Amro. De AFM oordeelt dat Fortis informatie heeft verspreid waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat en dat Fortis daardoor het verbod op marktmanipulatie ex artikel 5:58 lid 1 sub d Wft heeft overtreden. De gemiddelde belegger zal de geruststellende woorden van de CEO in zijn beleggingsbeslissing meenemen. Voorts concludeert de AFM dat de informatie in de Telegraaf van 14 juni 2008 juist is. Fortis kon vanaf die datum geen aanspraak meer maken op een uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Nu Fortis heeft nagelaten koersgevoelige informatie, onverwijld na de publicatie van het Telegraafartikel, zelf openbaar te maken heeft zij ook artikel 5:59 lid 1 Wft overtreden.

Ook uit het persbericht van 28 juni 2008 volgt dat er verwaterde financiële instrumenten worden uitgebracht en dat er, ondanks tegenovergestelde berichten tijdens onder meer de presentatie, wel wijzigingen in het dividendbeleid worden aangebracht.

Besluit en bezwaar. De AFM heeft, bij besluit van 5 februari 2010, Fortis SA/NV (België) en Fortis NV (Nederland) beide twee bestuurlijke boetes van elk €144.000 opgelegd wegens overtreding van artikel 5:58 lid 1 sub d Wft en artikel 5:59 lid 1 Wft.⁵³⁵ De AFM overweegt:

'De [CEO] is een gezaghebbende informatiebron. De gemiddelde belegger kan en zal daarom zijn uitspraken betrekken bij zijn beleggingskeuze. Belangrijke mediabronnen hebben eveneens de berichtgeving van [CEO] en masse overgenomen. Gelet hierop kon en mocht de gemiddelde belegger, naar aanleiding van de uitspraken van [CEO], en derhalve Fortis, er op vertrouwen dat (i) er geen noemenswaardige redenen waren om te twijfelen aan de solvabiliteit van Fortis in het algemeen, (ii) het solvabiliteitsplan – onlosmakelijk verbonden met de solvabiliteit van Fortis – derhalve uit

535 Besluit AFM 5 februari 2010 inzake Fortis, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/fortis-besluit-sanv.ashx>.

voornoemde onderdelen bestond en (iii) dit solvabiliteitsplan niet gewijzigd zou worden.⁵³⁶

En

‘Als Fortis vervolgens drie weken later in haar persbericht van 26 juni 2008 een geheel tegengestelde lijn aankondigt ten aanzien van haar solvabiliteit, komt dit – voor de gemiddelde belegger alsmede voor de gehele markt – op zijn minst als een verrassing. De markt reageert hier dan ook hevig op. Op 25 juni 2008 sluit het aandeel Fortis op een koers van € 12,65. Op 26 juni 2008 opent het aandeel 5,93% lager en sluit uiteindelijk 18,89% lager op een koers van € 10,26. Fortis verliest hiermee op één dag meer dan € 5 miljard van haar beurswaarde.’

Bij besluit van 23 juli 2010 zijn de bezwaren ongegrond verklaard. De AFM heeft de opgelegde boetes gematigd met vijftig procent tot € 144.000 per overtreding per entiteit alsof de overtredingen zouden zijn begaan vanuit één entiteit.

Beroep. De rechtbank oordeelt in beroep dat uit de door de AFM geschetste feiten blijkt dat Fortis al voor 5 juni 2008 bekend was met het feit dat de solvabiliteitsontwikkeling van Fortis achterbleef bij de eerdere verwachtingen, hetgeen rechtstreeks verband houdt met de opstelling van de Deutsche Bank inzake de verkoop van zakenbankonderdelen van ABN Amro.⁵³⁷ Reeds op 27 mei 2008 lag ook al een ‘*solvency contingency plan*’ gereed om over te gaan tot uitgifte van verwaterde aandelen om toch voldoende kapitaal binnen te halen. De rechtbank oordeelt dat gelet op artikel 5:58 Wft (voorwaardelijk) opzet geen vereiste is voor het overtreden van deze bepaling. De zinsnede dat de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is, veronderstelt wel een zekere mate van verwijtbaarheid aan de zijde van de verspreider, in dit geval Fortis. Dat de CEO niet de intentie had om de markt te misleiden doet dan ook niet ter zake.⁵³⁸ De boete blijft in stand.

Hoger beroep. In beroep overweegt het CBb het volgende.⁵³⁹ Op 5 juni 2008 was allerm minst zeker dat wel voldoende kapitaal kon worden aangetrokken als werd vastgehouden aan het eerdere uitgangspunt dat het interim-dividend niet werd uitgesteld en geen uitgifte van verwaterde aandelen zou plaatshebben. De uitlating van de CEO tijdens de presentatie op 5 juni 2008 inhoudend dat de solvabiliteit ‘sterk’ is en ‘op plan’ ligt is daarom een onjuist of misleidend signaal te noemen. Ook is het CBb met de rechtbank van oordeel dat de

536 Besluit AFM 5 februari 2010 inzake Fortis, <http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/fortis-besluit-sanv.ashx>, zie p. 18.

537 Rb. Rotterdam 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3823, JOR 2011/193, r.o. 2.18.1.

538 Rb. Rotterdam 4 mei 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BQ3823, JOR 2011/193, r.o. 2.19.

539 CBb 4 maart 2014, ECLI:NL:CBB:2014:67, JOR 2014/33, m.nt. T.M. Stevens.

CEO zelf wist of redelijkerwijs had moeten weten dat de informatie die hij op 5 juni 2008 gaf onjuist of misleidend was.

Commentaar. Stevens merkt in zijn noot onder de uitspraak van het CBB op dat een bank met een beursnotering in een dilemma verkeert.⁵⁴⁰ De bank is jegens beleggers verplicht tot volledige transparantie. Maar betekent dit nu dat een bank ook de kanttekeningen die te maken zijn bij haar solvabiliteit aan beleggers moet melden, ook al trekken haar crediteuren en klanten daaruit de conclusie dat ze hun geld beter elders kunnen onderbrengen?⁵⁴¹ Het CBB beoordeelt de uitingen geheel op zichzelf, los van de context. Deze rechterlijke benadering ontnemt de onderneming de mogelijkheid om een in de markt levende hoop (een openbaar bod) of vrees (faillissement) te ontzenuwen. Dat lukt, aldus Stevens, alleen met ferme taal. Nuances zullen vermoedens in de markt alleen maar versterken.

Civiel. In de Fortis-malaise hebben gedupeerde aandeelhouders ook een civiel-rechtelijke procedure aangespannen.⁵⁴² Fortis zou onrechtmatig hebben gehandeld door beleggers te misleiden op grond van artikel 5:58 Wft en door onjuiste koersgevoelige informatie naar buiten te brengen (artikel 5:59 Wft (oud)). Bij de beantwoording van de vraag of Fortis misleidende informatie naar buiten heeft gebracht, wordt uitgegaan van de vermoedelijke verwachtingen van een gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt. Er wordt onderscheid gemaakt tussen twee periodes: (1) de periode van zondagavond 28 september 2008 tot en met dinsdagmiddag 30 september 2008 en (2) de periode van dinsdagavond 30 september 2008 tot vrijdagavond 3 oktober 2008. Het betreft hier een latere periode dan in het bestuursrechtelijke traject. Met betrekking tot de eerste periode moest worden getwijfeld aan het succes van de eerste reddingsoperatie zodat de ontwikkeling van een tweede reddingsoperatie een reële optie was.

Op maandag 29 september 2008 heeft Fortis een tweetal berichten verspreid. In deze berichten wordt meegedeeld dat dankzij de steun van de Staat de positie van Fortis is gestabiliseerd, dat de investering een directe garantie vormt voor de financiële kracht en stabiliteit van de onderneming, dat er een einde is gekomen aan een instabiele situatie en dat verder kan worden gebouwd aan het herstel van vertrouwen en dat de omstandigheden op korte termijn lastig zullen blijven. Deze mededelingen zijn niet misleidend, aldus het hof. De uitspraken zijn namelijk intern gericht tot medewerkers van Fortis. Ook is er een aantal mededelingen gedaan aan klanten van Fortis en het grote publiek. Deze mededelingen zijn naar het oordeel van het hof wel misleidend in de zin van artikel 5:58 Wft, omdat zij zijn gericht tot het grote publiek en onjuiste informatie bevatten.

540 CBB 4 maart 2014, ECLI:NL:CBB:2014:67, JOR 2014/33, m.nt. T.M. Stevens.

541 CBB 4 maart 2014, ECLI:NL:CBB:2014:67, JOR 2014/33, m.nt. T.M. Stevens, zie par. 4 van noot.

542 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, JOR 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos.

De verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie is thans geregeld in artikel 5:25i Wft en destijds in artikel 5:59 (oud) Wft. De mededeling op de Fortis-website dat de kapitaalinjecties van de overheid zijn afgerond en het geld is overgeschreven, was feitelijk onjuist omdat in ieder geval de Nederlandse Staat de eerste reddingsoperatie niet heeft uitgevoerd. De informatie over de overeenkomst die op zondagavond 28 september 2008 met de Nederlandse overheid werd gesloten, vormt zonder twijfel koersgevoelige informatie.⁵⁴³ Hetzelfde geldt voor informatie over de wijze waarop de overeenkomst in de dagen daarop werd uitgewerkt en de effectiviteit van de op zondagavond aangekondigde maatregelen. Ook informatie over de omstandigheid dat er gedurende die week gestart zou gaan worden met nieuwe onderhandelingen die resulteerden in de overname van de Nederlandse activiteiten van Fortis door de Nederlandse Staat zijn aan te merken als koersgevoelige informatie. Fortis had mogelijk wel een rechtmatig belang bij uitstel van de koersgevoelige informatie op grond van artikel 5:59 (oud) Wft. Maar desalniettemin was Fortis niet gerechtigd de openbaarmaking daarvan uit te stellen omdat zij in dezelfde periode geruststellende mededelingen deed die misleidend waren, terwijl Fortis geen volledige openheid van zaken gaf.⁵⁴⁴ Dat geldt temeer omdat Fortis in het persbericht van 26 september 2008 ook te rooskleurige informatie had verspreid. Kortom, Fortis was niet gerechtigd de openbaarmaking van de koersgevoelige informatie uit te stellen.

Fortis heeft onrechtmatig gehandeld door in de periode 29 september 2008 tot en met 1 oktober te handelen in strijd met artikel 5:58 en artikel 5:59 (oud) Wft.

De maatstaf bij de beantwoording van de vraag of er sprake is van misleiding in civielrechtelijke zin is afhankelijk van de verwachtingen die de mededelingen bij de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger tot wie de mededeling zich richt of die zij bereikt, wekken.

Bij de bestuursrechtelijke handhaving van artikel 5:58 Wft staat de markt centraal. Bij een vordering gestoeld op onrechtmatige daad (de privaatrechtelijke handhaving) is de vraag of de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger is misleid als gevolg van overtreding van artikel 5:58 Wft.

(2) Corporate Express

Casus. Tussen Staples en Corporate Express (CE) is in 2007 en 2008 op initiatief van Staples meerdere malen contact geweest. Staples wilde CE graag 'vriendschappelijk' overnemen. CE wilde echter niet met Staples in zee gaan. Staples heeft vervolgens aangegeven over te gaan tot een vijandige overname. Staples heeft Lehman Brothers ingeschakeld om CE te waarderen en Clifford Chance voor de juridische bijstand. Op 22 januari 2008 heeft Staples aan CE een indicatie

543 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, *JOR* 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos, r.o. 4.6.2.

544 Hof Amsterdam 29 juli 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:3005, *JOR* 2014/300, m.nt. D.R. Doorenbos, r.o. 4.6.5.

van de biedprijs gegeven op basis van de door Lehman Brothers uitgebrachte waardering. CE wilde nog steeds niet worden overgenomen door Staples. Wel zegde zij toe om het voorstel te bespreken met de raad van commissarissen. In de Financiële Telegraaf is op dinsdagochtend 5 februari 2008 een artikel verschenen over een mogelijke overname van CE door Staples. Het aandeel CE is daarna ongebruikelijk gestegen. Enkele uren later heeft CE de markt geïnformeerd dat er geen sprake was van een overname door Staples. Op 19 februari 2008 heeft Staples CE bericht dat zij voornemens was een openbaar bod uit te brengen. Dit bericht is door Staples ook aangekondigd in een persbericht. Het daadwerkelijke vijandige bod is door Staples op 19 mei 2008 uitgebracht.

Besluit en bezwaar. Bij besluit van 4 maart 2009 heeft de AFM CE een boete opgelegd van € 96.000 voor overtreding van artikel 5:59 lid 1 Wft (oud) omdat CE zou hebben nagelaten koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Daarnaast is een boete opgelegd van € 96.000 voor overtreding van artikel 5:58 lid 1 sub d Wft omdat CE met het publiceren van het persbericht van 5 februari 2008, het bericht geen sprake was van een overname, informatie heeft verspreid waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat. Bij besluit van 11 september 2009 zijn de bezwaren ongegrond verklaard.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. Voor de voorzieningenrechter staat niet vast dat CE beschikte over koersgevoelige informatie op het moment van het uitbrengen van het persbericht.⁵⁴⁵ CE voerde een *stand alone*-strategie zowel intern als extern en heeft het vijandige bod afgewezen. Aan de andere kant was het persartikel eenzijdig en gaf aanleiding tot forse koersstijging. Gezien de twijfel dient het verzoek tot niet publiceren van de boete te worden toegewezen.

Beroep. In beroep heeft de rechtbank het besluit gedeeltelijk vernietigd en de boetes gematigd tot een bedrag van in totaal € 96.000.⁵⁴⁶ De rechtbank oordeelt dat CE wist of redelijkerwijs had moeten vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend was. Naar het oordeel van de rechtbank treft CE tenminste enig verwijt van de overtreding van artikel 5:58 lid 1 Wft, omdat de zinsnede 'weet of redelijkerwijs moet vermoeden' geen 'kleurloze' bepaling is. CE had tenminste moeten vermoeden dat het voorgenomen persbericht een misleidende voorstelling van zaken gaf. Toch is er sprake van verminderde verwijtbaarheid omdat CE in een lastig pakket verzeild was geraakt. Enerzijds wilde zij door middel van de *stand-alone* strategie uitstel hebben om de aandeelhouderswaarde te verhogen en anderzijds wilde zij ook niet ieder gesprek met Staples afslaan.⁵⁴⁷

Hoger beroep. Het CBb overweegt dat de inhoud van het door CE uitgegeven persbericht onvolledig was omdat daarin onvermeld is gebleven dat er recente

545 Rb. Rotterdam 15 mei 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:7027.

546 Rb. Rotterdam 11 oktober 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:8993.

547 Rb. Rotterdam 11 oktober 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:8993, zie r.o. 2.11.6.

contacten waren geweest met Staples.⁵⁴⁸ Daardoor is het bericht misleidend. Het CBb is evenwel van oordeel dat niet gezegd kan worden dat CE wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat de door haar verspreide informatie een misleidend karakter droeg.⁵⁴⁹ CE hoefde zich op dat moment niet te realiseren dat zij verplicht was het publiek nadere informatie te geven. Hierbij heeft het CBb in aanmerking genomen dat de belangrijkste boodschap van het persbericht (*'No discussion with Staples regarding a take-over'*) op zichzelf juist was. Het betreft wel een incompleet en daardoor misleidend beeld van de recente contacten met Staples, maar het is redelijkerwijs begrijpelijk dat CE zich op dat moment niet heeft gerealiseerd dat zij verplicht was ook daarover nadere informatie aan het publiek te geven. Er is dan ook geen sprake van een overtreding van artikel 5:58 lid 1 sub d Wft. Het besluit wordt vernietigd.

(3) MF Global UK Limited

Casus. Op 15 juli 2008 verstuurt A, salesmedewerker werkzaam bij MF, via Bloomberg een e-mailbericht aan een aantal personen binnen en buiten MF. Het bericht heeft de strekking dat Fortis in nood is. Het bericht bevat een disclaimer waarin staat dat het bericht niet voor Retail Investors is bedoeld. Dat bericht verspreidt zich vervolgens onder verschillende marktpartijen en bereikt ook een aantal dagbladen. Op 15 september 2008 wordt wederom een bericht verstuurd door A over de kwetsbaarheid van Fortis. Fortis zelf heeft op 15 juni 2008 en 16 augustus 2008 persberichten uitgebracht teneinde geruchtvorming omtrent nieuwe kapitaalinjecties te ontkrachten. Naar aanleiding van de e-mailberichten is de AFM een onderzoek gestart naar de berichtgeving en naar overtreding van artikel 5:58 Wft door MF en door A.

Besluit en bezwaar. Bij besluit van 8 juli 2011 heeft de AFM aan A twee bestuurlijke boetes opgelegd van elk € 12.000 voor het tweemaal overtreden van artikel 5:58 lid 1 sub d Wft. Bij besluit van 23 december 2011 is het bezwaar van A ongegrond verklaard.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. De voorzieningenrechter heeft de door A gevraagde voorziening afgewezen.⁵⁵⁰ De voorzieningenrechter acht het niet aannemelijk dat het voor de ontvanger volstrekt duidelijk was dat het hier louter opinies en gissingen betrof van A. De berichten werden daarnaast versterkt door het feit dat op dat moment sprake was van een zeer gevoelige economische context.

Beroep. A betoogt dat geen verspreiding in de zin van artikel 5:58 lid 1 sub d Wft heeft plaatsgehad. De rechtbank overweegt dat de wijze waarop informatie

⁵⁴⁸ CBb 14 februari 2014, ECLI:NL:CBB:2014:54.

⁵⁴⁹ CBb 14 februari 2014, ECLI:NL:CBB:2014:54, r.o. 5.5.

⁵⁵⁰ Rb. Rotterdam 23 september 2011, ECLI:NL:RBROT:2011:BT2712, JOR 2011/369, m.nt. D.J.P. Van Omme.

wordt verspreid niet van belang is.⁵⁵¹ Er is sprake van marktmanipulatie als een persoon welbewust informatie verspreidt waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat. Op zich kan een als feit gepresenteerde mening al misleidende informatie opleveren. Het publiekelijk uiten door een bestuurder van sussende taal terwijl de uitgevende instelling weet dat de financiële positie van de instelling aanleiding geeft tot zorg kan misleidend zijn. A's positie binnen MF was echter niet zodanig gezaghebbend binnen de sector dat er van zijn berichten een zodanig gezag uitging dat deze als feiten beschouwd zouden worden. Het doet er niet toe of bepaalde elementen van de berichten van A zouden zijn gebaseerd op zuivere speculatie. Juist omdat het om speculatie ging, duidt dit eerder op een mening en niet op als geheime informatie gepresenteerde feiten.⁵⁵² Ook is van belang voor wie de informatie misleidend is. In eerste instantie zijn de berichten binnen het eigen circuit van A verstuurd, te weten aan de redelijke, meer professionele, beleggers. Artikel 5:58 lid 1 sub d Wft is, al is dit niet af te leiden uit de Memorie van Toelichting, niet bedoeld voor de gemiddelde belegger. Gelet op de functie van A en op de doelgroep, zijn de berichten tot de redelijke, meer professionele, belegger gericht. Dat de berichtgeving een veel breder publiek heeft bereikt maakt dat niet anders.

De rechtbank overweegt voorts dat de berichten ook sterk subjectieve elementen bevatten en dat het duidelijk is dat het om de mening van A gaat. Kortom, er ging van de berichten geen misleidend of onjuist signaal uit. Er is geen sprake van overtreding van artikel 5:58 lid 1 sub d Wft. Het besluit dient herroepen te worden.

Hoger beroep. In beroep bekrachtigt het CBb de uitspraak van de rechtbank.⁵⁵³ Beleggers voor wie deze informatie was bedoeld zouden in staat moeten zijn om onderscheid te maken tussen feiten en meningen.

Commentaar. De bestuursrechter plaatst de redelijk handelende belegger in de hoek van de meer deskundige belegger en daarmee boven de gemiddelde belegger.⁵⁵⁴ Het oordeel van de rechtbank wijkt wezenlijk af van het oordeel van de voorzieningenrechter. Gezien het feit dat de berichtgeving van de salesmedewerker A dermate subjectieve elementen bevatte en dat het duidelijk is dat het om een mening van A gaat, acht Doorenbos, de nootschrijver, de uitkomst van de rechtbank alleszins redelijk acht.

Opvallend aan deze zaak is, in mijn ogen, dat de bestuursrechter de relevante omstandigheden van het geval meeweegt. De berichtgeving was immers bedoeld voor de meer deskundige belegger, maar heeft onverhoopt ook andere

551 Rb. Rotterdam 2 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ9269, *JOR* 2013/179, m.nt. D.R. Doorenbos.

552 Rb. Rotterdam 2 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ9269, *JOR* 2013/179, m.nt. D.R. Doorenbos, zie r.o. 4.2.1.

553 CBb 22 januari 2015, ECLI:NL:CBB:2015:6 *Ondernemingsrecht* 2015/33, m.nt. C.W.M. Lieveerse, *JOR* 2015/108, m.nt. D.R. Doorenbos.

554 Rb. Rotterdam 2 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ9269, *JOR* 2013/179, m.nt. D.R. Doorenbos.

beleggers bereikt. De verspreider wordt hier niet op afgerekend. Deze beoordeling lijkt dan ook meer op de civielrechtelijke benadering.

De gemiddelde belegger is in deze zaak niet, zoals bij de civielrechtelijke handhaving, het uitgangspunt bij de bestuursrechtelijke handhaving. Doorenbos vraagt zich af of het een juiste conclusie is dat artikel 5:58 lid 1 sub d Wft zich niet uitstrekt tot de gemiddelde belegger. Het is niet aannemelijk dat slechts het vertrouwen van de deskundige belegger in de markt vergroot moet worden, maar het vertrouwen van iedereen, dus ook de gemiddelde belegger.⁵⁵⁵ Het algemeen belang wordt immers beschermd door de bestuursrechtelijke handhaving. Daarnaast heeft de gemiddelde belegger invloed op de feitelijke koersontwikkelingen. Het CBb maakt overigens geen onderscheid tussen verschillende categorieën beleggers. Als er geen relevant onderscheid tussen de deskundige belegger en de redelijke belegger zou bestaan, dan had het CBb dit echter beter expliciet kunnen aangegeven, aldus terecht Doorenbos.⁵⁵⁶

(4) Homburg

Casus. De CEO van Homburg was op 6 juni 2009 te gast bij een aflevering van het televisieprogramma RTL Businessclass van Harry Mens. Dit programma is een dag later uitgezonden. In het programma werd de vraag gesteld wanneer de beurskoers weer eens omhoog zou gaan. De CEO heeft hierop geantwoord dat er op 12 juni 2009 een vergadering zou zijn waarna een persbericht zou komen dat interessant zou zijn voor beleggers. Harry Mens suggereerde dat de CEO er wel 'relaxed' bij zat 'dus dat het wel positief zou zijn'. Het aandeel is op 8 juni 2009 gestegen van €5,17 naar €7,16. Op 12 juni 2009 is het persbericht uitgebracht. In dit persbericht is meegedeeld dat er geen dividend uitgekeerd zou worden. Op 12 juni 2009 daalt het aandeel van €7,16 naar €6,14. Op 17 juni 2009 sluit het aandeel van Homburg op €5,08.

Op 20 mei 2011 heeft AFM een concept rapport aan de CEO toegezonden. Uit het onderzoek blijkt dat de gemiddelde dagomzet in aandelen in de periode 30 dagen voor de uitzending €28.090 bedroeg terwijl in de periode van 8 tot en met 11 juni 2009 de dagomzet gemiddeld €152.781 bedroeg.

Besluit en bezwaar. Bij besluit van 21 december 2011 is aan de CEO van Homburg een bestuurlijke boete opgelegd van €96.000 voor overtreding van artikel 5:58 lid 1 sub d Wft. De CEO zou in de uitzending informatie hebben verspreid waarvan een onjuist of misleidend signaal uitging met betrekking tot de koers van het aandeel van Homburg, terwijl hij redelijkerwijs moest vermoeden dat deze informatie onjuist en misleidend was. Bij besluit van 12 juli 2012 zijn de bezwaren ongegrond verklaard. Ook de voorziening hangende bezwaar is afgewezen.⁵⁵⁷

555 D.R. Doorenbos in zijn noot onder Rb. Rotterdam 2 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:BZ9269, JOR 2013/179, zie punt 12.

556 D.R. Doorenbos in zijn noot onder CBb 22 januari 2015, ECLI:NL:CBB:2015:6, JOR 2015/108.

557 Rb. Rotterdam 8 maart 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BV8638.

Beroep. Naar het oordeel van de rechtbank wekt het antwoord in combinatie met de vraag de suggestie dat het persbericht positief zal zijn voor de beurskoers.⁵⁵⁸ Van deze verklaring gaat een misleidend en onjuist signaal uit, te meer gezien in het licht van de geschiedenis van Homburg waarin steeds een hoog dividend werd uitgekeerd. De CEO kende daarnaast de inhoud van het conceptpersbericht en de daarin opgenomen informatie. Het beroep wordt dan ook afgewezen.

Commentaar. Na het uitbrengen van het persbericht daalt de beurskoers naar een niveau dat ligt boven het niveau voor het interview. Pas vijf dagen later is de koers verder gedaald naar €5,07, net onder het oude niveau van €5,17. De vraag is of de laatste koersdaling wel aan het persbericht mag worden toegerekend.⁵⁵⁹ Overigens is koersdaling geen vereiste voor het aannemen marktmanipulatie.

5.6.5.5 Afronding misleidende informatie

In deze paragraaf staat de term misleidende informatie centraal. Besluiten genomen door de AFM op grond van artikel 5:58 Wft en artikel 6:193a e.v. BW zijn geanalyseerd.

Artikel 5:58 Wft ziet met name op uitlatingen namens financiële instellingen die misleidend zijn en de markt, meer in het bijzonder beurskoersen, kunnen beïnvloeden. Daarnaast kan sprake van misleidende reclame zijn in de zin van artikel 6:193a e.v. BW. Het betreft in het geval van artikel 6:193a e.v. BW informatie die individueel wordt verstrekt aan consumenten bij het aangaan van overeenkomsten.

De civielrechtelijke toets of reclame van financiële instellingen misleidend is, beruiste in de effectenleasejurisprudentie nog op artikel 6:194 (oud) BW. Informatie was onder die jurisprudentie misleidend als de onjuistheid of onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger' te kunnen misleiden. Op grond van artikel 6:193c BW is misleidende reclame nu een oneerlijke handelspraktijk. De gemiddelde belegger is het uitgangspunt. De AFM heeft echter bij geschillen met een financieelrechtelijke component ook de bevoegdheid om handhavend op te treden tegen overtredingen van artikel 6:193a e.v. BW.

De bestuursrechtelijke toets of sprake is van misleiding op grond van artikel 5:58 Wft houdt in dat getoetst in hoeverre de misleiding de markt heeft beïnvloed. De civielrechtelijke toets houdt rekening met de individuele omstandigheden. Een mededeling is, in civielrechtelijke zin beschouwd in het licht van artikel 5:58 Wft, misleidend en derhalve onrechtmatig, als de onjuistheid of

558 Rb. Rotterdam 23 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:CA3454, JOR 2013/273, m.nt. M. Nelemans en T. Bird.

559 Rb. Rotterdam 23 mei 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:CA3454, JOR 2013/273, m.nt. M. Nelemans en T. Bird.

onvolledigheid van de mededeling van voldoende materieel belang is om de 'maatman-belegger', te kunnen misleiden. Niet is vereist dat de belegger daadwerkelijk kennis heeft genomen van of daadwerkelijk beïnvloed is door de mededeling. De context waarin de bestreden uitlatingen werden gedaan en het medium waarin dit geschiedde zijn van belang.

In het besluit Fortis⁵⁶⁰ stelt de AFM de gemiddelde belegger centraal, maar de rechtbank overweegt in de zaak MF dat artikel 5:58 lid 1 sub d Wft niet bedoeld is voor de gemiddelde belegger. De redelijke belegger wordt in dit besluit als maatstaf genomen. De redelijk handelende belegger is meer deskundig dan de gemiddelde belegger.

Welke belegger nu precies door de wetgever is bedoeld in artikel 5:58 lid 1 sub d Wft lijkt daarmee niet heel duidelijk te zijn, al is in de zaak MF de berichtgeving ook gericht op de redelijke, meer deskundige, belegger, maar komt die bij een breder publiek terecht.⁵⁶¹ De vraag is of de rechtbank terecht heeft overwogen dat artikel 5:58 lid 1 sub d Wft zich niet uitstrekt tot de gemiddelde belegger. Dit is opmerkelijk omdat ook de gemiddelde belegger de markt kan beïnvloeden. Het doel van de financiële toezichtwetgeving is immers (mede) het beschermen van de financiële markten.

5.6.6 Aantasting overeenkomsten met derden

5.6.6.1 Inleiding

In deze paragraaf zullen besluiten op basis van artikel 1:75 lid 3 Wft worden geanalyseerd en waar nodig van commentaar worden voorzien. Na de bespreking van het artikel worden de besluiten besproken.

5.6.6.2 Artikel 1:75 lid 3 Wft

In artikel 1:75 lid 1 Wft is bepaald dat de toezichthouder een financiële onderneming en andere in artikel 1:75 Wft genoemde entiteiten een aanwijzing kan geven. Bij niet opvolging door de financiële onderneming kan de toezichthouder een vervolgactie instellen zoals het opleggen van een boete, een dwangsom of intrekking van de vergunning. Deze aanwijzing kan er echter niet toe strekken dat overeenkomsten tussen die entiteit en derden aangetast worden (artikel 1:75 lid 3 Wft). De bevoegdheid tot het geven van een aanwijzing strekt er enkel toe om een persoon die een bij of krachtens de Wft gegeven bepaling heeft overtreden, te corrigeren.⁵⁶² Het is een reparatoire sanctie gericht op beëindiging of ongedaanmaking van de overtreding. Individuele cliënten

⁵⁶⁰ Zie par. 5.6.5.4, nr. 1.

⁵⁶¹ Zie par. 5.6.5.4, nr. 3.

⁵⁶² *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41.

kunnen door een toezichthouder niet via een aanwijzing beschermd worden wanneer een persoon waarmee de individuele cliënt een contractuele relatie heeft, een ingevolge de wet gegeven voorschrift heeft overtreden. Wel kan een cliënt in een voorkomend geval gebruik maken van de mogelijkheden die in het civiele recht worden geboden, zoals schadevergoeding en ontbinding.⁵⁶³ Artikel 1:75 Wft geldt onverminderd de werking van artikel 1:23 Wft, waarin is bepaald dat de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling die is verricht in strijd met de bij of krachtens deze wet gestelde regels niet uit dien hoofde aantastbaar is, behalve voor zover de Wft anders bepaalt.

(1) Eco Sure Nederland B.V.

Casus. Tussen Eco Sure Nederland BV (Eco Sure) en de AFM is gecorrespondeerd over de vraag of het vruchtgebruik van grond met bomen dat Eco Sure aanbiedt valt onder het begrip effect in de zin van de Wte 1995. De AFM stelt zich op het standpunt dat de vier producteden die door Eco Sure worden uitgegeven alle vier het kenmerk hebben dat de inschrijver een nominaal geldbedrag inlegt, hij jaarlijks een rendement ontvangt, uitgedrukt in een vast percentage van dat nominale bedrag, en dat hij na afloop van de overeengekomen periode zijn nominale inleg terugontvangt. Eco Sure geeft, naar het oordeel van de AFM, een viertal beleggingsproducten uit. Hiervoor is een vergunning nodig en daarnaast dient Eco Sure potentiële cliënten van het prospectus te voorzien.

Besluit. De AFM heeft Eco Sure bij besluit van 19 januari 2005, een aanwijzing opgelegd die onder meer inhoudt dat Eco Sure alle namen van participanten in de beleggingsproducten aan de AFM overlegt, schriftelijk binnen drie werkdagen de AFM bevestigt dat zij per direct is gestopt met het aanbieden van de producten dan wel met het in het vooruitzicht stellen van deze aanbieding van effecten, binnen vijf werkdagen na dagtekening van deze aanwijzing de participanten die met verzoekster een overeenkomst voor de bovengenoemde producten zijn aangegaan, schriftelijk op de hoogte stelt van het feit dat zij in strijd heeft gehandeld met de Nederlandse effectenwetgeving door effecten aan te bieden zonder daartoe het prospectus algemeen verkrijgbaar te hebben. Dit is een overtreding van artikel 3 Wte 1995 juncto artikel 1 sub 2 van de WED waarvoor zij van de AFM de aanwijzing heeft opgelegd gekregen om dit binnen deze vijf werkdagen aan de participanten kenbaar te maken en aan de AFM binnen 20 werkdagen alle correspondentie verstrekt tussen Eco Sure en de participanten naar aanleiding van de verstuurd brief.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. De voorzieningenrechter beoordeelt of de aangeboden producten effecten zijn in de zin van de Wte 1995, wie de uitgevende instelling is en in hoeverre de AFM met de aanwijzing binnen haar

563 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41.

bevoegdheid is gebleven in de zin van artikel 28 Wte 1995 (oud).⁵⁶⁴ De onderdelen 3 en 4 van de aanwijzing, het binnen vijf werkdagen op de hoogte stellen van de contractanten dat Eco Sure in strijd heeft gehandeld met de effectenwetgeving (aanwijzing 3) en binnen 20 dagen een afschrift hiervan te zenden aan de AFM (aanwijzing 4), zien niet op beëindiging van de overtreding maar op reparatie naar het verleden, aldus de voorzieningenrechter. Naar het oordeel van de voorzieningenrechter is het niet aanstonds evident dat de AFM daarmee handelt conform het doel en de strekking van artikel 28 Wte 1995. Enerzijds heeft weliswaar te gelden dat ook de groep beleggers die reeds met Eco Sure in zee is gegaan zonder het prospectus, valt onder de beleggers die artikel 28 Wte 1995 beoogt te beschermen. Dit volgt reeds uit de wet. Aan de andere kant heeft te gelden dat de groep in kwestie zeer concreet is en dat de individuele beleggers die reeds een overeenkomst met Eco Sure hebben, zich mede ten gevolge van de aanwijzing zullen kunnen beraden op civielrechtelijke stappen, hetgeen, zoals ter zitting is gebleken, ook het oogmerk van de AFM is. Daardoor rijst de vraag gesteld worden of dit aanwijzingsonderdeel het publieke belang nog in overwegende mate dient, aangezien het om een zeer concrete groep gaat. De oplegging van de verplichting aan Eco Sure tot het doen van een kennisgeving aan individuele beleggers opdat die zich kunnen herbezinnen op hun overeenkomst met Eco Sure, wordt zo strafrechtelijk gesanctioneerd. De vraag doet zich, aldus de voorzieningenrechter, voor of de scheidslijn tussen het publieke en private belang hiermee niet teveel uit het oog wordt verloren en daarmee de verhouding tussen de publiekrechtelijke en civielrechtelijke handhavingsmogelijkheden met betrekking tot de Wte 1995. Gezien deze twijfel wijst de voorzieningenrechter de gevraagde voorziening met betrekking tot de onderdelen 3 en 4 van het besluit toe. Deze onderdelen van het besluit worden geschorst.

Commentaar. De voorzieningenrechter acht voorkoming van verdere overtreding van het artikel van belang, maar stelt de vraag of reparatie naar het verleden wel binnen de bevoegdheid van de AFM past. Grundmann-van de Krol vraagt zich af of privaatrecht en publiekrecht hier niet te veel door elkaar gaan lopen omdat het privaatrecht wel een erg faciliterend karakter krijgt. In hoeverre dient de toezichthouder de individuele belegger de helpende hand te bieden als in strijd met de effectenwetgeving wordt gehandeld, waardoor beleggers schade lijden zonder dat zij daarvan op de hoogte zijn? Dit zijn vragen naar de grenzen van het publieke belang.⁵⁶⁵

In haar oratie suggereert Grundmann-van de Krol een aantal mogelijkheden om het privaatrecht behulpzaam te maken bij handhaving van de effectenregeling. Zo noemt zij het publiceren door de toezichthouder van voor beleggers relevante feiten waardoor aan gedupeerde beleggers een handvat gegeven wordt eventueel zelf civielrechtelijk in actie te komen. Een andere mogelijkheid

564 Rb. Rotterdam 28 januari 2005, ECLI:NL:RBROT:2005:AS4473, JOR 2005/68, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol.

565 Rb. Rotterdam 28 januari 2005, ECLI:NL:RBROT:2005:AS4473, JOR 2005/68, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol. Zie ook C.M. Grundmann-van de Krol, *Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht* (oratie Tilburg), Den Haag: BJu 2002, p. 36 e.v.

is het toekennen aan de gedragstoezichthouder van de bevoegdheid om de civiele rechter te verzoeken de overtreder te veroordelen tot betaling van schadevergoeding of te veroordelen tot het treffen van andere adequate maatregelen voor gedupeerde beleggers. Grundmann-van de Krol pleit er zelfs voor om in het geval dat de aanwijzingsbevoegdheid resulteert in een wettelijke schadevergoedingsplicht aan de belegger, de rechtsbescherming bij de civiele rechter te leggen.⁵⁶⁶ In de lijn van Grundmann-van de Krol ben ik er een voorstander van dat er naar mogelijkheden gezocht wordt om het privaatrecht en het bestuursrecht beter op elkaar te laten aansluiten. In hoofdstuk 6 doe ik ook enkele suggesties.

(2) Borderline Constuctions en Borderline Rentals

Casus. Borderline Constructions verkoopt gebruiksrechten in vakantiehuizen. De koper verhuurt vervolgens de woning weer aan Borderline Rentals voor een vaste huurprijs van 9% van de aankoopprijs per jaar (hierna gezamenlijk 'Borderline') met een minimale looptijd van 5 jaar. Het tweede product bestaat er uit dat bij Borderline Construction een gebruiksrecht van €5.000 per stuk wordt aangeschaft. Eén gebruiksrecht geeft recht om tien jaar lang gedurende een week per kalenderjaar de woning te bewonen of te verhuren. Na 5 of 10 jaar wordt door Borderline Constructions opdracht gegeven het gebruiksrecht te verkopen. De verkoper ontvangt dan gegarandeerd het aankoopbedrag van €5.000 terug. Het gebruiksrecht mag niet aan een andere partij worden verkocht. Na een aanmaning van de AFM om te stoppen met de aanbieding van deze effecten heeft Borderline informatie aan de AFM toegezonden en het standpunt ingenomen dat de verkoop van 'timeshares' in kwestie niet valt onder de bevoegdheid van de AFM. Bij brief van 5 mei 2004 heeft de AFM Borderline op de hoogte gesteld van het voornemen tot het geven van een aanwijzing. Uiteindelijk is op 26 juli 2004 de aanwijzing gegeven. Hierna is tussen de AFM en Borderline nog een briefwisseling geweest en heeft Borderline de aanwijzing gekregen om per direct met het aanbieden van deze effecten te stoppen. Aangezien er geen sprake is van een onomkeerbare situatie leent dit zich niet voor een voorlopige voorziening. De voorlopige voorziening ziet dan ook met name op het onderdeel van de aanwijzing waarin Borderline wordt opgedragen dat het de participanten in de gelegenheid stelt om de overeenkomst te heroverwegen.

Besluit. Bij besluit van 26 juli 2004 heeft de AFM op grond van artikel 28 Wte 1995 vastgesteld dat Borderline, in strijd met artikel 3 Wte 1995, effecten heeft aangeboden zonder het prospectus algemeen beschikbaar te hebben. De AFM heeft Borderline een aanwijzing gegeven. De aanwijzing luidt: per omgaande dient Borderline te stoppen met het aanbieden deze effecten, participanten in de gelegenheid te stellen het prospectus te verkrijgen en hun een redelijke termijn te geven om de overeenkomst te heroverwegen en eventueel te ontbin-

⁵⁶⁶ Zie ook Grundmann-van de Krol 2002, p. 47 e.v.

den en ten derde aan de AFM een lijst van alle participanten te overhandigen, inclusief alle gevoerde correspondentie.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. De voorzieningenrechter overweegt dat de intentie van de contractspartijen niet anders kan zijn dan dat sprake is van overeenkomsten die tezamen gekwalificeerd moeten worden als een obligatie of een soortgelijk waardepapier.⁵⁶⁷ Er is geen prospectus ter beschikking gesteld: derhalve heeft Borderline artikel 3 Wte 1995 overtreden. Het alsnog toesturen van het prospectus kan, naar het oordeel van de voorzieningenrechter, worden gezien als het herstellen van het 'gebrek' in publiekrechtelijke zin. De heroriëntatie door de participanten is daarentegen een onaanvaardbare doorkruising van het privaatrecht. Enerzijds heeft weliswaar te gelden dat de groep beleggers, die reeds met Borderline in zee is gegaan, zonder dat zij zich konden oriënteren aan de hand van het prospectus, valt onder de beleggers op die markten waar artikel 28 Wte 1995 op ziet. Anderzijds overweegt de voorzieningenrechter dat de groep beleggers zeer concreet is en dat de individuele beleggers die reeds overeenkomsten zijn aangegaan met Borderline zich zal beraden over het ontbinden van de overeenkomst. De aanwijzing krijgt, aldus de voorzieningenrechter een wel zeer faciliterend karakter voor deze concrete groep beleggers, waarbij de vraag kan worden gesteld of met deze aanwijzing nog wel het publieke belang wordt gediend. De vraag rijst of de scheidslijn tussen het publieke en private belang hiermee niet teveel uit het oog wordt verloren en daarmee de verhouding tussen de publiekrechtelijke en civielrechtelijke handhavingsmogelijkheden met betrekking tot de Wte 1995. Gezien deze twijfel wijst de voorzieningenrechter de voorziening met het betrekking tot het laatste subonderdeel van onderdeel 2, de participanten in de gelegenheid te stellen de overeenkomst te heroverwegen, toe. Dit betekent een schorsing van dit subonderdeel.

Bezwaar. Bij besluit van 22 december 2004 zijn de bezwaren van Borderline ongegrond verklaard.

Beroep en hoger beroep. Tegen de aanwijzing zijn in beroep en in hoger beroep geen gronden meer aangevoerd.⁵⁶⁸

Commentaar. Peters merkt in de noot onder de uitspraak van de voorzieningenrechter op dat het toezicht van de Wte 1995 niet is gericht op individuele belangen, waardoor beleggers de mogelijkheid van rechtsbescherming langs die weg ontberen. Hiervoor dient een procedure bij de civiele rechter gestart

⁵⁶⁷ Rb. Rotterdam 5 april 2005, *JOR* 2005/126, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en J.A.F. Peters.

⁵⁶⁸ In beroep en hoger beroep staat de vraag centraal in hoeverre de aangeboden producten effecten zijn in de zin van artikel 1 sub a Wte 1995. Rb. Rotterdam 11 oktober 2005, ECLI:NL:RBROT:2005:AU4849, *JOR* 2006/12, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en CBb 30 januari 2007, ECLI:NL:CBb:2007:AZ9465.

te worden.⁵⁶⁹ In de civiele jurisprudentie is echter geen consensus te vinden over de vraag of de geldigheid van rechtshandelingen die in strijd met artikel 3 Wte 1995 zijn, op die grond aantastbaar zijn.⁵⁷⁰

Met betrekking tot artikel 1:75 lid 3 Wft vermeldt de Parlementaire Geschiedenis dat indien een uitgevende instelling geen goedgekeurd prospectus verkrijgbaar heeft gesteld, de uitgevende instelling geen aanwijzing opgelegd kan krijgen waarin wordt opgelegd om 'kopers' van die effecten de mogelijkheid te bieden hun koopovereenkomst te heroverwegen.⁵⁷¹ Individuele cliënten dienen niet via een aanwijzing te worden beschermd. Individuele gedupeerden kunnen via het civiele recht hun rechten veilig stellen.

(3) Richland Real Estate

Casus. Richland Real Estate (RRE) biedt kavels grond aan. Deze kavels worden vervolgens opgedeeld en weer verkocht aan derden. RRE biedt vervolgens aan de percelen te verzorgen en te onderhouden. De percelen worden verkocht met het oog op een bestemmingswijziging.

Besluit en bezwaar. Bij besluit van 17 november 2008 heeft de AFM RRE een aanwijzing gegeven. In bezwaar is deze aanwijzing deels herroepen en zij luidt na bezwaar: RRE dient het aanbieden van beleggingsobjecten gestaakt te houden, dient de website www.richland.nl hierop aangepast te houden en dient binnen dertig werkdagen na het vervallen van de getroffen voorlopige voorziening het beheer van reeds gesloten overeenkomsten te stoppen, tot het moment waarop is voldaan aan de toepasselijke wet- en regelgeving. RRE dient eveneens, aan de AFM, alle schriftelijke stukken te verstrekken waaruit blijkt dat zij met dit beheer is gestopt.

Beroep. De rechtbank dient te beoordelen of er sprake is van een beleggingsobject in de zin van artikel 1:1 Wft.⁵⁷² Naar het oordeel van de rechtbank is dit het geval. Zoals het CBb heeft overwogen in de uitspraak van 30 januari 2007⁵⁷³ is een beleggingsobject niet slechts de koopovereenkomst ten aanzien van de grond, maar het geheel aan afspraken tussen partijen. Uit de brochures blijkt dat melding wordt gemaakt van 'een interessant rendement' en 'een aanzienlijke waardestijging' en er wordt een verwacht rendement gecijferd.

De tweede vraag die voorligt is of de aanwijzing van de AFM niet in strijd is met artikel 1:75 lid 3 Wft. Hierbij dient onder het 'strekken tot aantasting van de overeenkomst', gelet op de ratio van die bepaling om de belangen van die derden te beschermen, mede te worden begrepen de situatie dat een aanwijzing in redelijkheid onvermijdelijk de aantasting van overeenkomsten tot gevolg

569 Rb. Rotterdam 5 april 2005, ECLI:NL:RBROT:2005:AT3564, JOR 2005/126, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en J.A.F. Peters, nr. 6.

570 Zie Rb. Den Haag 19 januari 2005, JOR 2005/41, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol; Rb. Breda 20 augustus 2002, JOR 2002/178; Rb. Arnhem 17 september 2003, JOR 2003/285.

571 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41, p. 62.

572 Rb. Rotterdam 29 april 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BM6488.

573 CBb 30 januari 2007, ECLI:NL:CBB:2007:AZ9465, zie r.o. 5.2.

heeft.⁵⁷⁴ Feitelijke aantasting (niet-nakoming) of contractsovername kunnen ook onder dit lid vallen.

De door de AFM voorgestane lezing dat artikel 1:75 lid 3 Wft slechts een aanwijzing verbiedt indien die tot doel heeft (individuele) overeenkomsten met derden aan te tasten, kan niet worden gevolgd reeds omdat dit de bepaling zinledig zou maken: de bedoeling is namelijk het naleven van de Wft.⁵⁷⁵ De verwijzing van de AFM naar de uitspraak van de rechtbank van 4 mei 2007,⁵⁷⁶ bevestigd door het CbB bij uitspraak van 19 mei 2009,⁵⁷⁷ stuit af op de omstandigheid dat artikel 1:75 lid 3 Wft daarin toepassing miste. Kortom, het beroep slaagt op dit punt. RRE heeft artikel 2:55 lid 1 Wft overtreden door zonder een vergunning beleggingsobjecten aan te bieden. De aanwijzing om te stoppen met het beheren van de reeds afgesloten overeenkomsten en deze gestopt te houden is echter in strijd met artikel 1:75 lid 3 Wft.

Hoger beroep. In hoger beroep wordt zowel RRE als de AFM niet-ontvankelijk verklaard omdat RRE op 22 november 2011 heeft opgehouden te bestaan.⁵⁷⁸

(4) A

Casus. A biedt beleggingsproducten aan zonder vergunning.

Besluit. De AFM heeft bij besluit van 20 juli 2010 aan A B.V. een last onder dwangsom opgelegd ex artikel 1:79 lid 1 Wft. Deze dwangsom strekt ertoe dat A binnen vijftig werkdagen na dagtekening van dit besluit: stopt en gestopt houdt met het aanbieden en dus ook het beheren van de overeenkomsten van beleggingsobjecten totdat aan de geldende regelgeving is voldaan en aan de AFM alle schriftelijke stukken ter beschikking stelt waaruit dit blijkt. De dwangsom ziet dan ook op een overtreding van artikel 2:55 lid 1 Wft.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. De voorzieningenrechter⁵⁷⁹ overweegt dat in de uitspraak van de meervoudige kamer van de rechtbank Rotterdam van 4 december 2009⁵⁸⁰ is geoordeeld dat een aanwijzing die strekt tot het staken van werkzaamheden ter zake van reeds gesloten overeenkomsten in strijd is met artikel 1:75 lid 3 Wft. De rechtbank heeft in die uitspraak geoordeeld dat de tekst van dit artikellid de aanwijzingsbevoegdheid van de toezichthouder uitdrukkelijk aan banden legt en dat de rechtszekerheid er aan in de weg staat dat de toezichthouder bevoegd is een aanwijzing te geven die

574 Rb. Rotterdam 29 april 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BM6488, zie r.o. 2.6.

575 Rb. Rotterdam 29 april 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BM6488, zie r.o. 2.7.

576 Rb. Rotterdam 4 mei 2007, ECLI:NL:RBROT:2007:BA4820.

577 CbB 19 mei 2009, ECLI:NL:CBB:2009:BI7113.

578 CbB 3 mei 2013, ECLI:NL:CBB:2013:CA0922 AB 2013/232, m.nt. R. Ortlep.

579 Rb. Rotterdam 10 november 2010, ECLI:NL:RBROT:2010:BN9381, JOR 2010/311, m.nt. S.M.C. Nuyten.

580 Rb. Rotterdam 4 december 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BK5632.

rechtstreeks tot gevolg heeft dat de overtreder de met de consumenten aangegane overeenkomsten openbreekt.⁵⁸¹

De voorzieningenrechter overweegt dat uit de wetsgeschiedenis van de Wft volgt dat dit artikel beoogt bestaande jurisprudentie met betrekking tot de aanwijzing te codificeren. De last onder dwangsom is een specifieke aanwijzing en niet valt in te zien dat voor een last onder dwangsom deze jurisprudentie niet zou gelden. De AFM kan dan ook niet worden gevolgd in haar standpunt dat de hierboven genoemde uitspraken met betrekking tot artikel 1:75 lid 3 Wft niet gevolgd behoeven te worden omdat de rechtszekerheid niet aan het openbreken van civielrechtelijke overeenkomsten bij toepassing van artikel 1:79 Wft in de weg staat. Naar het voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter dient het verbod om overeenkomsten open te breken hier ook te gelden. De voorlopige voorziening wordt toegewezen.

(5) Investerra

Casus. Investerra koopt interessante percelen grond op waarbij wordt gekeken naar de potentie van een locatie om een toekomstige bestemmingswijziging te ondergaan. Het betreft met name landbouw- of bosgronden. De aangekochte grotere grondstukken worden verkaveld en aan particuliere investeerders verkocht. In de koopovereenkomst wordt vastgelegd dat het de koop van een perceel landbouwgrond betreft en dat de koper die grond conform huidige bestemming zal gebruiken en dat hij daarnaast de intentie heeft de door hem gekochte grond te gebruiken voor beleggingsdoeleinden, waarbij wordt ingespeeld op waardevermeerdering door tijdsverloop en/of bestemmingswijziging. De koper heeft ook een aanbiedingsplicht aan Investerra dan wel aan een door Investerra aan te wijzen derde in geval van een bestemmingswijziging. Ook is overeengekomen dat de koper na een bestemmingswijziging 20% van de eventuele meerwaarde aan Investerra dient af te staan als de waardestijging plaatsvindt binnen 10 jaar en 10% na die 10 jaar.

Tevens wordt met de koper een overeenkomst gesloten waarin de koper verklaart Investerra te machtigen zijn bezit in gebruik te geven bij een agrariër welke door Investerra is geselecteerd. De pachtvergoeding komt toe aan Investerra. De AFM heeft Investerra meegedeeld dat zij vermoedt dat Investerra artikel 2:55 Wft overtreedt, waarin staat dat het verboden is om zonder vergunning beleggingsobjecten aan te bieden.

Besluit en bezwaar. Na onderzoek heeft de AFM Investerra meegedeeld voornemens te zijn een aanwijzing op grond van artikel 1:75 Wft te geven. Bij besluit van 8 november 2008 is de aanwijzing gegeven. In bezwaar is de aanwijzing gewijzigd en houdt de aanwijzing in reeds afgesloten overeenkomsten te staken, waartoe zij brieven aan de kopers dient te sturen dat zij het beheer heeft gestaakt. De overeenkomsten moeten dus worden opengebroken. Als zij dit niet doet zal Investerra geconfronteerd worden met nadere handhavingsmaatregelen.

581 Rb. Rotterdam 4 december 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BK5632, r.o. 2.3.

Voorlopige voorziening hangende bezwaar. De voorzieningenrechter oordeelt dat sprake is van een overtreding in de zin van artikel 2:55 lid 1 Wft.⁵⁸² De aanwijzing heeft echter tot gevolg dat Investerra het beheer van de gesloten overeenkomsten moet openbreken en dat lijkt op gespannen voet te staan met artikel 1:75 lid 3 Wft. De voorziening, inhoudende dat de aanwijzing wordt geschorst, wordt toegewezen.

Beroep. Dit voorlopige oordeel wordt in beroep bekrachtigd.⁵⁸³ De rechtbank overweegt dat de aanwijzing onmiskenbaar leidt tot aantasting van de overeenkomsten, waaronder de pachtovereenkomst met volmacht tussen Investerra en de consumenten, die immers mede betrekking op deze activiteiten van Investerra zal hebben. Dit is in strijd met artikel 1:75 lid 3 Wft. Het beroep van de AFM dat sprake is van doorkruising van publiekrechtelijke handhavingsbevoegdheden door civielrechtelijke verbintenissen maakt dit niet anders. De tekst van artikel 1:75 lid 3 Wft laat onverlet dat de aanwijzingsbevoegdheid aan banden is gelegd.⁵⁸⁴

Hoger beroep. In hoger beroep oordeelt het CBb⁵⁸⁵ echter dat artikel 1:75 lid 3 Wft niet strekt tot aantasting van de overeenkomsten tussen die persoon en derden. Dit houdt in dat er een verbod is om door middel van de aanwijzing met terugwerkende kracht in te grijpen in een tussen de financiële instelling en derden gesloten overeenkomst. De aanwijzing van de AFM is er op gericht de overtreding voor de toekomst te beëindigen en grijpt dus niet met terugwerkende kracht in de reeds gesloten overeenkomsten. Dat Investerra als gevolg van het uitvoeren van de aanwijzing mogelijk tekort zal schieten in de nakoming van de 'volmacht pachtovereenkomst' kan niet afdoen aan de bevoegdheid van de AFM om de aanwijzing te geven 'het beheer van de reeds afgesloten overeenkomst te staken'.⁵⁸⁶ Het CBb komt tot deze conclusie door aansluiting te zoeken bij artikel 1:23 Wft waar 'aantasting' ook voorkomt. Het CBb overweegt dat gezien de gelijklopende bewoordingen in beide bepalingen het op de weg van de wetgever had gelegen om indien de bedoeling was een van artikel 1:23 Wft afwijkende, ruimere, strekking aan artikel 1:75 lid 3 Wft te geven dit uitdrukkelijk toe te lichten. Een aanwijzing is, aldus de toelichting bij artikel 1:75 Wft,⁵⁸⁷ een reparatoire sanctie gericht op het beëindigen of ongedaan maken van de overtreding dan wel het voorkomen van herhaling

582 Rb. Rotterdam 25 november 2008, ECLI:NL:RBROT:2009:BG5385, JOR 2009/18. Bij besluit van 24 september 2010 heeft de AFM Investerra ook een boete opgelegd ad €24.000. Zie hiervoor Rb. Rotterdam 22 maart 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BW0946. Het betreft een overtreding op grond van artikel 2:55 Wft.

583 Rb. Rotterdam 4 december 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BK5632, JOR 2010/20.

584 Rb. Rotterdam 4 december 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BK5632, JOR 2010/20, zie r.o. 2.16.

585 CBb 7 april 2011, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538, JOR 2011/187, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol.

586 CBb 7 april 2011, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538, JOR 2011/187, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol, r.o. 5.11.

587 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41, p. 62.

ervan. De aanwijzing mag geen gebod bevatten voor een financiële instelling om overeenkomsten te wijzigen die met individuele cliënten zijn gesloten onder overtreding door de financiële instelling van een op grond van de wet gegeven bepaling. In de toelichting is aansluiting gezocht bij uitspraken van de rechtbank Rotterdam.⁵⁸⁸ Het CBb onderschrijft het standpunt van de AFM dat het in die uitspraken ging om overtredingen met het oog op het staken van het aanbod van de producten die reeds waren beëindigd. Daarom konden de op die overtredingen gebaseerde aanwijzingen slechts een reparatie naar het verleden tot doel hebben. Dit is de reden dat artikel 1:75 lid 3 Wft een verbod bevat om door middel van de aanwijzing met terugwerkende kracht in te grijpen in een tussen de financiële instelling en een derde gesloten overeenkomst. Deze aanwijzing in de onderhavige zaak is er evenwel op gericht de overtreding voor de toekomst te beëindigen. Dat dit consequenties heeft voor Investerra bij de uitvoering van de nakoming van de volmacht pachtovereenkomst kan hieraan niet afdoen.

Commentaar. Het CBb concludeert dat een aanwijzing gericht op reparatie naar de toekomst niet afstuit op artikel 1:75 lid 3 Wft. Hierbij wordt aansluiting gezocht bij artikel 1:23 Wft. Grundmann-van de Krol merkt echter op dat artikel 1:23 Wft een andere ratio heeft dan artikel 1:75 lid 3 Wft. Beide bepalingen spreken van aantastbaar maar dit begrip dient, aldus Grundmann-van de Krol, wel in perspectief te worden geplaatst.⁵⁸⁹ Artikel 1:75 Wft ziet op de bevoegdheid voor de toezichthouder om een aanwijzing te geven en zo een gedragslijn voor te schrijven. Dit voorschrijven heeft niets van doen met nietigheid of vernietigbaarheid van de door de overtreder gesloten overeenkomsten.

De stelling van Grundmann-van de Krol is goed verdedigbaar, in die zin dat de aanwijzing geen nietigheid of vernietigbaarheid in privaatrechtelijke zin oplevert. Wel houdt de aanwijzing in dat gesloten overeenkomsten dienen te worden aangepast.

De centrale vraag in deze zaak is of 'reparatie' van de overtreding naar de toekomst afstuit op artikel 1:75 lid 3 Wft. De lijn van de rechtbank Rotterdam is niet consistent geweest. De rechtbank Rotterdam heeft zich al eerder, in het kader van beroep naar aanleiding van besluiten van DNB, uitgelaten over de invulling van artikel 1:75 lid 3 Wft. De rechtbank Rotterdam heeft in een uitspraak van 4 mei 2007 geoordeeld dat een aanwijzing mag inhouden om reeds gesloten overeenkomsten te beëindigen of te wijzigen indien het voortduren van die overeenkomsten impliceert dat ook de overtreding voortduurt.⁵⁹⁰ Frielink merkt in zijn noot onder die uitspraak op dat de uitspraak

588 Rb. Rotterdam 28 januari 2005, ECLI:NL:RBROT:2005:AS4473, *JOR* 2005/68, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en Rb. Rotterdam 5 april 2005, ECLI:NL:RBROT:2005:AT3564, *JOR* 2005/126, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol en J.A.F. Peters.

589 CBb 7 april 2011, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538, *JOR* 2011/187, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol.

590 Rb. Rotterdam 4 mei 2007, ECLI:NL:RBROT:2007:BA4820, *JOR* 2007/155, m.nt. K. Frielink. In hoger beroep heeft het CBb zich niet verder uitgelaten over de reikwijdte van artikel 1:75 lid 3 Wft: CBb 19 mei 2009, ECLI:NL:CBB:2009:BI7113, *JOR* 2009/229, m.nt. V.H. Affourtit en J.F. De Groot.

in ieder geval in strijd is met de letterlijke tekst van artikel 1:75 lid 3 Wft. Met de latere uitspraak inzake Investerra van 4 december 2009 wijkt de rechtbank Rotterdam af van de lijn van 4 mei 2007, omdat de rechtbank oordeelt dat de aanwijzing onmiskenbaar zal leiden tot aantasting van de overeenkomsten en daarom in strijd is met artikel 1:75 lid 3 Wft. Het CBb heeft in de Investerra uitspraak in ieder geval duidelijkheid over de bestuursrechtelijke lijn gebracht.

Het CBb heeft deze discussie beëindigd door te concluderen dat een aanwijzing inhoudend het staken en gestaakt houden van in strijd met de Wft gesloten overeenkomsten toegestaan is, omdat een dergelijke aanwijzing niet met terugwerkende kracht ingrijpt in reeds gesloten overeenkomsten en erop gericht is de overtreding voor de toekomst te beëindigen.⁵⁹¹ Opmerkelijk is dat het CBb overweegt dat de wetgever het verschil tussen 'aantasting' in de artikelen 1:75 en 1:23 Wft beter had moeten toelichten. Dit, terwijl in de Parlementaire Geschiedenis bij artikel 1:75 lid 3 Wft is opgemerkt dat de aanwijzing geen gebod kan bevatten voor een financiële onderneming om overeenkomsten te (laten) wijzigen die met individuele cliënten zijn gesloten onder overtreding door de financiële instelling van een op grond van de wet gegeven bepaling.⁵⁹² Het betreft een reparatoire sanctie die is gericht op het beëindigen of ongedaan maken van een overtreding van een publiekrechtelijk voorschrift. De doelstelling van de wet reikt namelijk niet zover dat individuele cliënten door de toezichthouder via een aanwijzing worden beschermd wanneer een financiële instelling waarmee de individuele cliënt een contractuele relatie heeft een ingevolge de wet gegeven voorschrift heeft overtreden.⁵⁹³ Als voorbeeld wordt hierbij gegeven dat een aanwijzing geen gebod kan bevatten om kopers van uitgegeven effecten zonder goedgekeurde prospectus de mogelijkheid te bieden hun koopovereenkomst te heroverwegen.⁵⁹⁴

Het resultaat van de uitspraak van het CBb is dat via deze aanwijzing Investerra wordt gedwongen tot wanprestatie dan wel opzegging van de overeenkomsten. De individuele belangen van de consumenten en de omstandigheden waaronder de individuele overeenkomsten zijn afgesloten, worden via deze weg niet meegewogen.⁵⁹⁵ De privaatrechtelijke weg is daar bij uitstek wel geschikt voor. Gedacht kan worden aan de informatieplichten en onderzoeksplichten bij dwaling, de afweging van belangen via de redelijkheid en billijkheid, de informatieplichten bij de privaatrechtelijke zorgplicht en het eigen risico bij de eigen schuld. De financiële instelling wordt door het CBb echter gedwongen de uitvoering van de overeenkomsten te staken, zonder dat vaststaat dat voor dit staken een privaatrechtelijke grondslag bestaat. De aanwijzing van de AFM heeft zo privaatrechtelijke gevolgen zonder dat het privaatrechtelij-

591 CBb 7 april 2011, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538, *JOR* 2011/187, m.nt. C.M. Grundmann-van de Krol.

592 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41, p. 62.

593 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41, p. 63.

594 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41, p. 62.

595 De AFM heeft bij besluit van 24 september 2010 een boete ad €24.000 opgelegd aan Investerra. Deze boete is te kennen uit Rb. Rotterdam 22 maart 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BW0946. Het betreft hetzelfde feitenkader, maar een andere, voor het onderhavige onderwerp niet relevante overtreding.

ke kader is meegenomen. Ik acht dat ongelukkig. In paragraaf 5.6.6.3 ga ik hier nader op in.

(6) Grond en Vastgoed Specialisten Nederland B.V.

Casus. Grond en Vastgoed Specialisten Nederland B.V. (GVSN) richt zich op de verkoop van gronden om ze vervolgens weer te verpachten.

Besluit. Bij besluit van 22 april 2009 heeft de AFM GVSN een aanwijzing gegeven op grond van artikel 1:75 lid 3 Wft. De aanwijzing houdt in dat GVSN het aanbieden van beleggingsobjecten stopt, het beheren van reeds afgesloten overeenkomsten stopt en alle schriftelijke stukken aan de AFM verstrekt waaruit blijkt dat het beheer is gestaakt.⁵⁹⁶

Beroep. In beroep heeft de rechtbank GVSN in het gelijk gesteld voor zover het gaat om het tweede gedeelte van de aanwijzing voor zover het gaat om reeds afgesloten overeenkomsten te staken.

Hoger beroep. In beroep verwijst het CBb naar de uitspraak inzake Investerra.⁵⁹⁷ Een aanwijzing die erop gericht is de overtreding voor de toekomst te beëindigen en niet ingrijpt met terugwerkende kracht in reeds gesloten overeenkomsten, is niet in strijd met artikel 1:75 lid 3 Wft. Het CBb oordeelt dat het hoger beroep van de AFM gegrond is.

5.6.6.3 Afronding

Op grond van artikel 1:75 Wft kan de AFM aan een financiële instelling aanwijzingen geven. Deze aanwijzing mag er echter niet toe strekken dat overeenkomsten tussen de entiteit en derden worden aangetast.

De uitkomst van de uitspraken inzake Investerra en GVSN zijn, vanuit het uitgangspunt dat overeenkomsten met derden niet aangetast mogen worden, opmerkelijk te noemen. In letterlijke zin tasten de aanwijzingen overeenkomsten met derden niet rechtstreeks aan. Maar Investerra en GVSN worden, willen zij uitvoering geven aan de aanwijzingen, wel gedwongen tot wanprestatie. Dit roept verschillende vragen op. Wat nu als de consument tevreden is over de overeenkomst en deze helemaal niet wenst te beëindigen? Op welke grond dient de overeenkomst dan beëindigd te worden? Dient bijvoorbeeld Investerra de uitvoering van haar verplichtingen te staken en derhalve wanprestatie te plegen? Of dient zij de overeenkomst op te zeggen, maar op welke grond dient deze opzegging dan te geschieden? Wat als de consument een vordering tot nakoming instelt en de civiele rechter Investerra veroordeelt tot nakoming? Naar mijn mening heeft de voorzieningenrechter terecht geoordeeld dat er

⁵⁹⁶ Besluit van 22 april 2009, kenbaar uit CBb 15 juli 2013, ECLI:NL:CBB:2013:66.

⁵⁹⁷ CBb 15 juli 2013, ECLI:NL:CBB:2013:66.

sprake is van doorkruising van de civiele overeenkomsten. De bestuursrechtelijke handhaving raakt het privaatrecht hier op een onwenselijke manier. Immers bij het verstrekken van de aanwijzing worden de individuele belangen en omstandigheden die een rol spelen of hebben gespeeld bij het sluiten van de overeenkomst niet meegewogen. Deze omstandigheden worden wel in een civiele procedure, die daarvoor bij uitstek geschikt is, meegewogen, bijvoorbeeld via de onderzoeksplicht of waarschuwingsplicht in het kader van dwaling, via de redelijkheid en billijkheid, de eigen schuld etc. Individuele contractspartijen staan voldoende civiele rechtsmiddelen ter beschikking om te overeenkomst aan te passen, te ontbinden of schadevergoeding te krijgen.

Daarnaast betwijfel ik of het CBb de bepaling wel uitlegt conform de wetsgeschiedenis. In de wetsgeschiedenis is immers vermeld dat een aanwijzing geen gebod mag bevatten voor een financiële instelling om een overeenkomst te (laten) wijzigen die met individuele cliënten is gesloten onder overtreding door de financiële onderneming van een op grond van de wet gegeven bepaling.⁵⁹⁸ Een aanwijzing reikt namelijk niet zover dat een individuele cliënt door een toezichthouder wordt beschermd, wanneer een persoon waarmee de individuele cliënt een contractuele relatie heeft een ingevolge de wet gegeven voorschrift heeft overtreden, aldus de Memorie van Toelichting.

5.6.7 *Iustum pretium*

Op grond van artikel 86c BGfo (artikel 149a BGfo oud) geldt een provisieverbod. Dit houdt in dat een aanbieder, bemiddelaar of adviseur voor het bemiddelen of adviseren inzake een complex product rechtstreeks of middellijk geen provisie mag ontvangen die niet noodzakelijk is voor het mogelijk maken van de dienstverlening. Op grond van het tweede lid mogen provisies niet kennelijk onredelijk zijn gelet op de aard en reikwijdte van de dienstverlening. Hierbij wordt in aanmerking genomen of het bedrag dat de bemiddelaar of adviseur in rekening brengt, onredelijk is gezien het aantal uren dat aan het advies is besteed. Is het aantal uren dat aan het advies is besteed onredelijk gezien de reikwijdte van het advies? Is de reikwijdte van het advies onredelijk gezien de adviesvraag van de consument en is het uurtarief dat de bemiddelaar of adviseur in rekening brengt onredelijk gelet op zijn specialisatiegraad?⁵⁹⁹ Ook wordt in acht genomen wat in de branche gebruikelijk is.

(1) CAS

Casus. CAS is een advies- en bemiddelbureau bij het sluiten en oversluiten van beleggingsverzekeringen zoals levensverzekeringen, schadeverzekeringen en

⁵⁹⁸ *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 41, p. 62.

⁵⁹⁹ *Stb.* 2011, 515, p. 15.

hypothecair krediet. In de periode september 2012 tot en met november 2012 heeft de AFM onderzoek gedaan naar vergoedingen die CAS in rekening heeft gebracht voor het adviseren over en bemiddelen in het oversluiten van beleggingsverzekeringen. CAS benadert klanten telefonisch en plant daarna een huisbezoek. CAS brengt volgens het zogenaamde inducementbeleid een uurtarief van €150 in rekening voor advieswerk en €75 voor administratieve werkzaamheden. De AFM heeft berekend dat CAS gemiddeld tussen de 3,5 en 4,2 uur nodig heeft voor advies.

De AFM heeft vijf dossiers aan een nadere inspectie onderworpen. In alle vijf de dossiers komt de AFM tot de conclusie dat de in rekening gebrachte tarieven kennelijk onredelijk zijn, gelet op de aard en de reikwijdte van de dienstverlening die CAS heeft verricht. Het aantal uren dat nodig is wijkt sterk af van het aantal uren dat in rekening is gebracht. CAS heeft ook niet kunnen aantonen dat zij het aantal in rekening gebrachte uren ook daadwerkelijk heeft gemaakt. Uit de door de AFM 181 onderzochte marktpartijen komt naar voren dat adviseurs gemiddeld 3,5 tot 4,2 uur nodig hebben voor advies. Uit de zienswijze van CAS zelf komt naar voren dat er ongeveer 3 tot 3,75 uur nodig is voor een adviesgesprek, de adviescontrole en het onderhouden van contact met de klant en de overdragende en de overnemende partij. De 10 uur die CAS in rekening heeft gebracht is dan ook kennelijk onredelijk.

Besluit. De AFM oordeelt dat artikel 149a lid 1 BGfo (oud) heeft overtreden. Het basis bedrag is €2.000.000. Gelet op de draagkracht verlaagt de AFM de boete tot 5% van het basisbedrag te weten €100.000.

Beroep: In beroep wordt het besluit vernietigd.⁶⁰⁰ De rechtbank overweegt dat het uitgangspunt van de wetgever is:

‘dat bemiddelaars en adviseurs in beginsel vrij zijn om met de cliënt een beloning overeen te komen. Mede gelet op het gebruik van het woord ‘kennelijk’ in artikel 149a, tweede lid, aanhef en onder a, van het BGfo en de zinsnede “evident afbreuk doen aan het belang van de cliënt” in de Nota van toelichting op de wijziging van het BGfo per 1 januari 2012 moet uit de door de AFM aangevoerde feiten en omstandigheden blijken dat de in rekening gebrachte provisies duidelijk te hoog zijn gelet op de aard en reikwijdte van de dienstverlening.’⁶⁰¹

Het betreft een *fixed fee*, waardoor het inbouwen van een zekere marge niet onredelijk is, aldus de rechtbank. De AFM heeft niet deugdelijk onderbouwd wat het gebruikelijke aantal uren in de branche is. Het besluit wordt dan ook niet in stand gelaten.

600 Rb. Rotterdam 4 juni 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:3892.

601 Rb. Rotterdam 4 juni 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:3892, r.o. 3.3.

Afronding

De norm van artikel 86c Bgfo bepaalt dat de hoogte van de beloning die de adviseur of bemiddelaar in rekening brengt bij de cliënt 'niet kennelijk onredelijk' mag zijn gelet op de aard en reikwijdte van de dienstverlening. In de tot op heden enige uitspraak wordt het artikel ook gebruikt voor te veel in rekening gebrachte uren. In casu kan heel goed sprake geweest zijn van een poging tot het omzeilen van de onderhavige regeling door meer uren in rekening te brengen. De AFM past de regeling echter ook op te veel in rekening gebrachte uren toe.

5.6.8 Conclusie

In deze paragraaf zijn, aan de hand van besluiten van de AFM, zorgplichten, waaronder informatieplichten en bijzondere zorgplichten, misleidende informatie en de doorwerking van aanwijzingen in private verhoudingen aan bod gekomen. Om onnodige herhaling te voorkomen verwijs ik voor nadere conclusies met betrekking tot deze paragraaf naar paragraaf 5.7.

5.7 CONCLUSIE

De financiële markten zijn in korte tijd onder publiekrechtelijk toezicht komen te staan.⁶⁰² Aanvankelijk werd de financiële dienstverlening volledig beheerst door het verbintenissenrecht. Gezien de specifieke kenmerken van de markt, waaronder de strategische functie van banken en verzekeraars, de ondoorzichtigheid van de risico's, de invloed op de financiële positie van consumenten en de internationale verwevenheid van de markten, is hier in de twintigste eeuw verandering in gekomen. Het publieke belang en de zwakkere partij kunnen door het publiekrechtelijke toezicht beter beschermd worden, is de achterliggende gedachte. Het privaatrecht zou vooral belangrijk blijven bij schadeveroorzakende overtredingen.

Met de introductie van de Wet op het financieel toezicht (Wft) in 2007 is er een raamwerk gekomen voor de financiële toezichtswetgeving, die tot de inwerkingtreding van de Wft sectoraal was ingericht. De invloed van het Europese recht daarbij op de Nederlandse wet- en regelgeving is aanzienlijk te noemen. Zo zijn de Richtlijn marktmisbruik, de Prospectusrichtlijn en de MiFID in de Wft geïmplementeerd. Doelstelling van de Europese verordeningen en richtlijnen is met name harmonisatie van de regels, vanwege de interne markt en een gelijksoortig toezicht in de Unie.

Het toezicht op de financiële markten is in de Wft onderverdeeld in prudentieel en gedragstoezicht. Gedragstoezicht ziet onder meer op de verhoudin-

⁶⁰² Zoals is geschetst in par. 5.1.

gen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten. Het ken-uw-clientbeginsel, het provisieverbod en de 'best-execution' verplichting zijn voorbeelden van gedragstoezicht.

Een aspect van de relatie tot het privaatrecht is in de Wft expliciet neergelegd in artikel 1:23 Wft. Hierin is bepaald dat de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling die is verricht in strijd met de bij of krachtens de Wft gestelde regels niet op grond van artikel 3:40 lid 2 BW aantastbaar is. Acties op grond van dwaling, misleiding of wanprestatie blijven in contractuele relaties wel mogelijk. Buiten- of precontractueel kan een actie op grond van onrechtmatige daad worden ingesteld.

Binnen het gedragstoezicht zijn verschillende privaatrechtelijke regels omgezet in publiekrechtelijke normen. Het bekendste voorbeeld hiervan zijn de verschillende zorgplichten. Door deze vertaling van zorgplichten vanuit het civiele recht naar het bestuursrecht vervaagt het onderscheid tussen de zorg- en informatieplichten uit het civiele recht (dwaling) en de informatieplichten in het bestuursrecht (zoals het verstrekken van informatie voor de verkoop aangaande een adres, KvK-nummer etc.).

Diverse zorgplichten

In het kader van paragraaf 5.6 worden onder de term 'civiele zorgplicht' enerzijds begrepen de civiele informatieplichten en anderzijds de overige (onderdelen van de) zorgplichten. De informatieplichten bestaan uit de onderzoeksplicht (het informeren van zichzelf) en de mededelings- of waarschuwingsplicht (het moeten informeren van de ander). Met het begrip informatieplichten wordt aansluiting gezocht bij de manier waarop de informatieplicht onder andere in het dwalingsleerstuk gehanteerd wordt. De zogenaamde basale informatieplichten, adresgegevens, KvK-nummer etc., zijn in dit kader buiten beschouwing gelaten, omdat deze niet in de Wft voorkomen. Onder de overige (onderdelen van de) zorgplichten wordt met name de bescherming van de zwakkere partij verstaan.

Bij de bijzondere zorgplichten wordt, vanuit de maatschappelijke positie van deskundige dienstverleners, een actievare houding van de banken en financiële instellingen verwacht. Er geldt een verdergaande waarschuwingsplicht en om aan deze plicht te voldoen dienen de financiële dienstverleners ook verdergaand onderzoek te doen naar onder meer de wensen en verwachtingen van de cliënten.

De doelstelling van de publiekrechtelijke informatieplichten is, als besproken in deze paragraaf, het inzichtelijk maken van complexe en financiële producten. Het betreft het compenseren van het gebrek aan kennis en professionaliteit bij de (particuliere) cliënt. De doelstelling van de privaatrechtelijke informatieplichten is enigszins anders, namelijk het voorkomen van onjuiste beeldvorming omtrent de financiële producten. Het uitgangspunt bij de privaatrechtelijke informatieplichten is de eigen verantwoordelijkheid van de cliënt, al worden de omstandigheden van het individuele geval meegenomen.

De informatieplichten in de Wft vertonen meer kenmerken van de ‘klassieke’ civielrechtelijke informatieplichten (mededelings- of waarschuwingsplicht), dan de van oorsprong ‘klassieke bestuursrechtelijke informatieplichten’ waar het verstrekken van ‘basale gegevens’ centraal staat. De informatieplichten en zorgplichten in het civiele recht en in het bestuursrecht zijn dan ook moeilijk in te delen in ‘klassiek privaatrecht’ of ‘klassiek bestuursrecht’.

Informatieplichten

Uit de besluiten met betrekking tot informatieplichten op grond van artikel 4:19 en 4:20 Wft komt naar voren dat de bestuursrechter en de civiele rechter verschillend kunnen oordelen over vergelijkbare feiten met betrekking tot de vraag of er voldoende is geïnformeerd door de financiële instelling.⁶⁰³ Zo laat de bestuursrechter geen ruimte aan de financiële instelling om de informatie omtrent risico's over te laten aan een externe adviseur.⁶⁰⁴ Ook als sprake is van bijvoorbeeld *execution only*-diensten, is er een zelfstandige informatieplicht.⁶⁰⁵ De civiele rechter daarentegen houdt bij de beoordeling wel rekening met het feit dat de consument al is geïnformeerd door bijvoorbeeld een externe adviseur. Immers de consument beschikt dan wel over de vereiste informatie. Hier komt tot uitdrukking dat het privaatrecht en het bestuursrecht een verschillende doelstelling hebben. Het publiekrecht streeft het algemene belang na, de financiële instelling moet informeren, ongeacht of de consument al door een ander is geïnformeerd. Het privaatrecht stelt echter het individuele belang centraal: is de individuele consument, in het concrete geval, geïnformeerd?

Deze verschillende benadering als gevolg van de verschillende doelstellingen van het privaatrecht en het bestuursrecht komt ook naar voren bij de informatieplichten in bijvoorbeeld het Dela-besluit.⁶⁰⁶ De AFM overweegt dat de verstrekte informatie wordt beoordeeld op grond van artikel 4:19 Wft. Niet wordt beoordeeld of de consument daadwerkelijk is misleid door de informatie. De gemiddeld geïnformeerde, omzichtige oplettende niet-professionele belegger is hierbij het uitgangspunt.

Op grond van artikel 19, derde lid, MiFID dient het informeren van consumenten ‘passend’ te gebeuren. Dit mag in gestandaardiseerde vorm gebeuren. De AFM lijkt echter een strengere maatstaf aan te leggen waaruit volgt dat standaardexoneraties niet zomaar voldoen.⁶⁰⁷ Evenmin is het ‘uitdrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen’ waarschuwen, een eis die zwaarder is dan ‘passend’ waarschuwen, in het prospectus voldoende. Het ‘uitdrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen’ waarschuwen komt uit de (civiele)

603 Zie Besluit inzake SNS, par. 5.6.2.4, nr. 4.

604 Ibid, zie onder commentaar.

605 Ibid, zie onder commentaar.

606 Zie besluit inzake Dela, par. 5.6.2.4, nr. 3.

607 Zie besluit inzake A, par. 5.6.2.4, nr. 2.

rechtspraak.⁶⁰⁸ In de literatuur wordt opgemerkt dat deze in de civiele rechtspraak gehanteerde eis van 'uitdrukkelijk en in niet mis te verstane bewoordingen' waarschuwen, een formulering is die ruimte aan de civiele rechter geeft om strengere eisen te stellen aan het infomeren dan op grond van de MiFID noodzakelijk is. Het bestuursrecht en het civiele recht zouden dan uiteen lopen. De AFM lijkt echter de strengere eis tot informeren, afgeleid uit de civiele rechtspraak, tot uitgangspunt te hebben genomen. Hiermee zouden het privaatrecht en het bestuursrecht niet uit elkaar lopen. Wel is dan het gevolg dat ook de AFM ook een strengere maatstaf aanlegt dan de MiFID. Het beoogde doel van de MiFID, namelijk maximumharmonisatie, komt hiermee in gevaar.

Uit de besluitvorming van de AFM volgt ook dat de bestuursrechtelijke weg en de privaatrechtelijke weg bij de beoordeling van de privaatrechtelijke en de bestuursrechtelijke informatieplichten van elkaar verschillen op het punt van de sanctionering.⁶⁰⁹ De bestuursrechter weegt de omstandigheden mee bij de bepaling van de hoogte van de boete. In het privaatrecht zouden de omstandigheden van het geval via de redelijkheid en de billijkheid meegewogen worden. Immers de bestuursrechtelijke informatieplicht ontbeert het kader van de redelijkheid en de billijkheid.⁶¹⁰

Bijzondere zorgplichten

De (bijzondere) zorgplicht als bedoeld in artikel 4:23 Wft vraagt een actieve opstelling van de financiële dienstverlener. De financiële instelling die een consument of cliënt adviseert of een individueel vermogen beheert voor de cliënt, dient informatie in te winnen over zijn financiële positie, kennis ervaring, doelstellingen en risicobereidheid (sub a). Het advies of de wijze van beheer van het vermogen, wordt door de instelling gebaseerd op de ingewonnen informatie als bedoeld in sub a van artikel 4:23 Wft (sub b).

De bestuursrechtelijke zorgplicht is een vertaling van de civielrechtelijke zorgplicht, alhoewel de AFM zelf aangeeft dat de bestuursrechtelijke zorgplicht gebaseerd is op meerdere bronnen.⁶¹¹ Deze civielrechtelijke zorgplicht is ontwikkeld in de arresten omtrent optiehandel en is verder ontwikkeld in de effectenlease-zaken. De civielrechtelijke bijzondere zorgplicht is gebaseerd op de redelijkheid en de billijkheid en strekt ertoe particuliere wederpartijen te beschermen tegen de gevaren van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. De zorgplicht is daarbij afhankelijk van de omstandigheden van het geval, waarbij de deskundigheid en ervaring van de betrokken wederpartij, de ingewikkeldheid van het beleggingsproduct en de daaraan verbonden risico's

608 HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799 (*Fortis/Bourgonje*).

609 Zie besluit inzake A, par 5.6.2.4, nr. 2.

610 Zie ook Scheltema & Scheltema 2009, p. 64.

611 Besluit AFM inzake SNS 12 augustus 2009, zie par. 5.6.3.9.

en de regelgeving tot nakoming waarvan de (effecten)instelling is gehouden met inbegrip van de gedragsregels dienen te worden meegewogen.⁶¹²

De MiFID heeft de gedragsregels voor financiële instellingen geharmoniseerd. Men kan zich afvragen of in het MiFID-tijdperk er nog wel ruimte is voor verschil tussen de bestuursrechtelijke zorgplicht en de civielrechtelijke zorgplicht. Als de privaatrechtelijke zorgplicht niet verder zou mogen reiken dan de publiekrechtelijke zorgplicht, wordt miskend dat Nederland een stelsel van dubbele zorgplichten kent, namelijk de publiekrechtelijke en privaatrechtelijke zorgplichten.⁶¹³ In de literatuur wordt opgemerkt dat het privaatrecht een zekere autonomie dient te behouden ten opzichte van de publiekrechtelijke gedragsregels.⁶¹⁴ Dit zou alleen mogelijk zijn als het privaatrecht een bemiddelende rol vervult tussen de bestuursrechtelijke gedragsregels en de individuele verhouding tussen die bank en die cliënt. Publiekrechtelijke regels werken in dat geval door bij de invulling van privaatrechtelijke regels.

Onvermijdelijk is echter dat de invulling van de regels op beide terreinen uiteen zal lopen. Immers het individueel geval vraagt om een andere interpretatie dan wanneer de regel geabstraheerd wordt toegepast.⁶¹⁵ Verder kan de privaatrechtelijke zorgplicht niet zonder meer op één lijn gesteld worden met de publiekrechtelijke zorgplicht. Immers de privaatrechtelijke zorgplicht is ingebed in een kader van redelijkheid en billijkheid en deze wordt niet meegenomen bij de bestuursrechtelijke beoordeling. Het is dan ook onvermijdelijk dat de privaatrechtelijke zorgplichten anders ingevuld worden dan de bestuursrechtelijke zorgplichten.

Overkreditering

Artikel 4:34 Wft is uitgewerkt in artikel 115 BGfo. Op grond van artikel 115 BGfo dienen financiële instellingen normen op te stellen die overkreditering voorkomen. De AFM mag alleen toetsen of deze criteria zijn opgesteld en of ze worden toegepast. De AFM hecht veel belang aan deze gedragscodes. Afwijking van deze codes impliceert overtreding van artikel 4:34 Wft. Dit volgt onder meer uit het besluit DSB en Postbank.⁶¹⁶

Daarnaast laat de AFM zich, met betrekking tot de invulling van de open normen in relatie tot overkreditering, uit in rapporten. In de DSB en Rabobank-besluiten vult de AFM de gedragscode in aan de hand van het door de AFM opgestelde rapport 'Kwaliteit advies en transparantie bij hypotheek'. De AFM

612 HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184, JOR 2009/200, m.nt. C.W.M. Lieverse (*GeSP/Aegon*), r.o. 4.6.2.

613 Conclusie plv. P-G De Vries Lentsch-Kostense 5 juni 2009, ECLI:NL:PHR:2009:BH2815, sub 3.21 (conclusie voor arrest HR 5 juni 2009, NJ 2012/182).

614 Cherednychenko 2010, p. 77.

615 De overweging van de rechtbank Den Haag, dat schending van de toezichtsnormen in de regel zal betekenen dat er onrechtmatig is gehandeld, lijkt mij dan ook niet zomaar juist, zie Rb. Den Haag 14 januari 2015, ECLI:NL:RBDHA:2015:272.

616 Zie besluit inzake DSB, par. 5.6.4.2, nr. 1 en besluit inzake Postbank, par. 5.6.4.2, nr. 2.

speelt dan ook een zeer actieve rol bij de invulling van de open normen bij overkreditering.

De AFM hanteert een ruime opvatting van het bepaalbaarheidsgebod door te overwegen dat de kenbaarheid van de open norm kan volgen uit de civiele zorgplicht, ongeacht of wet- en regelgeving op dat moment expliciete invulling aan die open norm hebben gegeven.⁶¹⁷

De civiele rechter vult de zorgplicht met betrekking tot het tegengaan van overkreditering in aan de hand van de redelijkheid en billijkheid en de daarbij in acht te nemen omstandigheden. De uitkomst kan daarbij ook zijn dat de redelijkheid en billijkheid er aan in de weg staat dat een kredietnemer gedwongen wordt aan zijn kredietverplichtingen te voldoen.

Van Poelgeest pleit ervoor dat de bestuursrechter naar het geheel van de norm kijkt, zonder iedere bepaling uit een gedragscode naast het door de financiële ondernemingen gehanteerde beleid te houden.⁶¹⁸ Hij pleit eigenlijk voor een meer civiele toets voor de beantwoording van de vraag of er sprake is van overkreditering. Dit zou naar mijn mening de eenheid van het recht wel ten goede komen.

Bedacht dient steeds te worden dat de bescherming van consumenten via het privaatrecht en het publiekrecht berust op een verschillende invalshoek. Het privaatrecht beoogt van oorsprong de individuele belangen te behartigen van partijen, het bestuursrecht het algemeen belang waarbij individuele belangen in principe geen rol spelen. Voor ondernemers en banken kan dit verwarrend zijn. De privaatrechtelijke zorgplicht is niet één op één te vergelijken met de publiekrechtelijke zorgplicht. Ook bij overkreditering geldt dat de privaatrechtelijke zorgplicht daarom niet zomaar gelijk is aan de bestuursrechtelijke zorgplicht. Het beoordelingskader is immers anders.

Zorgplichten als open normen en artikel 7 EVRM

De verschillende zorgplichten zijn als open normen geformuleerd. Zo is onder meer artikel 4:23 Wft niet nader door de Wft ingevuld. Welke gegevens en informatie ingewonnen dienen te worden en wanneer een advies passend is, is dan ook niet exact aan te geven en zal per geval kunnen verschillen.

Een open norm die gehandhaafd wordt met een punitieve sanctie, staat evenwel op gespannen voet met het kenbaarheids- of bepaalbaarheidsvereiste van artikel 7 EVRM. Hieruit vloeit voort dat, voordat overtreding van een open norm beboet kan worden, voldoende duidelijk en kenbaar dient te zijn voor de justitiabele wanneer sprake is van een overtreding. Om aan dit kenbaarheidsvereiste te voldoen zijn door de AFM beleidsregels opgesteld.

De rechtbank Rotterdam heeft, in relatie tot artikel 4:23 Wft, wel een inhoudelijke norm ontwikkeld met betrekking tot geschikte advisering en in

617 Zie Besluit op bezwaar AFM inzake DSB, par. 5.6.4.2, nr. 1. http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/dsb_besliss_bezwaar_art434_1_2_wft.ashx. Zie ook Van Tuyll 2012, p. 37.

618 J.M. van Poelgeest, *JOR* 2013/280.

samenhang daarmee een bewijslastregel.⁶¹⁹ Deze inhoudelijke norm houdt in dat geschikte advisering niet betekent dat het best mogelijke advies wordt gegeven. Maatgevend is of, gelet op basis van de ingewonnen gegevens, het advies – naar objectieve maatstaven – in redelijkheid kan worden gegeven.⁶²⁰

De AFM verweerde zich tegen de kritiek dat open normen op gespannen voet staan met artikel 7 EVRM aanvankelijk met de stelling dat de wetgever heeft gekozen voor *principle based* regelgeving. De financiële instellingen en de brancheorganisaties dienen de zorgplichten zelf in te vullen. Later heeft de AFM wel meer richtlijnen gegeven. De AFM stelt zich in verschillende besluiten dan ook op het standpunt dat aan de markt voldoende *guidance* is gegeven over de wijze waarop de norm van artikel 4:23 Wft geïnterpreteerd dient te worden.⁶²¹ Verwezen wordt naar onder andere de rapporten ‘Kwaliteit, advies en transparantie bij hypotheeklen’ en ‘Beleggingsverzekeringen – Kwaliteit advies bij beleggingsverzekeringen’. Een beleggingsprofiel kan in ieder geval niet bestaan uit een afvinklijstje. Het doel is het leveren van maatwerk door vermogensbeheerders.⁶²²

De eigen verantwoordelijkheid van de financiële instelling blijft echter centraal staan, ook als er niet voldoende *guidance* zou zijn.⁶²³ De financiële instelling heeft, aldus de AFM, zelf de verantwoordelijkheid gekregen om, gelet op de bedrijfsvoering, de open normen in te vullen.⁶²⁴ Uit de besluiten van de AFM volgt dat dit inhoudt dat de financiële instelling voldoende dient door te vragen,⁶²⁵ geen producten met risico’s mag adviseren als cliënten geen risico’s willen lopen, navraag moet doen naar reeds bestaande verzekeringen bij cliënten,⁶²⁶ en informeren naar, in het kader van een Overlijdensrisicoverzekering, de mate van bereidheid om een inkomstenterugval te riskeren bij het verliezen van de partner.⁶²⁷

Omdat sprake is van de invulling van een open norm waarvan de overtreding door de AFM kan worden bestraft met een dwangsom of een boete, kan het enkele inzicht van de AFM echter, mijns inziens, niet bepalend zijn voor de vraag of een wettelijke norm is overtreden. De onafhankelijkheid van de toezichthouder staat daarmee op het spel.⁶²⁸ De slager keurt op deze wijze zijn eigen vlees en bovendien levert de ruime opvatting van de AFM omtrent het bepaalbaarheidsgebod ook een spanningsveld met artikel 7 EVRM op. De

619 Zie besluit Inhout Sales & More onder par. 5.6.3.8, nr. 3.

620 Zie besluit Inhout Sales & More onder par. 5.6.3.8, nr. 3 en R. Stijnen, ‘De zorgplicht van artikel 4:23 Wft: Geschikte financiële dienstverlening door financiële ondernemingen’, in R. Stijnen en R. Kruisdijk (red.), *Zorgplicht en financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2011, p. 31.

621 Zie par. 5.6.3.9.

622 Zie besluit inzake Wilgenhaege, par. 5.6.3.9.

623 Zie besluit inzake SNS, par. 5.6.3.9.

624 Zie besluit inzake Postbank, par. 5.6.3.9.

625 Zie besluit inzake DSB, par. 5.6.3.9.

626 Zie besluit inzake GMS, par. 5.6.3.9.

627 Zie besluit inzake Rabobank en inzake DTC, par. 5.6.3.9.

628 Zie par. 5.6.3.3, nr. 3 bij commentaar en Stijnen 2011, p. 31.

AFM legt de verantwoordelijkheid om te voldoen aan de open normen volledig bij de marktpartijen. De AFM overweegt in het besluit op bezwaar inzake DSB⁶²⁹ dat uit de in acht te nemen zorgplicht voortvloeit dat de deskundige dienstverlener de nodige zorg betracht, zonder enig voorbehoud, en ongeacht of wet- en regelgeving op dat moment expliciete invulling daaraan geeft.⁶³⁰

Een verschil tussen de handhaving van de civielrechtelijke en de bestuursrechtelijke zorgplicht is dat de (eigen) verantwoordelijkheid van de cliënt zelf bij de civielrechtelijke zorgplicht kan worden meegewogen bij de invulling van de eigen schuld. De vraag of er schade is geleden en of de consument tevreden is met betrekking tot het financiële product doen, bij de bestuursrechtelijke handhaving, niet ter zake voor de beantwoording van de vraag of artikel 4:23 Wft is overtreden.⁶³¹ Wel is het mogelijk om, op grond van weging van de omstandigheden, de boete te matigen. De norm die bestuursrechtelijk wordt gehandhaafd is niet dezelfde als de norm die in het privaatrecht wordt gehandhaafd. Immers voornoemde aspecten, schade en schuld, zijn elementen die ook kunnen worden meegewogen in de redelijkheid en billijkheid en tot een oordeel kunnen leiden dat een privaatrechtelijke sanctie niet op zijn plaats is, terwijl er wel sprake is van een bestuursrechtelijke overtreding.⁶³²

Bij de bestuursrechtelijke handhaving van de zorgplicht valt op dat artikel 4:23 Wft ook de uitzonderingsgevallen beoogt te beschermen.⁶³³ Een advies dat in negen van de tien gevallen voldoet kan in een uitzonderingsgeval onvoldoende zijn. Men zou kunnen stellen dat het civiele recht bij uitstek geschikt is om deze uitzonderingsgevallen te beoordelen. Het CBb oordeelt echter dat artikel 4:23 Wft ook voor de uitzonderingsgevallen is geschreven. Het advies dient in te houden dat onderzocht wordt in hoeverre af te sluiten producten door de cliënt op prijs worden gesteld.

Een nadeel van het invullen van de open normen door de AFM is dat de AFM wettelijke normen die (bewust) open (of vaag) zijn gelaten nadrukkelijk invult. Financiële instellingen zijn niet verplicht deze aanbevelingen op te volgen. Afwijkingen dienen echter zeer goed gemotiveerd te worden en in concreto alsnog te voldoen aan de standaard als geformuleerd in de leidraden. De leidraden leggen dan ook zware verplichtingen op waarvoor geen direct wettelijke grond bestaat.⁶³⁴

Deze actieve, sturende opstelling van de AFM kan voor financiële instellingen hoge boetes met zich mee brengen, zonder dat zij zich er altijd van bewust zullen zijn dat ze in overtreding zijn. In de literatuur wordt daarom gepleit

629 Zie par. 5.6.4.2, nr. 1.

630 Zie besluit op bezwaar AFM 5 oktober 2009 inzake DSB, http://www.afm.nl/~media/files/boete/2010/dsb_besliss_bezwaar_art434_1_2_wft.ashx, p. 6.

631 Zie besluit inzake X, par. 5.6.3.8, nr. 4 en besluit inzake A, par. 5.6.3.8, nr. 5.

632 Zie ook Scheltema & Scheltema 2009, p. 64.

633 Zie besluit inzake DFD en besluit inzake Burghthuys, par. 5.6.3.8, nr. 6.

634 Loonen & Schotsman 2016, p. 210.

voor het meer laten prevaleren van het bepaalbaarheidsgebod.⁶³⁵ Of dit dan moet resulteren in meer beleids- en gedragsregels kan men zich afvragen. Te denken valt ook aan mogelijk meer effectieve informele gesprekken, normoverdragende gesprekken of aanwijzingen ex artikel 1:75 Wft.

Misleiding

Misleiding van de markt door het doen van (misleidende) uitspraken die invloed hebben op de markt, is verboden op grond van artikel 5:58 Wft. De civielrechtelijke toets of sprake is van overtreding van artikel 5:58 Wft, houdt rekening met de individuele omstandigheden. Bij privaatrechtelijke procedures is de maatstaf of de maatman-belegger is misleid. De AFM neemt echter de gemiddelde belegger tot uitgangspunt, al wordt in het besluit MF⁶³⁶ overwogen dat artikel 5:58 Wft niet zou zien op de gemiddelde belegger, maar op de redelijke belegger. De individuele omstandigheden van het geval lijken in deze zaak ook een doorslaggevende rol te spelen.

Aantasting van overeenkomsten

In artikel 1:75 lid 3 Wft is bepaald dat een aanwijzing niet mag strekken tot aantasting van overeenkomsten tussen de (rechts)persoon die de aanwijzing heeft gekregen en derden. Het CbB legt, in de zaak *Investerra en GVSN*,⁶³⁷ deze bepaling aldus uit dat de aanwijzing geen gebod mag bevatten om overeenkomsten te wijzigen. Het gebod om de aanbidding van 'verboden' activiteiten te staken is echter een reparatie naar de toekomst en daarom in lijn met artikel 1:75 lid 3 Wft. Het CbB is van oordeel dat aansluiting gezocht dient te worden bij artikel 1:23 Wft.⁶³⁸ De vraag is echter of deze aansluiting bedoeld is door de wetgever.⁶³⁹ In de literatuur wordt opgemerkt dat artikel 1:23 Wft een andere ratio heeft dan 1:75 lid 3 Wft. Ook uit de *Parlementaire Geschiedenis* lijkt te volgen dat het niet de bedoeling is dat bestaande overeenkomsten worden gewijzigd.

Toch kan niet anders geconcludeerd worden dan dat de (rechts)persoon die de aanwijzing opgelegd krijgt, gedwongen wordt om bestaande (duur)overeenkomsten aan te passen. Het resultaat hiervan is het plegen van wanprestatie of de noodzaak om naar een manier te zoeken om te komen tot ontbinding of opzegging van de bestaande overeenkomst. Bij de aanwijzing worden belangen of omstandigheden van individuele contractspartijen overigens ook niet

⁶³⁵ Van Tuyll 2012, p. 33.

⁶³⁶ Zie par. 5.6.5.4, nr. 3.

⁶³⁷ Zie besluit inzake *Investerra*, par. 5.6.6.2, nr. 5 en Besluit inzake *Grond en Vastgoed Specialisten Nederland*, par. 5.6.6.2, nr. 6.

⁶³⁸ Artikel 1:13 Wft bepaalt: 'De rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling welke is verricht in strijd met de bij of krachtens deze wet gestelde regels is niet uit dien hoofde aantastbaar, behalve voorzover in deze wet anders is bepaald.'

⁶³⁹ C.M. Grundmann-van de Krol in haar noot onder CbB 7 april 2011, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538, *JOR* 2011/187.

meegewogen. Dergelijke belangen of omstandigheden kunnen wel in een civiele procedure worden meegenomen. Aan individuele contractspartijen staan voldoende civiele rechtsmiddelen ter beschikking. Kortom, het resultaat van de lijn van het CBb lijkt dan ook in strijd te zijn met de tekst alsmede de parlementaire geschiedenis van artikel 1:75 lid 3 Wft, aangezien de situatie waarop dit artikel ziet wel degelijk leidt tot aantasting van de privaatrechtelijke overeenkomst.

Iustum Pretium

Ten slotte is aandacht besteed aan de *iustum pretium*. Op grond van artikel 86c BGfo mag een aanbieder, bemiddelaar of adviseur voor het bemiddelen of adviseren inzake onder meer complexe producten geen rechtstreekse of middelrijke provisie verschaffen of ontvangen die niet noodzakelijk is voor het mogelijk maken van de dienstverlening. Het enige besluit van de AFM, CAS, betreft het in rekening brengen van oneigenlijke uren.⁶⁴⁰ Indirect stelt de AFM hier de prijs vast van de verrichte werkzaamheden. De afwijzing in het civiele recht van de *iustum pretium*-leer komt hiermee wel in het nauw. Overigens vernietigt de bestuursrechter in beroep het besluit omdat de AFM onvoldoende heeft aangetoond wat de gebruikelijke uren voor deze dienstverlening in de branche zijn.

Resumerend

De AFM handhaaft met bestuursrechtelijke middelen privaatrechtelijk geaarde regels die zijn geïncorporeerd in de Wft. De publiekrechtelijke handhaving heeft als achtergrond het bewerkstelligen van goed functionerende financiële markten. Het publieke belang en in het bijzonder de zwakkere partijen op de financiële markten, worden door het publiekrechtelijke toezicht beter beschermd. De gevolgen van het falen van de financiële markten zijn te groot om de vrije markt volledig zijn werk te laten doen. Aangezien privaatrechtelijke handhaving tekort schiet om dergelijke gevolgen te voorkomen is bestuursrechtelijk toezicht noodzakelijk.

Uit de besluiten die zijn besproken volgt dat het verschil in achtergrond van privaatrecht en publiekrecht doorwerkt in de handhaving daarvan. Het effect hiervan is, een enkele uitzondering daargelaten, dat dezelfde, althans vergelijkbare regels, verschillend worden toegepast. Dit kan tot gevolg hebben dat een financiële instelling vanuit publiekrechtelijk oogpunt de regels heeft overtreden, maar vanuit privaatrechtelijk oogpunt (in het individuele geval) niet. Voor de financiële instellingen kan dit verwarrend zijn, omdat onduidelijk kan zijn of en wanneer aan de regels is voldaan. Publiekrechtelijke handhaving en privaatrechtelijke handhaving lijken te vragen om een betere afstemming op elkaar. In hoofdstuk 6 ga ik hier nader op in.⁶⁴¹

⁶⁴⁰ Zie par. 5.6.7.

⁶⁴¹ Zie par. 6.4.4.