

# DE MYTHE VAN DE RATIONELE BELEGGER

## Van eigen verantwoordelijkheid naar productinterventie

Jeroen Lemmen & Jouke Tegelaar

De mens als volledig rationeel, alle informatie verwerkende en afwegende, in het eigenbelang handelende *homo economicus* is een mythe. Als gevolg van cognitieve beperkingen en *biases* handelt de mens slechts beperkt rationeel (Broekhuizen 2016 (diss.), p. 91 e.v. en Broekhuizen, *Ondernemingsrecht* 2018/77). Zo ook de belegger. De complexiteit van financiële producten brengt in de regel mee dat beleggers, ook als zij volledig zijn geïnformeerd, de werking ervan niet goed kunnen doorgronden. Daarnaast handelen beleggers vaak niet rationeel, maar nemen zij hun beslissingen op basis van intuïtie (AFM 2015, 'Belangrijke inzichten over zelfstandige beleggers', p. 10).

Het regime van beleggersbescherming is traditioneel echter op de mythe van de rationele belegger gestoeld. De autonomie en eigen verantwoordelijkheid van de belegger staan daarin centraal. De gedachte is dat als de belegger over alle informatie beschikt, hij weet wat hij aanschaf en de beslissing maakt die hem het meeste voordeel oplevert (Paredes 2003, p. 440). De huidige regelgeving is daarom primair gericht op het zo volledig mogelijk informeren van de belegger – beslissingen maakt hij zelf. Illustratief zijn de vele informatieverplichtingen die aanbieders van financiële instrumenten hebben jegens de belegger.

Een koerswijziging in de traditionele benadering van beleggersbescherming lijkt in januari van dit jaar te zijn ingezet met de introductie van de bevoegdheid tot 'productinterventie' (art. 40 MiFIR). Financiële toezichthouders kunnen daarmee beperkingen opleggen aan de verkoop van bepaalde financiële instrumenten en zelfs overgaan tot een algeheel verbod. Recentelijk is van deze productinterventiebevoegdheid gebruikgemaakt door de Europese toezichthouder European Securities and Markets Authority (ESMA). ESMA heeft de verkoop en marketing van zogeheten 'binaire opties' aan particuliere beleggers in de Europese Unie verboden. Daarnaast zijn er beperkingen opgelegd aan *contracts for differences* (cfd's) (over de werking van binaire opties en cfd's: [www.afm.nl/nl-consumenten/themas/producten/beleggen/soorten/derivaten](http://www.afm.nl/nl-consumenten/themas/producten/beleggen/soorten/derivaten)). De redenen zijn zorgen over de beleggersbescherming, die onder meer samenhangen met de complexiteit van de producten, de structurele verliezen die worden geleden (bij binaire opties) en de manier waarop reclame wordt gemaakt. De maatregelen zijn een primeur.

Een verbod of het opleggen van beperkingen aan de verkoop van bepaalde financiële instrumenten neemt de verantwoordelijkheid weg bij de belegger en beperkt zijn keuzevrijheid en autonomie. Met deze nieuwe bevoegdheid lijkt dus een meer paternalistische richting te zijn ingeslagen die daarmee afwijkt van het uitgangspunt van de autonome belegger.

Deze nieuwe richting lijkt gelet op inzichten uit de gedragseconomische discipline gewenst. In het geval van binaire opties lijden beleggers bijvoorbeeld structurele verliezen, maar dat weerhoudt hen er niet van de producten aan te schaffen. Dan kan het verstandig zijn om de belegger tegen zichzelf in bescherming te nemen door in het uiterste geval zijn autonomie te beperken. ESMA heeft met de productinterventiemaatregelen als het ware op paternalistische wijze de rol van volledig rationele belegger overgenomen en na consultatie en onderzoek geconcludeerd dat deze producten – eufemistisch gezegd – niet leiden tot een optimalisatie van de belangen van particuliere beleggers (zie ESMA's Call for Evidence, [www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence---potential-product-intervention-measures-contracts](http://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence---potential-product-intervention-measures-contracts)).

Waar bovengenoemd argument de bescherming van de individuele belegger als uitgangspunt neemt, kan een tweede argument voor de wenselijkheid van deze koerswijziging worden gevonden in een meer algemeen belang, dat van vertrouwen in de financiële markten. De financiële markten spelen een essentiële rol in de economie en kunnen die rol slechts vervullen als kan worden vertrouwd op de betrouwbaarheid, integriteit en stabiliteit daarvan. Handelspraktijken die een dergelijk vertrouwen kunnen ondermijnen omdat zij bijvoorbeeld zeer complexe producten betreffen en structureel tot verliezen leiden, moeten dan ook in het uiterste geval aan banden kunnen worden gelegd. De bevoegdheid tot productinterventie kan daarom het vertrouwen in de financiële markten bevorderen, wat bijdraagt aan de goede werking ervan.

Concluderend vinden wij deze nieuwe Europese bevoegdheid een welkome aanvulling op de bestaande vormen van beleggersbescherming. Het huidige regime blijkt niet altijd toereikend, daar (meer) informatie niet noodzakelijkerwijs een goede beslissing betekent. Soms moet de belegger worden beschermd tegen 'het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht' (zie o.a. HR 26 juni 1998, *NJ* 1998/660 (*Van de Klundert/Rabobank*)). En dat kan dan beter vooraf, dan achteraf.