



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

**Meten en weten: over het gebruik en de beoordeling  
door de rechtspraak van benchmarkproducten**  
Campuzano, N.A.

**Citation**

Campuzano, N. A. (2021). Meten en weten: over het gebruik en de  
beoordeling door de rechtspraak van benchmarkproducten.  
*Onderneming En Financiering*, 29(3), 20-38.  
doi:10.5553/OenF/157012472021029003003

Version: Publisher's Version  
License: [Leiden University Non-exclusive license](#)  
Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3277200>

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

# Meten en weten

## Over het gebruik en de beoordeling door de rechtspraak van benchmarkproducten

*N.A. Campuzano*

### 1 Inleiding

Benchmarks zijn niet meer weg te denken uit de financiële markten. Sterker nog, als men het heeft over een van de financiële markten, of onderdelen daarvan, dan heeft men het meestal over een benchmark. Als het gaat om de prestaties van ‘de aandelenmarkt’, dan gaat het bijna altijd om de prestaties van een aandelenbenchmark, zoals de AEX,<sup>1</sup> S&P 500,<sup>2</sup> FTSE 100<sup>3</sup> of Nikkei 225.<sup>4,5</sup> Ook ‘de rente’ wordt doorgaans omschreven met een verwijzing naar een rentebenchmark, zoals LIBOR,<sup>6</sup> EURIBOR<sup>7</sup> of €STR<sup>8</sup> als het de euro betreft. Zelfs ‘de marktvolatiliteit’ wordt omschreven met een volatiliteitsbenchmark, zoals de VIX.<sup>9</sup> De reden dat men het heeft over een benchmark is dat de onderliggende financiële markten doorgaans te complex en omvangrijk zijn om op eenduidige en toegankelijke wijze te omschrijven. In plaats daarvan verwijst men liever naar een benchmark, wat in wezen een samenvatting is van marktinformatie uitgedrukt in één enkel cijfer. Hierdoor kan men in een oogopslag meten én weten hoe het er met ‘de markt’ voor staat.

Het informeren van marktpartijen over de onderliggende markt is niet het enige wat deze benchmarks zo in trek maakt. Naast deze informatiefunctie zijn benchmarks onder meer aantrekkelijk voor de prijsstelling van financiële instrumenten en financiële overeenkomsten (hierna: benchmarkproducten). Denk bij bench-

- 1 De Amsterdam Exchange Index (AEX) wordt gezien als belangrijkste index voor de Euronext (Amsterdamse effectenbeurs).
- 2 De Standard & Poor's (S&P) 500 wordt gezien als de belangrijkste index voor de Amerikaanse effectenbeurzen.
- 3 De Financial Times Stock Exchange Index (FTSE) 100 wordt gezien als de belangrijkste index voor de London Stock Exchange (Londense effectenbeurs).
- 4 De Nihon Keizai Shimbun (Nikkei) 225 wordt gezien als de belangrijkste index voor de Tokyo Stock Exchange (effectenbeurs in Tokyo).
- 5 Deze voorbeelden worden vaak genoemd om de markt in brede zin te omschrijven. Er zijn ook aandelenindices die iets specifiekker zijn. Denk aan de Dow Jones Industrial Average (Dow Jones), die wat meer is gericht op de Amerikaanse industrie. Of de NASDAQ Composite (NASDAQ), waarin veel techbedrijven zijn opgenomen.
- 6 LIBOR staat voor London Interbank Offered Rate.
- 7 EURIBOR staat voor Euro Interbank Offered Rate.
- 8 €STR staat voor Euro Short-Term Rate.
- 9 VIX is de afkorting voor Chicago Board Options Exchange's Volatility Index. De VIX meet de impliciete volatiliteit van de S&P 500 en stijgt (daalt) als de onzekerheid (voorspelbaarheid) over aandeelprijzen toeneemt.

markproducten aan derivaten waarvan de waarde afhangt van een onderliggende benchmark, zoals indexopties, renteswaps en grondstofderivaten. Of een uit hoofde van een overeenkomst te betalen bedrag dat (deels) wordt bepaald door een benchmark, zoals (hypothecaire) leningen waarbij de te betalen variabele rente afhangt van een rentebenchmark. Een belangrijk kenmerk van benchmarkproducten is het ‘met de markt’ meebewegen. Onder meer hierdoor kent het gebruik van benchmarks voor de prijsstelling van financiële producten vele (rechtseconomische) voordelen. Zo helpen benchmarks bij het reduceren van transactiekosten en dragen benchmarks bij aan een breder aanbod van financiële producten. Deze voordelen worden niet alleen ervaren door de betrokken partijen, maar zijn ook cruciaal voor een goede werking van de markt.<sup>10</sup>

Om de voordelen van benchmarks zo goed mogelijk te benutten is het onder meer van belang dat deze niet worden belemmerd door de rechtspraak. In dit artikel zal worden ingegaan op de vraag in hoeverre de Nederlandse civiele rechter bij de beoordeling van de rechten en plichten van (markt)partijen ten aanzien van benchmarkproducten rekening houdt met de voordelen van benchmarks. Het uitgangspunt is dat bij een juiste beoordeling van benchmarkproducten de voordelen zo veel mogelijk in acht worden genomen en niet onnodig worden gefrustreerd.

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. Eerst zal kort worden stilgestaan bij het juridisch kader dat in grote lijnen van toepassing is op benchmarkproducten (par. 2). Hierbij zal onderscheid worden gemaakt tussen het benchmarkgedeelte, zijnde de benchmark zelf, en het productgedeelte, zijnde het specifieke financiële product en de wijze waarop de benchmark wordt gebruikt voor de prijsstelling daarvan. Dit onderscheid is ook voor het verdere verloop van deze bijdrage van belang. Daarna zal worden ingegaan op drie rechtseconomische voordelen die horen bij het gebruik van benchmarks voor de prijsstelling van financiële producten (par. 3). Vervolgens zal voor een aantal verschillende benchmarkproducten – te weten: renteswaps, indexopties en hypothecaire kredietovereenkomsten – worden bekeken wat de algemene lijn van beoordeling is bij de beoordeling van de rechten en plichten van partijen en of daarbij in voldoende mate rekening is gehouden met de voordelen van benchmarks (par. 4-7). Tot slot volgt een conclusie (par. 8).

## 2 Het juridisch kader

### 2.1 Benchmarkgedeelte

Zoals gezegd, wordt onder het benchmarkgedeelte verstaan de benchmark zelf. De belangrijkste regelgeving voor benchmarks is de Benchmarkverordening. Deze verordening dient als preventief regelgevend kader ter voorkoming van manipulatie en beoogt de integriteit en nauwkeurigheid van (het vaststellingsproces van) benchmarks te waarborgen. De Benchmarkverordening legt directe verplichtingen

10 Zie overweging (3) van Verordening (EU) 2016/1011 van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2016 betreffende indices die worden gebruikt als benchmarks voor financiële instrumenten en financiële overeenkomsten of om de prestatie van beleggingsfondsen te meten, PbEU 2016, L 171 (hierna: Benchmarkverordening).

N.A. Campuzano

inzake governance en controle op aan 'beheerders', 'contribuanten' en 'gebruikers'.<sup>11</sup> Een beheerder is de natuurlijke persoon of rechtspersoon die de regelingen voor het vaststellen van de benchmark beheert, de inputgegevens verzamelt en analyseert, de benchmark vaststelt en deze publiceert.<sup>12</sup> Een contribuant is een natuurlijke persoon of rechtspersoon die gegevens aanlevert voor de benchmarkberekening (inputgegevens).<sup>13</sup> Dit zijn bijvoorbeeld partijen die transacties aangaan op een handelsplatform of partijen die onderdeel zijn van een zogeheten *panel*, een selectieve groep (financiële) partijen, zoals banken, die door de beheerder zijn aangewezen om inputgegevens te leveren. Een gebruiker is een natuurlijke persoon of rechtspersoon die simpelweg 'gebruik maakt' van een benchmark.<sup>14</sup> Dit zijn bijvoorbeeld financiële instellingen, maar ook consumenten.

De reikwijdte van de Benchmarkverordening wordt hoofdzakelijk bepaald door de vraag of sprake is van een benchmark. Een benchmark wordt onder meer gedefinieerd als een index op basis waarvan het uit hoofde van een financieel instrument of een financiële overeenkomst te betalen bedrag of de waarde van een financieel instrument wordt vastgesteld.<sup>15</sup> Een index wordt in het kort gedefinieerd als elk cijfer dat wordt gepubliceerd en regelmatig geheel of gedeeltelijk wordt vastgesteld door toepassing van een berekeningswijze, en waarbij deze vaststelling gebeurt op basis van de waarde van een of meer onderliggende activa of prijzen.<sup>16</sup> Door de brede definitie van een index zullen veel cijfers die worden gebruikt voor de prijsstelling van een financieel instrument of financiële overeenkomst vallen onder de reikwijdte van de Benchmarkverordening. Van een financieel instrument is sprake als het een instrument is zoals vermeld in Bijlage I, Deel C MiFID II<sup>17</sup> dat wordt verhandeld op een handelsplatform (een gereguleerde markt, *multilateral trading facility* (MTF) en *organised trading facility* (OTF)).<sup>18</sup> Indices die worden gebruikt voor de prijsstelling van *over the counter* (OTC)-instrumenten vallen strikt genomen dus niet onder de reikwijdte van de Benchmarkverordening.<sup>19</sup> Toch zal de Benchmarkverordening op het merendeel van die indices gewoon van toepassing zijn, omdat vaak dezelfde indices worden gebruikt voor instrumenten op een handelsplatform.<sup>20</sup> Van een financiële overeenkomst is sprake als het een kredietovereenkomst is in de zin van art. 3 onder c van de Richtlijn Consumentenkrediet<sup>21</sup> of in de zin

11 Art. 2 Benchmarkverordening.

12 Art. 3 lid 1 sub 6 en overweging 16 Benchmarkverordening.

13 Art. 3 lid 1 sub 9 Benchmarkverordening.

14 Wat valt onder het gebruik maken van een benchmark is te vinden in art. 3 lid 1 sub 7 Benchmarkverordening.

15 Zie art. 3 lid 1 sub 3 Benchmarkverordening. De tweede categorie benchmarks, indices die worden gebruikt om de prestaties van een beleggingsfonds te meten, blijven in deze bijdrage buiten beschouwing.

16 Art. 3 lid 1 sub 1 Benchmarkverordening.

17 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II).

18 Art. 3 lid 1 sub 19 Benchmarkverordening.

19 Zie ook overweging 9 Benchmarkverordening.

20 Denk aan een oliebenchmark zoals de S&P Platts Oil.

21 Richtlijn 2008/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 23 april 2008 inzake kredietovereenkomsten voor consumenten (Richtlijn Consumentenkrediet).

van art. 4 punt 3 van de Richtlijn Hypothecair Krediet.<sup>22,23</sup> Indices die worden gebruikt voor de prijsstelling van bijvoorbeeld zakelijke leningen vallen dus niet binnen het bereik van de Benchmarkverordening, maar ook hier geldt dat vaak dezelfde indices worden gebruikt voor de prijsstelling van producten die wel onder het bereik vallen, waardoor deze toch zijn gereguleerd. Voor het benchmarkproduct en de betrokken partijen betekent de kwalificatie als benchmark in ieder geval het volgende.

Ten eerste dat de beheerder van de desbetreffende benchmark aan allerlei verplichtingen moet voldoen teneinde de kwaliteit daarvan zo veel mogelijk te waarborgen.<sup>24</sup> Zo geldt voor beheerders een vergunning- of registratieplicht.<sup>25</sup> Daarnaast dienen beheerders te voldoen aan allerlei *governance*-vereisten.<sup>26</sup> Verder wordt van de beheerder verwacht dat hij de kwaliteit van de benchmark zelf waarborgt, door onder meer ervoor te zorgen dat de inputgegevens voor de benchmarkberekening toereikend zijn en de methodologie solide en betrouwbaar is.<sup>27</sup> Al deze verplichtingen waar de beheerder aan moet voldoen, dragen bij aan de kwaliteit van de desbetreffende benchmark en daarmee het benchmarkproduct waar het het benchmarkgedeelte betreft.

Ten tweede dat de partijen bij een benchmarkproduct onder de Benchmarkverordening worden beschouwd als gebruikers.<sup>28</sup> Indien een van de gebruikers een 'onder toezicht staande entiteit' is, zoals een bank, beleggingsonderneming of een beleggingsinstelling, mag alleen gebruik worden gemaakt van een benchmark als deze wordt aangeboden door een vergunninghoudende beheerder.<sup>29</sup> Ook dienen onder toezicht staande gebruikers plannen op te stellen in het geval de desbetreffende benchmark inhoudelijk wijzigt of niet langer wordt aangeboden en dit hun contractuele relaties te melden.<sup>30</sup> Omdat de meeste benchmarkproducten worden uitgegeven of verhandeld door een onder toezicht staande entiteit, zal de kwaliteit van de meeste benchmarkproducten ook via deze verplichtingen zijn gewaarborgd.

22 Richtlijn 2014/17/EU van het Europees Parlement en de Raad van 4 februari 2014 inzake kredietovereenkomsten voor consumenten met betrekking tot voor bewoning bestemde onroerende goederen, PbEU 2014, L 60 (Richtlijn Hypothecair Krediet).

23 Art. 3 lid 1 sub 19 Benchmarkverordening.

24 Veruit de meeste verplichtingen uit de Benchmarkverordening zijn van toepassing op beheerders. De reden hiervoor is dat beheerders de centrale partij zijn die controle uitoefent op het benchmarkvaststellingsproces. Zie Overweging 47 Benchmarkverordening.

25 Art. 34 Benchmarkverordening. Deze vergunningseis geldt niet als de beheerder niet weet dat zijn index wordt gebruikt als benchmark. Art. 2 lid 2 onder h Benchmarkverordening.

26 Beheerders dienen hun bedrijfsvoering op een bepaalde manier in te richten door onder meer te beschikken over een duidelijke organisatorische structuur met afgebakende verantwoordelijkheden voor de betrokken personen (art. 4 Benchmarkverordening), een toezichtsfunctie (art. 5 Benchmarkverordening), een controlekader om ervoor te zorgen dat de aangeboden benchmark voldoet aan de vereisten uit de Benchmarkverordening (art. 6 Benchmarkverordening), en een verantwoordingskader zodat de naleving daarvan kan worden verantwoord (art. 7 Benchmarkverordening).

27 Zie art. 11 en 12 Benchmarkverordening.

28 Art. 3 lid 1 sub 7 Benchmarkverordening.

29 Art. 29 Benchmarkverordening.

30 Art. 28 lid 2 Benchmarkverordening.

N.A. Campuzano

## 2.2 *Productgedeelte*

Het productgedeelte ziet op het specifieke product en de wijze waarop de benchmark wordt gebruikt voor de prijsstelling daarvan. De wet- en regelgeving die van toepassing is op financiële producten is zeer uitgebreid en productafhankelijk. Op financiële producten zijn in ieder geval – en voor een belangrijk deel – de regels uit MiFID II, MiFIR,<sup>31</sup> de Wft<sup>32</sup> en lagere regelgeving van toepassing. De regels aangaande financiële producten leggen verplichtingen op aan beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen zoals het uitvoeren van orders, het geven van advies en het beheren van vermogen. Het gaat dan met name om gedragsregels, zoals de verplichting om aan de klant informatie te verstrekken over de dienstverlening en aan beleggingen verbonden risico's en de verplichting om van een klant informatie in te winnen over diens kennis, ervaring, financiële positie, (beleggings) doelstellingen en risicobereidheid en daarop vervolgens de dienstverlening af te stemmen. Daarnaast zouden ook aanvullende regels van toepassing kunnen zijn die afhankelijk zijn van het desbetreffende financiële product. Zo kunnen voor derivaten de regels uit EMIR<sup>33</sup> of REMIT<sup>34</sup> van toepassing zijn waar het gaat om bepaalde (OTC-)derivaten respectievelijk grondstofderivaten.

## 2.3 *Verhouding tussen partijen*

Naast de publiekrechtelijke regelgeving dienen financiële ondernemingen de privaatrechtelijke regelgeving in acht te nemen. De verhouding tussen partijen bij een benchmarkproduct wordt in eerste instantie beheerst door de overeenkomst.<sup>35</sup> Indien de overeenkomst geen beëindigings- of wijzigingsbeding bevat, dan kan de overeenkomst alsnog worden aangetast door een aantal vermogensrechtelijke remedies. Voor financiële producten zijn de vernietiging wegens een wilsgebrek en de ontbinding wegens tekortkoming in de nakoming van een overeenkomst het meest relevant.<sup>36</sup> Een belangrijke grond voor vernietiging in het kader van financiële producten is de dwaling, met name als een van de partijen een financiële onderneming is en de ander niet. In beginsel is aan de eisen voor vernietiging op grond van dwaling voldaan als een financiële onderneming onjuiste of misleidende informatie

31 Verordening (EU) 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten, PbEU 2014, L 173 (MIFIR).

32 Wet op het financieel toezicht (Wft).

33 Verordening (EU) 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, PbEU 2012, L 201 (EMIR).

34 Verordening (EU) 1227/2011 van het Europees Parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende de integriteit en transparantie van de groothandelsmarkt voor energie, PbEU 2011, L 326 (REMIT).

35 Financiële ondernemingen die met elkaar op grote schaal benchmarkproducttransacties verrichten, maken doorgaans gebruik van raamovereenkomsten. Denk aan de ISDA Master Agreement waar het derivaten betreft.

36 Zie voor vernietiging art. 3:49 t/m 3:58 BW. Vernietiging heeft terugwerkende kracht. Vernietiging zorgt ervoor dat de grondslag aan alle verrichte of nog te verrichten prestaties komt te vervallen (art. 3:53 lid 1 BW). Verrichte prestaties kunnen op grond van onverschuldigde betaling (art. 6:203 t/m 6:211 BW) worden teruggevorderd. Zie voor ontbinding wegens tekortkoming in de nakoming van een overeenkomst (art. 6:265 t/m 6:279 BW). Ontbinding heeft geen terugwerkende kracht. Ontbinding zorgt ervoor dat toekomstige prestaties niet meer behoeven te worden nagekomen en dat ongedaanmakingsverplichtingen (art. 6:271 t/m 6:279 BW) ontstaan. De grondslag voor verrichte prestaties blijft echter wel bestaan bij ontbinding.

heeft verstrekt en wist of had moeten begrijpen dat de andere partij, bijvoorbeeld een klant, een rechtsverhouding of een transactie niet was aangegaan als juiste en leidende informatie was verstrekt.<sup>37</sup>

Daarnaast dienen financiële ondernemingen rekening te houden met de (bijzondere) zorgplicht die in het algemeen op hen rust in de precontractuele fase en gedurende de looptijd van de overeenkomst met de klant en de civielrechtelijke normen die daarbij horen. Deze civielrechtelijke zorgplicht is een open norm die door de civiele rechter wordt ingevuld door een belangenafweging op basis van de redelijkheid en billijkheid. Bij de invulling daarvan geldt als uitgangspunt dat financiële ondernemingen een bijzondere zorgplicht hebben vanwege hun bijzondere maatschappelijke positie, en wordt gekeken naar de specifieke omstandigheden van het geval. Omstandigheden die kunnen meespelen, zijn de aard en complexiteit van het product, de aard van de dienstverlening en de omstandigheden en achtergronden van de cliënt (bijvoorbeeld beleggingservaring, financiële positie, opleiding en leeftijd).<sup>38</sup> Ook kan de rechter (schending van) de publiekrechtelijke normen gebruiken om invulling te geven aan de zorgplicht.<sup>39</sup> De zorgplicht leidt met name tot onderzoeks-, informatie- en waarschuwingsplichten. Schending van de zorgplicht kan een grondslag zijn voor een vordering tot schadevergoeding uit hoofde van wanprestatie wegens schending van de verplichting tot de zorg van een goed opdrachtnemer ex art. 7:401 BW (gedurende de looptijd van de overeenkomst) of onrechtmatige daad ex art. 6:162 BW (precontractuele fase).<sup>40</sup>

### 3 Rechtseconomische voordelen

#### 3.1 *Het gebruik van benchmarks voor de prijsstelling van financiële producten*

Als gezegd, kan het gebruik van benchmarks voor de prijsstelling van financiële producten een aantal belangrijke rechtseconomische voordelen opleveren (zie par. 1). Kennis van deze voordelen is essentieel voor een goed begrip van benchmarkproducten en benchmarks in het algemeen. Daarnaast biedt kennis van de

37 Een succesvol beroep op dwaling bij financiële producten is niet vanzelfsprekend. Zo heeft de Hoge Raad in de 'aandelenlease-arresten' een succesvol beroep op dwaling verworpen. Zie HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815 (Levob/Bolle), HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2811 (Stichting Gedupeerden Spaarconstructie/Aegon) en HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822 (De Treek/Dexia).

38 Zie voor een kort overzicht van de verschillende kenmerken bij de bijzondere zorgplicht I. de Vré, *De bijzondere zorgplicht van financiële dienstverleners onder toezicht*, in: T. Gerverdinck, J. van Heusden, I. Bij de Vaate & R. Kuiper (red.), *Wetenschappelijk bijdragen. Bundel ter gelegenheid van het 35-jarig bestaan van het wetenschappelijk bureau van de Hoge Raad der Nederlanden*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2014, p. 286-287.

39 Hoewel publiekrechtelijke gedragsregels de privaatrechtelijke zorgplicht kunnen beïnvloeden, bepalen zij niet de inhoud daarvan. Zie concl. plv. P-G C.L. de Vries Lentsch-Kostense in HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, punt 3.21 (Dexia/De Treek) en M.W. Wallinga, *Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming*, SEW 2020, afl. 1, p. 16-18.

40 Als de relatie niet kwalificeert als een overeenkomst van opdracht, dan kan de wanprestatie worden gebaseerd op schending van de redelijkheid en billijkheid (art. 6:2 lid 1 en 6:248 lid 1 BW) of de bancaire zorgplicht zoals opgenomen in art. 2 van de Algemene Bankvoorwaarden (ABV).

N.A. Campuzano

voordelen inzicht in de beweegreden van partijen om een benchmarkproduct af te sluiten en wat deze partijen over en weer van elkaar kunnen en mogen verwachten. Het is dus van belang dat de rechter bij de beoordeling van de rechten en plichten van partijen van benchmarkproducten deze voordelen goed voor ogen heeft. Hierna zullen drie belangrijke voordelen worden besproken die verbonden zijn aan het gebruik van benchmarks voor de prijsstelling van financiële producten. Het is daarbij goed om te onthouden dat deze voordelen voornamelijk te danken zijn aan het benchmarkgedeelte van benchmarkproducten.

### 3.2 *Onafhankelijke en deskundige prijsvorming*

Soepele onderhandelingen zijn gewenst bij iedere transactie, maar op basis van de hoeveelheid rechtspraak en literatuur die is gewijd aan afgebroken onderhandelingen kan worden gezegd dat een soepele onderhandeling eerder uitzondering is dan regel.<sup>41</sup> Wederzijds wantrouwen, persoonlijke voorkeuren en overige factoren kunnen het onderhandelingsproces laten uitlopen in een totale nachtmerrie. Moeizame onderhandelingen wegen niet alleen zwaar op het psychologische welzijn van betrokken partijen, maar zijn tevens een kostbare en tijdrovende aangelegenheid. Omdat beide partijen vaak het onderste uit de kan willen halen, ligt het knelpunt van onderhandelingen niet zelden in de prijs.<sup>42</sup> Om moeizame onderhandelingen tot een succes te laten komen, hebben partijen twee mogelijkheden: (a) de kostbare prijsonderhandelingen voortzetten, een eerlijke prijs overeenkomen en het contract afronden, of (b) de kostbare onderhandelingen afbreken, de prijs laten voor wat het is en eventueel op een later moment naar de rechter stappen om een eerlijke prijs te laten bepalen.<sup>43</sup> Beide opties zijn niet ideaal, omdat er hoge contractkosten – in de vorm van onderhandelingskosten of gerechtelijke kosten – mee gepaard gaan.<sup>44</sup>

Gelukkig bestaat er een alternatief: het gebruik van een benchmark. Een benchmark vertegenwoordigt een bepaalde basiswaarde (bijvoorbeeld prestatie van de markt of basisrente) en wordt opgesteld door een onafhankelijke en uiterst deskundige derde op het gebied van prijsstelling, te weten de benchmarkbeheerder.

41 Zie voor een overzicht R.P.J.L. Tjittes, De aansprakelijkheid voor afgebroken onderhandelingen – een kritisch overzicht, *RMThemis* 2016, afl. 5, p. 237-268.

42 Een onderhandeling is succesvol als een overeenkomst tot stand is gekomen. Volgens vaste rechtspraak is dat het moment waarop partijen het op hoofdpunten met elkaar eens zijn. Wat als hoofdpunt wordt gezien hangt af van de soort overeenkomst, maar de prijs is in bijna alle overeenkomsten een belangrijk hoofdpunt.

43 Zie hierover in het algemeen A. Verstein, *Ex tempore contracting*, *William & Mary Law Review* (55) 2012, afl. 5, p. 1869-1932.

44 Contractkosten zijn een vorm van transactiekosten die nodig zijn voor de totstandkoming van een overeenkomst, zoals de kosten in verband met de contractonderhandelingen en het opstellen van een contract.

Net als bij standaardbedingen (*'boilerplate'-bedingen*)<sup>45</sup> zullen partijen minder geneigd zijn om te onderhandelen over een benchmark, omdat zij niet 'het gevoel' hebben dat hun tegenpartij er met de betere deal vandoor gaat.<sup>46</sup> Daarnaast kunnen partijen gebruik maken van de expertise van de benchmarkbeheerder.<sup>47</sup> Hierdoor kan het gebruik van benchmarks onnodige contractkosten voorkomen. Denk bijvoorbeeld aan onderhandelingen over arbeidsovereenkomsten en salarissen die over het algemeen moeizaam zijn wegens, onder andere, de impact op de persoonlijke levenssfeer, loonstarheid en de beperkte invloed op collectieve onderhandelingen.<sup>48</sup> Om te voorkomen dat de (her)onderhandelingen over arbeidsovereenkomsten en salaris gepaard gaan met hoge contractkosten, zouden partijen ervoor kunnen kiezen om het salaris te bepalen aan de hand van de consumentenprijsindex (CPI).<sup>49</sup>

### 3.3 Contractflexibiliteit

De financiële markten zijn constant in beweging. Hierdoor is het op voorhand lastig om te bepalen waar de markt zich op een bepaald moment in de toekomst zal bevinden. Deze onvoorspelbaarheid van de markt vormt een uitdaging voor de prijsstelling van overeenkomsten en in het bijzonder voor langetermijn- en duurovereenkomsten. Hoe langer de duur van de overeenkomst, hoe groter de kans dat een discrepantie ontstaat tussen de overeengekomen prijs en de marktprijs en dat het risico op opportunistisch gedrag – dat het voor een van de partijen opportuun is om de overeenkomst te breken en zich tot de markt te wenden – materialiseert.<sup>50</sup> Het risico op opportunistisch gedrag brengt voor de contractvorming een bepaalde mate van onzekerheid met zich die partijen op verschillende manieren zouden kunnen ondervangen.

Een manier zou zijn dat partijen bij het aangaan van de overeenkomst een vaste prijs bepalen. Als de situatie daarom vraagt, is het altijd nog mogelijk om over te

45 Boilerplate-bedingen zijn standaardbedingen van Anglo-Amerikaanse origine die een veelvoorkomend juridisch probleem of leerstuk ondervangen. Over dergelijke bedingen wordt zelden substantieel onderhandeld. Ook in Nederlandsrechtelijke (financiële) contracten worden boilerplate-bedingen gebruikt. Zie voor een uitvoerige behandeling van dit onderwerp het proefschrift van Dousi: J.W.A. Dousi, *De uitleg van Anglo-Amerikaanse boilerplate-bedingen in Nederlandse contracten* (Serie Onderneming en Recht, deel 121; diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2020. Zie voor een beknopte bespreking daarvan L.G.L. Ohnesorge, *De uitleg van Anglo-Amerikaanse boilerplate-bedingen in Nederlandse contracten*, MvV 2021, afl. 1, p. 11-16.

46 Zie waarom partijen minder geneigd zijn om te onderhandelen over standaardvoorwaarden R.B. Korobkin, *Inertia and preference in contract negotiation: The psychological power of default rules and form terms*, *Vanderbilt Law Review* (51) 1998, p. 1583-1651.

47 G. Rauterberg & A. Verstein, *Index theory: The law, promise and failure of financial indices*, *Yale Journal on Regulation* (30) 2013, p. 110.

48 Rauterberg & Verstein 2013, p. 110.

49 The U.S. Bureau of Labor Statistics doet aanbevelingen over het gebruik van de CPI in arbeidsovereenkomsten. Zie U.S. Bureau of Labor Statistics, *Beyond the numbers. Prices and spending*, 2012, Vol. 1, p. 1-7.

50 Zo ook: J.H. Nieuwenhuis, *Vernietigen, ontbinden of aanpassen (I)*, WPNR 1995, afl. 6164, p. 24 ('Spannend wordt het contractenrecht pas wanneer het wordt geconfronteerd met situaties waarin het doel, wederzijds voordeel, wordt gemist en nakoming van de overeenkomst dreigt uit te lopen op ernstig nadeel voor een van beide contractanten').

N.A. Campuzano

gaan tot (her)onderhandelingen en om de overeenkomst bij nadere overeenkomst te beëindigen. Heronderhandelingen zijn voor beide partijen een eerlijke en weloverwogen manier om de overeengekomen prijs te herzien in situaties waarin deze te veel afwijkt van de marktprijs. Het is echter een probleem als de wederpartij niet wil meewerken.<sup>51</sup> Soms bevat de overeenkomst om die reden eenzijdige wijzigings- of beëindigingsmogelijkheden dan wel een heronderhandelingsplicht, maar het is niet uitgesloten dat het inroepen ervan wordt aangevochten bij de rechter. Een andere manier zou zijn om de overeenkomst in te richten als een *cost-pluscontract*. Dit is een overeenkomst waarbij de prijs wordt bepaald aan de hand van de kostprijs plus een (vaste) winstopslag. De gedachte is dat als de verkopende partij haar (inkoop)kosten – die veelal van marktomstandigheden afhangen – dekt, de prijs flexibel is. Een nadeel aan deze prijsmethode is dat het dekken van de kosten van de verkopende partij alleen in lijn is met de marktprijs als de verkopende partij kostenefficiënt is. Daarnaast is deze prijsmethode vatbaar voor manipulatie door de verkopende partij.<sup>52</sup> Vanuit het perspectief van de verkoper is deze methode evenmin ideaal, want het vereist transparantie inzake haar kosten, hetgeen vanuit een competitief oogpunt onwenselijk kan zijn.

Ook hier kan het gebruik van een benchmark een aantrekkelijke methode zijn. Voor financiële overeenkomsten wordt de prijs vaak bepaald door een benchmark plus opslag. Deze methode lijkt op een *cost-pluscontract*. Het verschil is echter dat benchmarks, zoals gezegd, met de markt meebewegen en daardoor op ieder moment actuele en nauwkeurige informatie weergeven over de marktprijs. Daarnaast heeft de verkopende partij (of kopende partij) geen significante invloed op de benchmarkwaarde, omdat deze wordt vastgesteld door een onafhankelijke derde in de vorm van een beheerder.<sup>53</sup> Tot slot is het opnemen van een benchmark in een contract de gemakkelijkste en vaak meest kostenefficiënte optie, omdat (bijna) niet hoeft te worden onderhandeld over de prijs en de benchmarkwaarde doorgaans een nauwkeurige reflectie is van hetgeen deze beoogt te meten, zoals de marktprijs. Neem bijvoorbeeld hypothecaire leningen. In het begin van de twintigste eeuw werden deze in de VS bijvoorbeeld met name aangeboden als kortlopende leningen met variabele rentetarieven, waarover jaarlijks opnieuw werd onderhandeld. Wegens de grote hoeveelheid tijd en moeite die gepaard gaat met de jaarlijkse onderhandelingen is na de Grote Depressie besloten om ook hypotheekleningen met vaste rentetarieven aan te bieden. Al gauw werd echter bevestigd dat het inschatten van toekomstige renteontwikkelingen zeer complex is en de vaste rentetarieven na ver-

51 Het is overigens goed voor te stellen dat een wederpartij niet meewerkt, aangezien deze doorgaans een bepaald belang heeft bij onverkorte realisatie van de aan de overeenkomst ontleende (winst) verwachting. Zie D.J. Beenders & P.W. den Hollander, Tussentijdse beëindiging van duurovereenkomsten voor bepaalde tijd, *VrA* (7) 2010, afl. 1, p. 65.

52 De verkoper heeft invloed op de kosten en daarmee de prijs.

53 Het kan natuurlijk wel voorkomen dat een van de partijen een contribuant is voor de benchmarkberekening. In dat geval heeft deze partij strikt genomen wel enige invloed op de benchmarkberekening.

loop van tijd vaak niet meer in lijn waren met de marktrente.<sup>54</sup> Nu wordt het merendeel van de hypothecaire leningen in de VS, maar ook in de EU, aangeboden met een looptijd van dertig jaar en een renteverplichting die deels bestaat uit vaste rente voor een bepaalde periode (rentevastperiode) en deels uit variabele rente voor de overige periode. De variabele rente wordt bijna altijd gebaseerd op een rentebenchmark, zoals LIBOR of EURIBOR, plus een opslag.

### 3.4 Grotere verscheidenheid aan hedgings- en beleggingsstrategieën

Benchmarks verlagen niet alleen transactiekosten, maar voorzien tevens in de mogelijkheid om geavanceerde en complexe producten en beleggingsstrategieën toe te passen. Dergelijke producten en beleggingsstrategieën bestaan vooral uit (het gebruik van) derivaten die een benchmark als onderliggende waarde hebben (benchmarkderivaten), denk aan index-, rente-, valuta- en grondstofderivaten. Een benchmark is op zichzelf niet verhandelbaar, maar door een derivaat af te sluiten waarvan de waarde afhangt van een benchmark kunnen partijen wel indirect handelen in benchmarks. Hierdoor wordt het mogelijk om in geheel nieuwe vormen van activa, die eerder niet bestonden, te handelen. Neem bijvoorbeeld derivaten die zijn gekoppeld aan de volatiliteitsindex VIX en het mogelijk maken om te handelen in de volatiliteit zelf.<sup>55</sup>

Daarnaast kunnen benchmarkderivaten in specifieke situaties veel beter voorzien in de behoefte van partijen dan ‘traditionele’ beleggingsstrategieën. Bijvoorbeeld, als een belegger van mening is dat de Nederlandse aandelenmarkt blijft presteren, zou hij daarop kunnen inspelen door aandelen van verschillende bedrijven te kopen die samen een goede weergave zijn van de Nederlandse aandelenmarkt. Met het kopen van verschillende aandelen gaan echter relatief hoge transactiekosten gepaard.<sup>56</sup> Het is veel simpeler en efficiënter om een indexoptie te kopen, zoals een AEX-calloptie, die de waarde van de AEX op een bepaalde dag (expiratedatum) uitbetaalt. Bovendien kunnen kleine beleggers met beperkte middelen op deze manier gebruik maken van een marktbrede blootstelling en diversificatie.<sup>57</sup>

Verder maken benchmarkderivaten genuanceerde beleggings- en hedgingsstrategieën mogelijk, waardoor beter kan worden aangesloten bij de specifieke risicobereidheid van marktpartijen. Stel dat een belegger van mening is dat het Amerikaanse bedrijf Apple Inc. overgewaardeerd is, maar niet durft in te spelen op een koersdaling (*shorten*) omdat hij als risico ziet dat het beleggerssentiment ten aanzien van techbedrijven zal toenemen, met een prijstoename voor de aandelen van deze bedrijven als gevolg. Om toch een beleggingsstrategie te vinden die past bij zijn specifieke risicobereidheid, zou een indexderivaat in dit geval uitkomst kun-

54 In de meeste gevallen trok de leningnemer bij een discrepantie aan het kortste eind. Zie R.K. Green & S.M. Wachter, *The American mortgage in historical and international context*, *Journal of Economic Perspectives* (19) 2005, afl. 4, p. 93-114.

55 Zie noot 9.

56 Het is natuurlijk ook mogelijk om aandelen van een exchange traded fund (ETF) dat de AEX volgt, te kopen (of *shorten*). De transactiekosten zullen in dat geval lager zijn dan wanneer de verschillende aandelen van bedrijven individueel worden aangeschaft.

57 Het is veel minder kapitaalintensief om een AEX-calloptie aan te schaffen (premie te betalen) dan aandelen van de in de AEX vertegenwoordigde bedrijven.

N.A. Campuzano

nen bieden. Zo zou deze belegger de aandelen Apple kunnen shorten en het risico dat de techsector beter zal presteren, *hedgen* door een *long*positie in te nemen door futures te kopen in de techzware aandelenindex NASDAQ.<sup>58</sup>

#### 4 De beoordeling van benchmarkproducten

De hiervoor besproken rechtseconomische voordelen maken dat benchmarkproducten aantrekkelijk kunnen zijn voor marktpartijen en dat deze kunnen bijdragen aan een goede werking van de markt. De civiele rechter zou deze voordelen daarom zo veel mogelijk in acht moeten nemen bij de beoordeling van de rechtsverhouding tussen partijen. Hierna zal voor drie benchmarkproducten, te weten renteswaps, indexderivaten en hypothecaire leningen, worden onderzocht of dat het geval is. Omdat de rechtspraak en literatuur ten aanzien van de drie geselecteerde benchmarkproducten al zeer omvangrijk is, zal deze bespreking zich beperken tot de algemene lijn van beoordeling. Vervolgens zal per benchmarkproduct worden ingegaan op de vraag of de civiele rechter rekening heeft gehouden met de voordelen. Bij de beantwoording van de vraag zal het onderscheid tussen het benchmarkgedeelte en het productgedeelte een belangrijke rol vervullen. Hoewel de voordelen zijn toe te schrijven aan het benchmarkgedeelte, heeft het productgedeelte enige invloed op de manier hoe de voordelen tot uitdrukking komen.

### 5 Renteswaps

#### 5.1 *De renteswap als benchmarkproduct*

Leningen aan bedrijven of overheidsinstanties worden doorgaans verstrekt tegen een variabele rente, bestaande uit een rentebenchmark (basistarief), zoals de eenmaands EURIBOR plus een opslag.<sup>59</sup> Omdat een rentebenchmark met de markt meebeweegt, fluctueert de te betalen rente en loopt de leningnemer een vorm van marktrisico. Door gebruik te maken van een benchmarkproduct in de vorm van een renteswap kan dit risico worden afgedekt. Met een renteswap (in het Nederlands: renteruilcontract) 'ruilt' de leningnemer de variabele basisrente voor een vaste rente.<sup>60</sup> Voor de leningnemer is een renteswap gunstig als de variabele rente stijgt (de te betalen vaste rente is dan lager dan de variabele rente en de opslag), maar niet als de variabele rente daalt (de te betalen vaste rente is dan hoger dan de variabele rente en de opslag).

58 Zie ook noot 5.

59 De opslag bestaat meestal uit kosten die verband houden met ontwikkelingen op de kapitaalmarkten en kapitaalkosten (ook wel kapitaalmarktomstandigheden), individuele risico-opslagen, doorlopende kosten dienstverlening (bijvoorbeeld administratie- en beheerkosten) en een winstopslag.

60 Het gaat hier niet om ruilen in de zin van een schuldoverneming zoals bedoeld in art. 6:155 BW.

Van alle benchmarkproducten hebben rentederivaten, met name het verstrekken van renteswaps door banken aan het MKB,<sup>61</sup> waarschijnlijk het meest in de belangstelling gestaan.<sup>62</sup> Na de periode dat banken op grote schaal renteswaps zijn aangegaan met het MKB is de basisrente – mede wegens de financiële crisis en het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) – gedaald. Veel MKB'ers werden toen geconfronteerd met renteverplichtingen die hoger waren dan de basisrente en een opslag en hadden een renteswap met negatieve waarde die alleen kon worden beëindigd tegen hoge kosten. Daarnaast waren deze partijen zich niet altijd bewust van het feit dat de renteswap uitsluitend ziet op de variabele basisrente (rentebenchmark) en dus niet op de opslag (die nadien vaak nog meerdere malen door de bank werd verhoogd). De nadelige gevolgen voor het MKB hebben voor veel ophef en rechtspraak gezorgd.<sup>63</sup>

### 5.2 De beoordeling van renteswaps door de civiele rechter

In veruit de meeste rechtspraak aangaande renteswaps ziet de beoordeling uitsluitend op het productgedeelte. Centraal in deze uitspraken staat namelijk de vraag of op de aanbieder van de renteswap een (bijzondere) zorgplicht rust om bij het aangaan van de overeenkomst te waarschuwen voor de financiële risico's die zijn verbonden aan het rentederivaat.<sup>64</sup> Hierbij zijn de inhoud en de wijze waarop productinformatie is verstrekt beslissend geweest. In één arrest lijkt het gerechtshof Amsterdam zich wel te wagen aan een oordeel dat gedeeltelijk betrekking heeft op het benchmarkgedeelte van een renteswap.<sup>65</sup> In dit arrest ging het om een bank die een renteverwachting over het jaar 2008, waarin zowel de korte als de lange rente zou gaan dalen, niet had gedeeld met de klant. De klant stelt de renteswap in kwestie niet te zijn aangegaan als deze bekend zou zijn geweest met de rentevisie van de bank. De bank brengt daartegen in dat zij niet de verwachting had dat het EURIBOR-tarief significant en structureel zou gaan dalen en dat de rentevisie geen relevante betekenis had bij het afsluiten van de renteswap vanwege de inherente onzekerheden daaraan. Het hof is niet overtuigd van het verweer van de bank en is van oordeel dat de bank jegens haar klant onrechtmatig heeft gehandeld, omdat zij heeft nagelaten haar rentevisie over de (toekomstige) renteverwachting te delen met de klant.<sup>66</sup> Het oordeel heeft betrekking op het benchmarkgedeelte, omdat de

61 Het gaat hier veelal om het niet-professionele MKB. Onder MiFID II (Bijlage II) worden MKB-ondernemingen als professionele klant geïdentificeerd wanneer ze voldoen aan twee van de volgende drie criteria: (1) een balanstotaal van ten minste € 20 miljoen, (2) een netto-omzet van ten minste € 40 miljoen, en (3) een eigen vermogen van ten minste € 2 miljoen.

62 Zie ook E.P. Roelofsen, Een kritische beschouwing van de huidige stand van zaken met betrekking tot de jurisprudentie aangaande rentederivaten en het MKB, FR 2015, afl. 5, p. 198.

63 De minister heeft zelfs het Uniform Herstelkader rentederivaten (UHK) laten opstellen om MKB'ers te laten compenseren door de banken. Onlangs is de uitvoering van het UHK afgerond. Zie hierover het bericht van de AFM: [www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/juni/eindrapportage-rentederivaten](http://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2021/juni/eindrapportage-rentederivaten).

64 Roelofsen 2015, p. 198.

65 Hof Amsterdam 7 april 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:1267 (KvR c.s./ING Bank N.V.).

66 Hof Amsterdam 7 april 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:1267 (KvR c.s./ING Bank N.V.), r.o. 3.10-3.14. In een ander arrest heeft het gerechtshof 's-Hertogenbosch geoordeeld dat het mededelen aan een klant van nagenoeg dezelfde renteverwachting onvoldoende was, omdat de bank ook de verwachting had dat de rente op de lange termijn zou blijven dalen. Hof 's-Hertogenbosch 10 maart 2020, ECLI:NL:GHSHE:2020:875 (Rabobank/X), r.o. 3.5.12.

N.A. Campuzano

verwachting onder meer betrekking heeft op de waardeontwikkeling van de driemaands EURIBOR.<sup>67</sup>

### 5.3 *Hoe verhoudt de beoordeling van renteswaps zich tot de voordelen van benchmarks?*

Bij de beoordeling van renteswaps heeft de civiele rechter zich nauwelijks bemoeid met het benchmarkgedeelte, waardoor de werking en de voordelen van benchmarks grotendeels worden gelaten voor wat ze zijn. De informatie- en waarschuwingplicht ten aanzien van het productgedeelte staat niet in de weg van de bijbehorende voordelen van benchmarks. Mijns inziens zou deze plicht zelfs kunnen bijdragen aan de voordelen, met name het voordeel om geavanceerde of genuanceerde beleggingsstrategieën toe te passen. Renteswaps zijn een perfect voorbeeld van producten die kunnen worden gebruikt voor geavanceerde of genuanceerde beleggingsstrategieën, omdat een specifiek risico, het marktrenterisico, kan worden afgedekt.<sup>68</sup> De informatie- en waarschuwingplicht van de bank kan bijdragen aan het maximaliseren van dit voordeel, omdat daardoor de (veelal ondeskundige) klant beter in staat wordt gesteld om een beleggingsstrategie te vinden die past bij zijn risicobereidheid.

In het arrest van het gerechtshof Amsterdam lijkt bij de beoordeling van renteswaps wel aandacht te zijn besteed aan het benchmarkgedeelte. Zoals gezegd, heeft het hof geoordeeld dat de bank jegens haar klant onrechtmatig heeft gehandeld omdat zij heeft nagelaten haar rentevisie over de (toekomstige) renteverwachting in het kader van een renteswap te delen met de klant. Het hof gaat er dus van uit dat de verwachting van een van de partijen bij een benchmarkproduct ten aanzien van de ontwikkeling van de benchmarkwaarde van belang – en ook nog eens doorslaggevend – is voor de wederpartij om het benchmarkproduct af te sluiten. Hiermee miskent het hof belangrijke voordelen van benchmarkgebruik en daarmee hetgeen partijen bij een benchmarkproduct over en weer van elkaar mogen verwachten.

Allereerst miskent het hof het voordeel van contractflexibiliteit. Zoals gezegd, is het uitermate complex om in te schatten wat de marktprijs is op een bepaald moment in de toekomst. Om te voorkomen dat partijen bij het aangaan van een overeenkomst een fout begaan bij het inschatten van toekomstige prijzen, met alle (kostbare) gevolgen van dien, kan het gebruik van een benchmark die meebeweegt met de markt uitkomst bieden. Het voordeel van benchmarkproducten is juist dat de inschattingen en verwachtingen van de betrokken partijen niet meer nodig zijn.

Daarnaast miskent het hof het voordeel om gebruik te maken van onafhankelijke en deskundige prijsvorming. Door de driemaands EURIBOR als basistarief te gebruiken kiezen partijen ervoor om een deel van het rentetarief te laten bepalen door een onafhankelijke en deskundige derde, in de vorm van de European Money Markets Institute (EMMI) als beheerder. Omdat geen van de partijen invloed heeft

67 In de rentevisie ging het zowel om de kortlopende als om de langlopende marktrente.

68 Rauterberg & Verstein 2013, p. 112.

op dat deel van de rente (prijs) en kan weten hoe deze zich ontwikkelt, is een verwachting ten aanzien van de renteontwikkeling slechts speculatief van aard. Hoewel een oprechte inschatting van de renteontwikkeling door een bij uitstek deskundige partij, zoals een bank, mogelijk kan bijdragen aan de beeldvorming van een ondeskundige partij om een weloverwogen beslissing te maken, zou een renteverwachting vanwege de speculatieve aard nooit doorslaggevend moeten zijn bij het aangaan van een overeenkomst. Overigens zou het daarbij niet moeten uitmaken, en daar lijkt het hof in de beoordeling dan wel van uit te gaan, of er sprake is van een adviesrelatie of dat de bank uitsluitend optreedt als wederpartij.<sup>69</sup>

## 6 Indexopties

### 6.1 De indexoptie als benchmarkproduct

Indexopties zijn hiervoor, in paragraaf 3.4, al even aan bod gekomen. Indexopties zijn derivaten die het recht, maar niet de verplichting, geven om op een bepaalde dag (expiratedatum) de waarde van de onderliggende index te kopen (*calloptie*) of te verkopen (*putoptie*) tegen een bepaalde prijs (uitoefenprijs).<sup>70</sup> Op de expiratedatum kan de houder van de indexoptie ervoor kiezen om de optie wel of niet uit te oefenen.<sup>71</sup> Het uitoefenen van de optie houdt in dat de houder gebruik maakt van het recht om de onderliggende index te kopen tegen de uitoefenprijs.<sup>72</sup> Indien de houder ervoor kiest om de optie niet uit te oefenen, vervalt de optie na de expiratedatum. Voor de optie betaalt de houder een vergoeding (premie). Indexopties worden altijd contant afgewikkeld (*cash settlement*).<sup>73</sup>

Bijvoorbeeld een AEX-calloptie met expiratedatum 15 oktober 2021 en uitoefenprijs van € 730 (afgekort: C AEX 730 OKT 2021) geeft de houder het recht om op 15 oktober 2021 de AEX te kopen voor € 730. Indien op 15 oktober de koers van de AEX boven(/beneden) € 730 is, zal de houder de optie wel(/niet) uitoefenen, want

69 Hof Amsterdam 7 april 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:1267 (KvR c.s./ING Bank N.V.), r.o. 3.10-3.14. Zie verder over het verschil tussen de adviesrelatie en het optreden als wederpartij bij renteswaps D. Busch, De toekomst van de bijzondere zorgplicht in de financiële sector, NJB 2020/424, p. 460-462.

70 De expiratedatum is de laatste dag dat het optiecontract wordt verhandeld. Op de expiratedatum kan de optiehouder ervoor kiezen om de positie te sluiten of het contract te laten vervallen. Aangezien indexopties contant worden verrekend, ontvangt of betaalt de belegger contant geld, afhankelijk van de positie die de belegger aanhoudt (*long of short*). Bij het verstrijken bepaalt de beurs de *settlement* prijs, die wordt gebruikt om de contante verrekening te laten plaatsvinden.

71 Indexopties zijn altijd Europese stijl en kunnen alleen op de expiratedatum worden uitgeoefend. Hierin verschillen ze van opties Amerikaanse stijl, die op ieder moment vóór en op de expiratedatum kunnen worden uitgeoefend. Hoewel een Europese optie niet kan worden uitgeoefend voor expiratie, blijft deze (net als de Amerikaanse variant) wel gewoon verhandelbaar. De houder zou dus ook kunnen besluiten om de optie voor de expiratedatum te verkopen aan een andere partij.

72 Opties zijn hefboomproducten en vertegenwoordigen doorgaans 100 stuks van de onderliggende waarde. Bepaalde index- of futuresopties gaan zelfs per 250 of meer.

73 Het is niet mogelijk om de onderliggende index zelf te kopen of te verkopen. In plaats daarvan ontvangt of betaalt de houder contant geld, afhankelijk van de positie die de belegger aanhoudt (*long of short*). De beurs bepaalt de *settlement* prijs die wordt gebruikt om de contante verrekening te laten plaatsvinden. Doorgaans is de *settlement* prijs gelijk aan de slotkoers van de index op de dag voor expiratie.

N.A. Campuzano

de AEX kan tegen een lagere(/hogere) prijs worden gekocht dan deze op de beurs waard is. Stel dat de AEX op 15 oktober op € 745 staat, dan levert het uitoefenen van de optie € 15 op.<sup>74</sup>

De risico's en de winst bij indexopties, en opties in het algemeen, zijn afhankelijk van de ingenomen positie. Bij het kopen (longpositie) van een optie is het maximale verlies de premie die de optiehouder heeft betaald en de maximale winst onbeperkt.<sup>75</sup> Bij het verkopen/schrijven (shortpositie) van een optie is het maximale verlies onbeperkt en de maximale winst de premie die een belegger heeft ontvangen.<sup>76</sup> De risico's die kleven aan de handel in opties en met name het schrijven van opties (shorten) zijn aanleiding geweest voor de rechtspraak om de bijzondere zorgplicht voor banken in het leven te roepen.<sup>77</sup> In een aantal arresten van de Hoge Raad, ook wel de 'optiehandelarristen', stond centraal de blootstelling van (met name) particuliere beleggers aan de bijzondere risico's gerelateerd aan optiehandel.<sup>78</sup> Deze arresten hebben ook de basis gelegd voor de beoordeling van indexopties.<sup>79</sup>

## 6.2 De beoordeling van indexopties door de civiele rechter

De civiele rechter heeft bij de beoordeling van indexopties eigenlijk alleen maar gekeken naar het productgedeelte.<sup>80</sup> Het gaat steeds om de vraag of banken hun klanten voldoende hebben beschermd tegen de risico's gerelateerd aan het handelen in opties, waarbij de specifieke eigenschappen van *indexopties*, en daarmee het benchmarkgedeelte, niet nadrukkelijk aan bod zijn gekomen. Uit de optiehandelarristen volgt dat op de bank als professionele en op het gebied van financiële dienstverlening uiterst deskundige te achten dienstverlener een vergaande zorgplicht rust om particuliere beleggers te beschermen tegen het gevaar van eigen

74 AEX-opties vertegenwoordigen 100 stuks van de onderliggende waarde, waardoor het in de praktijk gaat om € 1500 in plaats van € 15. Een positie is pas winstgevend als ook de kosten voor de premie worden gedekt (*break-even price*).

75 Bij een longpositie-putoptie is de winst in theorie onbeperkt naar beneden, maar in feite gaat de prijs niet lager dan 0. De maximale winst is dus het verschil tussen de uitoefenprijs en 0.

76 Bij een shortpositie-putoptie is het verlies in theorie onbeperkt naar beneden, maar in feite gaat de prijs niet lager dan 0. De maximale winst is dus het verschil tussen de uitoefenprijs en 0.

77 In het arrest Dinkgreve/ING heeft de Hoge Raad voor het eerst aanvaard dat banken gehouden zijn tot een bijzondere zorgplicht jegens hun particuliere beleggers (HR 24 januari 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2256).

78 Onder meer kan worden verwezen naar: HR 24 januari 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2256 (Dinkgreve/ING), HR 23 mei 1997, ECLI:NL:HR:1997:AG7238 (Rabobank/Everaars), HR 26 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686 (Van de Klundert/Rabobank), HR 11 juli 2003, ECLI:NL:PHR:2003:AF7419 (Van Zuylen/Rabo Schaijk-Reek), HR 23 maart 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ7619 (ABN AMRO/Van Velzen) en HR 3 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU4914 (Rabobank Vaart en Vecht/X). Zie voor een overzicht Caria, in: GS Onrechtmatige daad VI.4.2.2.2.3.

79 In enkele van de optiehandelarristen ging het specifiek om het afsluiten van indexopties. Zie HR 26 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686 (Van de Klundert/Rabobank), r.o. 1.4 en HR 3 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU4914 (Rabobank Vaart en Vecht/X).

80 Zie HR 26 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2686 (Van de Klundert/Rabobank), r.o. 1.4 en HR 3 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU4914 (Rabobank Vaart en Vecht/X).

lichtvaardigheid en het gebrek aan inzicht.<sup>81</sup> Bij opties is dit echter niet waar de bijzondere zorgplicht van banken om (particuliere) beleggers te beschermen ophoudt. In het geval dat een belegger niet meer voldoet aan de marginverplichtingen, die vooral relevant zijn voor het schrijven van opties, geldt namelijk een weigeringsplicht. De reden dat de civiele rechter in dergelijke gevallen heeft geaccepteerd om het autonomiebeginsel opzij te schuiven en een weigeringsplicht te introduceren, is dat (lagere) toezichtrechtelijke regelgeving dit voorschrijft. Zo volgt uit art. 85 en 86 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft) dat een bank alleen dergelijke transacties mag verrichten als de particuliere klant (en andere niet-professionele beleggers) ‘margin’ stort om te verzekeren dat aan de verplichting die volgt uit de verkoop van opties kan worden voldaan. Indien een bank bij een margintekort toch uitvoering geeft aan een optie-transactie van de klant, dan schendt de bank haar bijzondere zorgplicht.

### 6.3 *Hoe verhoudt de beoordeling van indexopties zich tot de voordelen van benchmarks?*

Bij de beoordeling van indexopties heeft de civiele rechter zich uitsluitend bemoeid met het productgedeelte. Desalniettemin denk ik dat ook hier de informatie- en waarschuwingplicht kan bijdragen aan het (bij indexopties voornaamste) voordeel om geavanceerde of genuanceerde beleggingsstrategieën toe te passen. Opties maken talloze verschillende strategieën mogelijk, maar zijn op zichzelf al complexe instrumenten waarvan de waardeontwikkeling afhangt van verschillende bewegende factoren.<sup>82</sup> Dergelijke beleggingsstrategieën kunnen daarom ook zeer complex zijn en het is voor minder deskundige beleggers uitdagender om een strategie te vinden die past bij hun risicobereidheid. Door deze partijen goed te informeren over de werking van indexopties en te waarschuwen waar nodig is de kans groter dat zij een gepaste strategie toepassen en dit voordeel van benchmarks zo veel mogelijk benutten.

De weigeringsplicht staat (vanzelfsprekend) in de weg van de mogelijkheid om gebruik te maken van benchmarkproducten en de voordelen van benchmarks. De gedachte is dat de weigeringsplicht particuliere beleggers zou moeten beschermen, maar hierbij lijkt te zijn vergeten dat het voordeel van benchmarks om geavanceerde beleggingsstrategieën toe te passen ook kan worden gebruikt als bescherming tegen risico's. Bijvoorbeeld om indexopties te schrijven als hedgingsstrategie om

81 Zie ook A.C.W. Pijs, De bijzondere zorgplicht van de financiële dienstverlener, in: F.G.M. Smeele & M.A. Verbrug (red.), 'Opgelegde bescherming' in het bedrijfsrecht. Ratio, methodiek en dynamiek van dwingendrechtelijke bescherming van kwetsbare belangen in het bedrijfsrecht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2011, p. 167-193.

82 Zo beïnvloeden onder meer de resterende tijd tot expiratie en de impliciete volatiliteit de waarde van de optie.

N.A. Campuzano

(markt)risico's te dekken.<sup>83</sup> Desalniettemin heeft de civiele rechter ten aanzien van de weigeringsplicht weinig keuzevrijheid bij het hanteren van de weigeringsplicht voor banken, omdat de lagere regelgeving hiertoe verplicht. Wel heeft de rechter enige vrijheid bij de beoordeling van de omstandigheden die van belang zijn voor de schadevergoeding en de mate van eigen schuld van de klant.<sup>84</sup> Hier is mijns inziens ruimte voor de rechter om alsnog rekening te houden met het voordeel van benchmarks door het niet-weigeren van een transactie die ten doel heeft markt-risico's te hedgen de bank minder streng aan te rekenen, mits de bank de klant voldoende heeft geïnformeerd en gewaarschuwd voor de risico's.

## 7 Hypothecaire kredietovereenkomsten

### 7.1 *De hypothecaire kredietovereenkomst als benchmarkproduct*

Hoewel voorgaande benchmarkproducten voornamelijk relevant zijn voor bedrijven of financieel georiënteerde particulieren, bestaan er tevens benchmarkproducten die worden gebruikt door het brede publiek. De meeste hypothecaire kredietovereenkomsten – kredietovereenkomsten die worden gewaarborgd door een hypotheek – zijn namelijk benchmarkproducten. Het is gebruikelijk dat het variabele gedeelte van de renteverplichting onder dergelijke financiële overeenkomsten wordt bepaald aan de hand van een rentebenchmark (basistarief), zoals de eenmaands EURIBOR, plus een opslag.<sup>85</sup> Het eenzijdig verhogen van de renteopslag door banken is aanleiding geweest voor de meeste geschillen met betrekking tot deze benchmarkproducten.

### 7.2 *De beoordeling van hypothecaire kredietovereenkomsten door de civiele rechter*

Bij de beoordeling van hypothecaire kredietovereenkomsten wordt met name ingegaan op het productgedeelte. Het gaat immers om de vraag of overeengekomen renteopslag eenzijdig mag worden gewijzigd door de bank. Hoewel het gebruikelijk is dat de standaarddocumentatie voor hypothecaire kredietovereenkomsten meestal een rentewijzigingsbeding bevat die het banken toestaat om de renteopslag eenzijdig te wijzigen, moeten banken in toenemende mate rekening houden met het ambtshalve oordeel van de civiele rechter dat een dergelijk beding 'oneer-

83 Stel dat een belegger een longpositie heeft ingenomen en daarop marktrisico loopt. Idealiter heeft de belegger zijn hedgepositie (de positie die het marktrisico dekt) al ingesteld voordat het risico zich materialiseert. In dit geval heeft de belegger dat nog niet gedaan en verliest hij vanwege een marktdaling op zijn longpositie. Hierdoor is niet alleen zijn longpositie in waarde gedaald, maar ook zijn margin. Nu wil de belegger alsnog zijn longpositie hedgen tegen een verdere marktdaling door een shortpositie in te nemen door een indexoptie te schrijven, maar weigert de bank om daaraan mee te werken. De weigering van de bank heeft tot gevolg dat de belegger geen gebruik kan maken van een van de voordelen van benchmarks en zich daardoor niet kan beschermen tegen bepaalde risico's.

84 Het gaat om eigen schuld zoals bedoeld in art. 6:101 BW. Zie de optiehandelarresten in noot 80.

85 Het is ook mogelijk dat partijen tijdens het afsluiten van de overeenkomst (voor een bepaalde periode) een vast rentetarief zijn overeengekomen.

lijk<sup>86</sup> is en daardoor vernietigbaar.<sup>87</sup> De Hoge Raad heeft zich uitgelaten over een beding in de algemene voorwaarden die de bank de bevoegdheid gaf eenzijdig de opslag op het variabele rentepercentage (gelijk aan de eenmaands EURIBOR) te wijzigen.<sup>88</sup> In deze zaak maakte de Hoge Raad duidelijk dat het naleven van de publiekrechtelijke gedragsregels ten tijde van het sluiten van de overeenkomst geen garantie is dat het beding niet als oneerlijk wordt aangemerkt. Bij de beoordeling van de oneerlijkheid van een beding moet worden gekeken naar alle relevante omstandigheden ten tijde van het sluiten van de overeenkomst. Daarbij is van belang, maar niet per se doorslaggevend, dat partijen het transparantiebeginsel – dat schriftelijke bedingen in overeenkomsten met consumenten steeds duidelijk en begrijpelijk moeten zijn – in acht hebben genomen.<sup>89</sup>

### 7.3 *Hoe verhoudt de beoordeling van hypothecaire kredietovereenkomsten zich tot de voordelen van benchmarks?*

Bij de beoordeling van het hypothecair krediet als benchmarkproduct heeft de Hoge Raad zich niet uitgelaten over het benchmarkgedeelte. Wel lijkt de Hoge Raad ruimte te laten om de voordelen van benchmarks mee te laten wegen in de oneerlijkheidstoets van een wijzigingsbeding met betrekking tot een renteopslag. De Hoge Raad benadrukt namelijk dat moet worden gekeken naar alle relevante omstandigheden ten tijde van het sluiten van de overeenkomst. Mijns inziens valt daar ook onder of de voordelen van benchmarks in acht zijn genomen.

Het belangrijkste voordeel van de prijsstelling van hypothecaire leningen door middel van een rentebenchmark is waarschijnlijk de contractflexibiliteit – het voordeel dat de prijs in een langetermijnovereenkomst met de markt meebeweegt en de prijsontwikkeling niet kan worden beïnvloed door de wederpartij. Bij hypothecaire kredietovereenkomsten is de rentebenchmark alleen het basistarief en komt daarbovenop nog een vaste renteopslag, maar dat neemt niet weg dat beide partijen mogen verwachten dat de rentebenchmark met de markt meebeweegt en de renteontwikkeling niet op een later moment kan worden beïnvloed door de wederpartij. Bijvoorbeeld, als de renteverplichting bestaat uit EURIBOR +1%, dan mogen de partijen verwachten dat de te betalen rente altijd 1% boven de markt beweegt. Als

86 In de Nederlandse wet wordt niet het criterium 'oneerlijk', maar het criterium 'onredelijk bezwarend' gehanteerd (art. 6:231 e.v. BW). Uit jurisprudentie is niet af te leiden dat er een verschil bestaat tussen het begrip 'oneerlijk' in de Richtlijn oneerlijke bedingen en 'onredelijk bezwarend' in de Nederlandse wet.

87 Uit rechtspraak van het HvJ EU volgt dat het Europese effectiviteitsbeginsel ertoe noopt dat nationale rechters ambtshalve moeten toetsen of overeenkomsten gesloten tussen ondernemers en consumenten een beding bevatten dat 'oneerlijk' is in de zin van Richtlijn 93/13/EEG. Bovendien kan nationale rechters door het HvJ EU worden opgedragen om ambtshalve te onderzoeken of de regeling van toepassing is. Zie bijv. HvJ EU 26 oktober 2006, C-168/05, ECLI:EU:C:2006:675, HvJ EU 4 juni 2009, C-243/08, ECLI:EU:C:2009:350, HvJ EU 6 oktober 2009, C-40/08, ECLI:EU:C:2009:615, HvJ EU 30 mei 2013, C-488/11, ECLI:EU:C:2013:341, NJ 2013/487 en HvJ EU 28 juli 2016, C-168/15, ECLI:EU:C:2016:602. Zie ook Busch 2020 en A.G.F. Ancery & H.B. Krans, *Ambtshalve toepassing van consumentenrecht: grensbepaling en praktische kwesties*, AA 2016, p. 825-830.

88 HR 22 november 2019, ECLI:NL:HR:2019:1830, JOR 2020/36, m.nt. H. Scholten.

89 Het transparantiebeginsel vindt zijn basis in art. 5 van Richtlijn 93/13/EEG (zie eveneens art. 6:238 lid 2 BW) en is verder ontwikkeld in de rechtspraak van het HvJ EU.

N.A. Campuzano

de rentopslag kan worden gewijzigd door een van de partijen en die partij maakt daar gebruik van, dan is de beweging van de rente niet te danken aan de markt en hangt de renteontwikkeling af van een van de partijen, waardoor het voordeel van contractflexibiliteit wordt aangetast. Hoewel er goede redenen te bedenken zijn waarom banken de opslag zouden moeten kunnen wijzigen, zou een dergelijke mogelijkheid naar mijn mening alleen moeten zijn toegestaan als het voor beide partijen voldoende duidelijk is dat het voordeel van contractflexibiliteit in uitzonderlijke gevallen opzij kan worden gezet. Om de verwachte werking en voordelen van benchmarks zo veel mogelijk te waarborgen zou een rechter mijns inziens niet te strikt moeten zijn in het oordeel of een rentewijzigingsbeding oneerlijk is.

## 8 Conclusie

Het gebruik van benchmarks voor de prijsstelling van financiële instrumenten en financiële overeenkomsten komt met aantrekkelijke voordelen voor marktpartijen en draagt bij aan een goede werking van de financiële markten. Benchmarks bieden logische oplossingen voor problemen waar marktpartijen in het handelsverkeer tegenaan lopen. Het ligt in de rede dat marktpartijen van de voordelen willen profiteren en dat een juist gebruik van benchmarkproducten natuurlijk tot stand komt. Het is aan de civiele rechter om bij de beoordeling van de rechten en plichten van marktpartijen zo veel mogelijk rekening te houden met de voordelen van benchmarks. Het gebeurt echter zelden dat de civiele rechter zich uitlaat over het benchmarkgedeelte of de voordelen daarvan. Toch lijkt de civiele rechter onbewust in het merendeel van de gevallen de goede richting in te slaan. Dat neemt niet weg dat de civiele rechter er goed aan zou doen om in het vervolg bij de beoordeling van benchmarkproducten de voordelen van benchmarks te meten en weten.