

Bancaire zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid van de belegger

Enige opmerkingen naar aanleiding van HR 11 juli 2003, C01/257 (Erven Kouwenberg / Rabobank Schaijk-Reek)

W.H. van Boom*

Dit artikel verscheen eerder in NTBR 2003/10, p. 555-564

1. Inleiding

Zolang de effectenbeurs een opgaande koerslijn kent, klagen particuliere beleggers niet vaak over de bank¹ die assisteert bij hun beleggingen. Maar zodra er verlies wordt geleden, zijn de ogen snel op de bank gericht.² Particuliere beleggers zijn slechte verliezers, dat lijkt althans onder effecteninstituten een populaire klacht te zijn,³ waarmee ook nog eens de opkomst van ‘de’ claimcultuur in de effectenwereld bewezen zou zijn.

Maar is het werkelijk schering en inslag? Er wordt in absolute getallen ongetwijfeld meer geklaagd dan vroeger, maar of de particuliere belegger gemiddeld genomen sneller en met meer succes klaagt dan vroeger, staat daarmee nog in het geheel niet vast.⁴ Bedacht moet worden dat tegenwoordig veel meer particulieren in effecten beleggen dan pakweg twintig jaar geleden,⁵ en dat de gemiddelde waardestijgingen en -dalingen de afgelopen tien jaar ongekend zijn geweest. Er is er dus ook, naast vreugde, meer reden voor meer verliezers om te klagen.⁶ Dat neemt overigens niet weg dat een door veel beleggers gebruikt beleggingsproduct waar een ‘ontwerpfout’ aan kleeft – denk aan een structureel tekort aan informatie over specifieke risico’s – tot een hausse aan claims kan leiden. Een dergelijk grootschalig incident draagt natuurlijk sterk bij aan de perceptie dat sprake is van een claimcultuur.

* Hoogleraar privaatrecht, Centrum voor Aansprakelijkheidsrecht, Departement Privaatrecht, Universiteit van Tilburg. Met dank aan C.J.M. van Doorn voor onderzoeksassistentie, en aan verschillende personen binnen en buiten het Centrum die een eerdere versie van kritisch commentaar hebben voorzien.

¹ Het begrip ‘bank’ wordt hier gebruikt naast ‘effecteninstituten’; dit laatste begrip is in wetgevings-terminologisch opzicht juister.

² C. E. Du Perron, *Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht*, in: M.W. Hesselink et al. (red.), *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, Den Haag: BJU 2003, p. 187.

³ Tekenend in dit verband is het Jaarverslag DSI (Dutch Securities Institute) 2002, dat op p. 19 (“Integriteit moet van twee kanten komen”) lijkt te suggereren dat beleggers slechte verliezers zijn.

⁴ De kennis van beleggers over hun juridische positie is niet optimaal, zo volgt uit empirisch onderzoek dat T. Loonen en W. Schonewille, *Zorgplicht in vele gedaanten – de juridische regels voor vermogensbeheer en -advies*, Amsterdam: NIBE-SVV 2002, p. 25 e.v., beschrijven.

⁵ Over deze ontwikkeling Loonen en Schonewille 2002, p. 14 e.v., en p. 32 e.v.

⁶ Heel inzichtelijk wordt dit gevisualiseerd met de CBS koersindex 1952-2000 in het rapport ‘Aandelenlease: niet bij rendement alleen’ (rapport AFM 2002), p. 2. Tussen medio 2000 en medio 2003 is ongeveer € 450 miljard aan beurswaarde verdampt (zie brief Minister van Financiën d.d. 16 juni 2003, Kamerstukken II, 2002/03, 28 965, nr. 1), hetgeen ongetwijfeld de aanleiding tot klagen (terecht of niet) in kwantitatief opzicht explosief heeft doen toenemen. Zo bezien valt de toename van het aantal klachten bij de Klachtencommissie (KC) DSI (1994: 106, 2000: 369, aldus Jaarverslag 1998-2000) misschien nog wel mee.

Het lijkt mij weinig opmerkelijk dat juist verliezers klagen. Een patiënt klaagt toch ook niet als de operatie geslaagd is? Zijn klacht komt als de operatie niet is geslaagd, want dan pas is de vraag relevant of de mislukking een aan de operatie inherent risico was of een fout van de behandelend arts. Bij bancaire aansprakelijkheid in verband met particuliere beleggingen is het in essentie ook zo. Complicerende factor bij aansprakelijkheid van de bank – of beter: effecteninstelling – is dat het bij beleggingsschade in de meeste gevallen om een samenspel van handelingen en beslissingen van twee kanten gaat: zowel de effecteninstelling als de particuliere belegger hadden de gelegenheid om de schade te voorkomen. Wie had in dat geval moeten ingrijpen, de effecteninstelling, de belegger, of allebei? Deze vraag treedt duidelijk naar voren in de rechtspraak inzake de marginverplichting bij de handel in opties. Het hierna te bespreken arrest is de laatste van deze uitspraken. Hierna wordt het arrest kort samengevat, waarna een juridische plaatsbepaling volgt van de optiehandel en de daarbij relevante bancaire zorgplichten; vervolgens wordt nader op de gedeelde verantwoordelijkheid van instelling en particuliere belegger ingegaan en op de implicaties daarvan voor het eigen schuld-leerstuk.

2. Erven Kouwenberg vs. Rabobank

Kouwenberg, een particuliere belegger, handelde sinds 1984 in opties, onder meer door putopties te schrijven.⁷ Toen hij in oktober 1987 niet langer aan zijn marginverplichtingen [556] kon voldoen,⁸ heeft de bank de posities gesloten. In 1990 heeft de belegger de instelling gedagvaard tot schadevergoeding. De rechtbank oordeelde kort gezegd dat partijen in overleg en met wederzijdse instemming hebben afgeweken van de marginregels, dat de belegger voldoende op de hoogte was van de risico's verbonden aan de optiehandel en dat de instelling derhalve niet tekortgeschoten was in haar zorgplicht. Het Hof bekrachtigt het vonnis van de rechtbank. Dit oordeel blijft in cassatie niet overeind.

De Hoge Raad geeft een aantal belangwekkende beslissingen. Allereerst oordeelt hij (r.ov. 3.5.2) over de uitleg van art. 31 van het Reglement voor de Handel van de EOE (RHO), dat onder meer bepaalde dat de instelling bij het accepteren van een order moest *nagaan* of de belegger in staat was de verliezen te dragen en dat de instelling van de belegger voldoende margin moest *vorderen*.⁹ Het Hof had in deze bepaling niet de absolute plicht van de instelling gelezen om *zich in alle gevallen* van uitvoering van opdrachten van de belegger te onthouden; de Hoge Raad acht deze uitleg niet onbegrijpelijk.¹⁰ Bovendien was, aldus de Hoge Raad (r.ov. 3.5.3.), het RHO geen recht in de zin van art. 79 RO.

⁷ Met het schrijven van opties geeft de belegger tegen directe betaling van een optiepremie aan de nemer van de optie het recht om in de toekomst een onderliggend aandeel te kopen of te verkopen aan de belegger tegen een afgesproken prijs. Gaat het om een putoptie, dan heeft de nemer recht om te verkopen tegen de afgesproken prijs. Daling van de genoteerde waarde van het aandeel in de optieperiode komt aldus ten laste, en stijging ten gunste van de schrijvende belegger. Gaat het om een calloptie, dan heeft de nemer het recht om te kopen tegen de afgesproken prijs. Daling van de genoteerde waarde in de optieperiode komt ten gunste, en stijging ten laste van de schrijvende belegger. Uitgebreid over de gang van zaken bij optiehandel P.E.B. Corten, *Ondernemingsrecht* 1999/1, p. 7 e.v.; voor een korte beschrijving J.M. van Dijk, in: *Leerboek Effectenrecht*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2001, p. 107-110.

⁸ Uitleg van het begrip 'margin' wordt hierna gegeven, in par. 3.2.

⁹ Voor de volledige tekst zie bijv. HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192 (Rabobank Graftdijk / Everaars), r.ov. 3.1.

¹⁰ In mijn bespreking van HR 24 januari 1997, NJ 1997, 260 (D./Internationale Nederlanden Bank), in A&V 1997/3, p. 64, bepleitte ik wel een dergelijke absolute 'onthoudingsplicht'. Ook in die zin A-G Verkade voor Kouwenberg vs. Rabobank, nr. 4.8. L.D. van Setten, *De commissionair in effecten*, diss. Utrecht 1998, p. 207-209, gaat, als ik het goed

Vervolgens wordt het uiteindelijke oordeel van het Hof onder de loep genomen. Het Hof had duidelijk geen medelijden met de belegger: deze had de gebruikelijke optieovereenkomst ondertekend en zodoende verklaard op de hoogte te zijn van de risico's van het schrijven van opties en van de marginverplichting.¹¹ De instelling had de belegger concreet gewaarschuwd dat zijn gehele vermogen gevaar liep, maar de belegger was moeilijk te overtuigen en vrij eigengereid. In een dergelijk geval bestaat er onvoldoende grond om de instelling aansprakelijk te houden voor het niet-inachtnemen van de marginverplichting, aldus het Hof.

De Hoge Raad casseert deze beslissing. De kernoverwegingen liggen in r.ov. 3.6.3 en 3.6.4 besloten. In r.ov. 3.6.3. geeft de Hoge Raad allereerst een handzame samenvatting van zijn eerdere rechtspraak:

3.6.3 Zoals de Hoge Raad heeft geoordeeld in zijn hiervoor in 3.5.2 vermelde arrest van 26 juni 1998 (NJ 1998, 660, WvB), waarin het ging om het geval van een particuliere cliënt van een Rabobank die in augustus/september 1987 putopties schreef zonder de vereiste marge te hebben verschaft, is een bank die van haar particuliere cliënten opdrachten tot het uitvoeren van optietransacties ontvangt als professionele en op dit terrein bij uitstek deskundig te achten dienstverlener tot een bijzondere zorgplicht gehouden, gelet op de zeer grote risico's die aan dergelijke transacties verbonden kunnen zijn. Deze zorgplicht – die naar zijn aard tot strekking heeft de cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht, zodat, indien dat gevaar zich verwezenlijkt, bij de toepassing van de in art. 6:101 BW opgenomen maatstaf fouten van de cliënt die uit die lichtvaardigheid of dat gebrek aan inzicht voortkomen in beginsel minder zwaar wegen dan fouten van de bank waardoor deze in die zorgplicht is tekortgeschoten (HR 23 mei 1997, nr. 16250, NJ 1998,192) – vloeit voort uit hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen een bank en haar particuliere cliënten, meebrengen. De omvang van die zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder de eventuele deskundigheid van de cliënt, diens inkomens- en vermogenspositie, de vraag of de bank heeft toegezien op naleving van de margeverplichtingen en de cliënt daarover regelmatig heeft ingelicht, en de vraag of de bank terstond na het ontstaan van margetekorten aanvullende dekking heeft verlangd. Voor de bepaling van die omvang zijn de verplichtingen van de bank ingevolge de art. 31f en 31m RHO mede van betekenis, terwijl voorts bij de uitleg van deze bepalingen in aanmerking moet worden genomen dat zij onmiskenbaar mede strekken ter bescherming van de belangen van de cliënten van de bank. Van de uit haar bijzondere zorgplicht jegens de cliënt voortvloeiende verplichtingen kon de bank zich niet ontslagen achten op de enkele grond dat die cliënt – kennelijk met goetvinden van de bank – rechtstreeks met de optietafel van, kort gezegd, de centrale Rabobank handelde.

In r.ov. 3.6.4 wordt vervolgens uitgelegd waarom de instelling in beginsel tóch aansprakelijk kan worden gehouden:

3.6.4 In het licht van deze rechtspraak geeft rov. 4.10.2 in een aantal opzichten blijk van een onjuiste rechtsopvatting. In de eerste plaats dwingt de strekking van de op de bank als professionele en op het risicovolle terrein van optietransacties deskundige dienstverlener rustende bijzondere zorgplicht – bescherming van de particuliere cliënt tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht – ertoe aan te nemen dat, anders dan het Hof heeft geoordeeld, een bank in beginsel in strijd met die zorgplicht handelt indien zij haar cliënt volgt in diens uitdrukkelijke wens dat, niettegenstaande hij niet voldoet aan de gebruikelijke margeverplichting, uitvoering wordt gegeven aan (een) door hem verstrekte opdracht(en) tot het verkopen (schrijven) van putopties in de hoop dat de beurs wel weer zal aantrekken en zijn verlies beperkt zal blijven. Deskundigheid **[557]** op het gebied van de optiehandel aan de zijde van de cliënt kan, zoals volgt uit het hiervoor in 3.6.3 overwegene, weliswaar van invloed zijn op de omvang van die zorgplicht, maar de enkele bekendheid met de optiehandel in het algemeen en de daaraan verbonden risico's in het bijzonder kan, anders dan

zie, nog verder: hij leest in de rechtspraak van de Hoge Raad reeds deze absolute plicht. Naar huidig recht dient die plicht m.i. wel te worden aangenomen; daarover hierna meer.

¹¹ De praktisch eenvoudige, maar uiteraard op een fictie gestoelde opvatting dat de belegger, door de verklaring te ondertekenen dat hij geïnformeerd is en de risico's kent, ook daadwerkelijk deze risico's kent, kwam ik ook tegen bij uitspraak KC DSI nr. 192 d.d. 12 november 2002 en nrs. 55 en 58 van 7 april 2003. Omgekeerd: als de effecteninstelling niet aandringt op ondertekening, handelt zij onzorgvuldig en stelt zij zich aan aansprakelijkheid bloot, aldus KC DSI 19 maart 2003, nr. 39.

het Hof heeft aangenomen, niet leiden tot het oordeel dat sprake is van in dit verband relevante deskundigheid aan de zijde van de cliënt. Uitgaande van die onjuiste opvatting heeft het Hof geoordeeld dat de bank niet aansprakelijk is voor schade die een cliënt lijdt doordat de gebruikelijke margeverplichting niet steeds is aangehouden indien de bank de cliënt voortdurend heeft gewezen op de risico's en hem zelfs heeft gewaarschuwd dat zijn gehele vermogen gevaar liep, maar de cliënt (Kouwenberg) moeilijk te overtuigen en vrij eigengereid is. Ook dit oordeel kan derhalve geen stand houden. Indien een bank nalaat opdrachten tot het verkopen (schrijven) van putopties, afkomstig van cliënten die niet aan de gebruikelijke margeverplichting voldoen, te weigeren, dan zijn, ook als het gaat om opdrachten van eigengereide en moeilijk te overtuigen cliënten, waarschuwingen als hiervoor bedoeld niet toereikend om iedere aansprakelijkheid van de bank voor schade die de cliënt lijdt ten gevolge van het niet steeds aanhouden van de gebruikelijke margeverplichting af te wenden.

3. Optiehandel en zorgplicht

3.1. algemeen

Het risicovolle karakter van beursbeleggingen in het algemeen heeft in de afgelopen tien á vijftien jaar aanleiding gegeven tot een verbijzondering van zorgplichten.¹² Tegenwoordig rust op effecteninstellingen een meervoudige zorgplicht,¹³ en bij risicovoller beleggingsactiviteiten zoals optiehandel en aandelenlease heeft deze zorgplicht nog een extra dimensie. Algemeen gesproken moet de effecteninstelling op grond van toezichtswetgeving¹⁴ er voor zorgen dat de particuliere belegger op begrijpelijke wijze¹⁵ geïnformeerd wordt over de risico's van de betreffende belegging,¹⁶ dat van de belegger een profiel wordt opgemaakt waarin financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen zijn opgenomen,¹⁷ en dat de belegger geen verplichtingen aangaat die niet

¹² Over deze (internationale) ontwikkeling bijv. Du Perron 2003, p. 187-188.

¹³ Naast de hierna in de hoofdttekst genoemde zorgplichten is er de zorgplicht ter voorkoming van conflicterende belangen en het verbod van churning (overmatig muteren bij actief beheer om commissie te genereren); daarover bijv. K. Frielink, in: Een bewezen bestaansrecht - Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht, Deventer: Kluwer 2002, p. 92 e.v. Zorgplichten bij advies en beheercontracten blijven hier buiten beschouwing; zie daarover verschillende bijdragen aan R.P.J.L. Tjittes et al., Bank & aansprakelijkheid, Deventer: Kluwer 1996. Ook kan worden gewezen op de zorgplicht van de instelling tegenover de 'achterman' van de belegger; daarover HR 9 januari 1998, NJ 1999, 285 nt. WMK (MeesPierson NV / Ten Bos c.s.) en KC DSI 30 juli 2003, nr. 108.

¹⁴ De genoemde zorgplichten staan ook genoemd in afdeling 3.2 van het concept-wetsvoorstel Wet Financiële Dienstverlening, te vinden op www.minfin.nl.

¹⁵ In dit verband moet worden gewezen op de indringende en concrete toetsing die het Duitse BGH bij optiehandel verricht. Zie bijv. BGH 11 juli 1988, BGHZ 105, 108, BGH 16 november 1993, BGHZ 124, 151, BGH28 mei 2002, VersR 2003, p. 511, en BGH 1 april 2003, VersR 2003, p. 996. In deze rechtspraak worden hoge eisen aan de informatieplicht gesteld: de informatie moet schriftelijk zijn, moet ook voor de vluchtige lezer opvallend zijn, en de 'Aussagekraft' mag niet door gunstige voorstellingen 'verschleiern', 'verniedlichen' of anderzins ontkracht worden.

¹⁶ Alle relevante regelgeving is te vinden onder 'wetten en regels' bij www.afm.nl. Voor informatieplichten (bij beleggen) zie de Nadere Regeling Gedragstoezicht Effectenverkeer 2002 (NRG 2002), Stcrt. 1999, 12 (zoals sindsdien gewijzigd), waarvan m.n. van belang zijn: art. 27 lid 1 sub i (schriftelijke verklaring van de cliënt dat deze is geïnformeerd), art. 33 (m.n. lid 1 onder c: risicomelding), art. 34-37 (informatieoverzichten gedurende beleggingen), 38 (plicht tot geven van begrijpelijke informatie) en bijlage 7. Zie C. M. Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht - Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht, Den Haag: BJU 2002, p. 366 e.v. en Loonen en Schonewille 2002, p. 39 e.v. Voor specifieke stroomlijning van de informatieplicht bij gecompliceerde financiële diensten is er voorts de financiële bijsluiting; zie daarover bijv. C.W.M. Lieverse, AV&S 2002, p. 151 e.v., J. Borgesius en Ph.H.J.G. van Huizen, Verzekering en informatieverstrekking, preadviezen Vereniging voor Verzekeringswetenschap, Deventer: Kluwer 2002, en A.R. Filius, in: Een bewezen bestaansrecht - Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer: Kluwer 2002.

¹⁷ Zie over dit "know your customer" vereiste art. 11 lid 1 van Richtlijn 93/22/EEG, Pb L 141, art. 24 aanhef en onder b Besluit Toezicht effectenverkeer 1995 (BTE), art. 28 NRG 2002, art. 7.3.2 Gedragscode DSI, alsmede art. 18 lid 4 ontwerp richtlijn betreffende beleggingsdiensten en geregelde markten (COM (2002) 625 d.d. 19 november

stroken met zijn financiële draagkracht.¹⁸ Dat aspect verdient zeker aandacht in verband met het schrijven van opties; ik kom er hierna op terug.

De genoemde zorgplichten zijn inmiddels niet alleen verregaand *gereguleerd*, maar vooral ook *geformaliseerd*: de effecteninstelling dient ervoor te zorgen dat de contractuele relatie met de cliënt op schrift wordt vastgelegd en dat daarin een verklaring van de cliënt wordt opgenomen dat deze kennis heeft genomen van de verstrekte informatie en dat hij zich bewust is van de risico's die aan de belegging zijn verbonden.¹⁹ Aan die schriftelijkheidseis wordt streng de hand gehouden in de bindende advies-praktijk van de Klachtencommissie DSI (Dutch Securities Institute).²⁰ Ook dient de instelling over een goede interne organisatie en adequate controlemechanismen te beschikken om deze verplichtingen te kunnen uitvoeren.²¹

3.2.optiehandel

Aankoop van *aandelen* brengt risico's met zich: de waarde [558] van het aandeel kan fluctueren en zelfs verdampen.²² Als de belegger zich van dit risico bewust is en de aankoop van de aandelen met eigen middelen financieert, kan daar weinig bezwaar tegen bestaan. Problematisch wordt het uiteraard als huis en haard op het spel worden gezet.²³ Mede daarom brengt de maatschappelijke functie van banken met zich dat zij zich, in hun hoedanigheid van intermediaire effecteninstelling,²⁴ op de hoogte stellen van de *financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen* van de particuliere belegger.²⁵

De bank moet dus in elk geval zien te voorkomen dat de particuliere belegger bij het handelen in effecten verplichtingen aangaat die hij op voorhand niet kan nakomen. Heel uitzonderlijk is dit naar mijn mening niet. Gewezen kan worden op een vergelijkbare zorgplicht in art. 28 Wet op het Consumentenkrediet, dat sinds jaar en dag bepaalt dat de kredietverlener de kredietwaardigheid van de consument dient te onderzoeken.²⁶

De behoefte aan een soortgelijk onderzoek naar de 'kredietwaardigheid' speelt zeker bij *optiehandel*. Het kenmerkende verschil met zowel het lenen van geld als de aan- en verkoop van aandelen, is namelijk dat op het moment van schrijven van de optie niet is vast te stellen wat het

2002). Vgl. C. M. Grundmann-van de Krol, AAE 2002, p. 235, Du Perron 2003, p. 193 e.v. en Van Setten 1998, p. 180 e.v.

¹⁸ Zie hierna § 4.2.

¹⁹ Zie artikel 25 BTE; vgl. in dezelfde zin artikel 18 lid 7 ontwerp richtlijn betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten (COM (2002) 625 d.d. 19 november 2002).

²⁰ Door te ondertekenen, maakt de belegger het zichzelf vrij moeilijk om daarna nog te beweren dat hij de risico's van beleggen in opties niet kende. Anderzijds: door de belegger niet te laten tekenen, loopt de instelling het risico van onzorgvuldigheid te worden beschuldigd; zie noot 11.

²¹ De AFM stelt in de NRG 2002 nadere eisen aan de organisatie van de instelling; deze dient zodanig te zijn ingericht dat de cliënt op grond van objectieve en kenbare criteria ondergebracht wordt in een zogenaamde 'cliëntrisicogroep'. Zie Art. 24b, lid 1 onder b, BTE jo. bijlage 4 NRG 2002.

²² Zie nader R.E. de Rooy, Bb 2001/4, p. 39.

²³ KC DSI 4 november 2002, nr. 182, oordeelt dat een bank daarom terecht terughoudend was bij het verlenen van een hypothecair krediet ten behoeve van optiehandel door een particulier.

²⁴ Dit betekent dat de plicht om informatie over de cliënt te vergaren niet alleen bij advies en vermogensbeheer, maar ook bij 'execution only'-dienstverlening geldt. Dit volgt uit art. 28 lid 1 NRG 2002. Vgl. voorts KC DSI 7 april 2003, nr. 55 en nr. 58, waar nadere invulling aan deze 'vergaarplicht' wordt gegeven.

²⁵ Zie noot 17.

²⁶ Art. 28 WCK. Zie ook het voorstel Wet Financiële Dienstverlening, te vinden op www.minfin.nl. Vgl. ook art. 8 Colportagewet, dat een onderzoek naar de draagkracht van de koper eist.

maximum bedrag van de financiële verplichtingen van de schrijvende belegger zal zijn.²⁷ Wie € 100 leent of een aandeel van die waarde koopt, weet wat hij moet terugbetalen, resp. wat zijn maximale verlies zal zijn. Maar bij het schrijven van opties is dat niet mogelijk: wie bijvoorbeeld een call-optie schrijft zonder de onderliggende aandelen te bezitten, weet niet exact wat hij zich op de hals haalt. Optiehandel is in dat opzicht risicovoller dan andere gangbare ‘kansspelen’. Als het aandeel bijvoorbeeld scherp in waarde stijgt, loopt de schrijver een verlies op dat op voorhand – zeker bij instabiele fondsen – niet in te calculeren is. Bij het schrijven van de optie én gedurende de looptijd van de optie zal daarom steeds weer een inschatting van het financiële belang van de transactie moeten worden gemaakt. Die inschatting moet vervolgens worden vertaald in zekerheden: de belegger moet de onderliggende aandelen (bij een call) danwel een proportioneel geldbedrag (of kredietruimte) hebben om te zijner tijd aan zijn verplichtingen te kunnen voldoen. Dat bedrag wordt margin genoemd.²⁸ Overigens verdient opmerking dat dit een andere vraag is dan die naar de waardering van bijvoorbeeld effecten als onderpand; die waarderingvraag is weliswaar van belang voor de vraag óf voldoende margin aanwezig is, maar wordt niet bestreken door de marginregels zelf.²⁹

4. Marginverplichting

4.1. wie houdt de margin in de gaten?

Wiens verantwoordelijkheid zou het moeten zijn om de margin te bewaken? Het boerenverstand zegt wellicht: dat is de verantwoordelijkheid van de particuliere belegger zelf. Maar een genuanceerder antwoord is denkbaar. Om de optiehandel aan de beurs soepel te laten verlopen, moeten er immers waarborgen zijn voor de nakoming van de verplichtingen door de schrijvende beleggers. Krachtens beursregels zijn het daarom niet de particuliere schrijvende beleggers zelf, maar de intermediaire effectenininstellingen die op eigen naam voor rekening van de particuliere belegger op de optiebeurs handelen.³⁰ De instellingen staan dus zelf in voor de afwikkeling van de transacties, en zij lopen derhalve zelf het risico dat de schrijvende belegger niet in staat is om zijn verplichtingen na te komen. Reeds uit eigen belang zou de effectenininstelling er dus verstandig aan doen om er op toe te zien dat de schrijvende belegger aan de margin voldoet.³¹ Daar komt bij dat de margin dagelijks verandert en dus ook dagelijks in de gaten gehouden moet worden, en dat de instelling als bij uitstek deskundige, hiertoe beter in staat is. Weliswaar valt het

²⁷ Zie voor een korte uitleg van optiehandel hiervoor noot 7.

²⁸ Zie over de margin bijv. Van Setten 1998, p. 94-95. Voor berekening van de margin zij verwezen naar de formule bij Loonen en Schonewille 2002, p. 127-128.

²⁹ In de Kouwenberg-zaak lijkt m.n. het hof dit onderscheid niet goed te maken. Dit laat overigens onverlet dat het stellen van de waarde van effecten als onderpand (soms aangeduid met ‘bevoorschotting’) op 100% zeer onverstandig is en ook schending van een zorgplicht kan opleveren, bijvoorbeeld als de belegger van dit ongebruikelijke percentage niet op de hoogte is gesteld. Zie bijv. KC Optiebeurs 11 september 1990, nr. 9035. Vgl. KC Optiebeurs 16 februari 1993, nr. 9305, waar de instelling ten onrechte toestond dat de risico’s van een geschreven *put*optie werden afgedekt met aandelen als onderpand die ook het onderwerp van de optie waren!

³⁰ Zie Van Setten 1998, p. 104 e.v., p. 312 e.v.

³¹ Die dekking kan bij het schrijven van callopties bestaan uit onderliggende aandelen, maar een geldwaarde is ook gebruikelijk; de optiehandel beoogt namelijk nauwelijks de daadwerkelijke overgang van aandelen, maar veeleer het behalen van winst door speculeren op waardefluctuatie.

berekenen qua rekenwerk wel mee,³² maar omdat het een dagelijks te verrichten berekening is, lijken de computersystemen van effecteninstellingen geschikter dan de home-pc.³³ Naast het eigen belang van de instelling wordt in de juridische vormgeving van de optiehandel vooral ook benadrukt dat de effecteninstelling op het naleven van de marginverplichting moet toezien met het oog op het publieke vertrouwen in de optiehandel.³⁴ Vandaar ook dat tegenwoordig [559] het nalaten van de instelling om de marginverplichting in de gaten te houden, een strafbaar feit oplevert.³⁵ Bovendien wordt de plicht van de instelling gezien als een verplichting die met het oog op de belangen van de belegger zelf moet worden nageleefd.³⁶ De effecteninstelling moet met andere woorden de belegger behoeden tegen het aangaan van financiële verplichtingen waarvan niet vaststaat dat hij deze kan nakomen.³⁷

4.2. waarschuwen of ingrijpen?

Hoe ver gaat de 'hoedplicht' van de instelling? Moet deze bij constatering van overschrijding van de margin slechts waarschuwen of ook ingrijpen in bestaande posities, danwel voorkomen van het schrijven van nieuwe opties? Er is een groot verschil tussen die twee alternatieven: in het eerste geval rust de eindverantwoordelijkheid uiteindelijk bij de belegger; diens besluit is beslissend voor het al dan niet schrijven of sluiten van posities. In het tweede geval is het de instelling die beslist: die bepaalt dat de posities worden afgebouwd, ook tegen de zin van de belegger in.

Banken meenden lange tijd dat zij aan hun zorgplicht hadden voldaan als zij hadden gewaarschuwd voor de risico's van overschrijding.³⁸ Sinds 1999 geldt evenwel art. 28 NRG, dat (thans) bepaalt:

(...)

2. De effecteninstelling onthoudt zich van het uitvoeren van een transactie voor rekening van een cliënt, indien de op naam van de cliënt aanwezige saldi ontoereikend zijn om aan de verplichtingen te voldoen die voortvloeien uit die transactie.

3. Een effecteninstelling ziet er op toe dat cliënten die posities hebben in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortkomen, voortdurend over voldoende saldi beschikken om aan de actuele verplichtingen te voldoen.

4. Indien de cliënt bedoeld in het derde lid over onvoldoende saldi beschikt, ziet de effecteninstelling er op toe dat deze cliënt zekerheden stelt waaruit de verplichtingen kunnen worden voldaan. Indien de cliënt geen aanvullende zekerheden kan stellen, sluit de effecteninstelling de posities zo spoedig mogelijk doch uiterlijk binnen vijf werkdagen tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen.

³² Zie noot 28.

³³ Loonen en Schonewille 2002, p. 86, menen dat de margin niet gemakkelijk door een leek kan worden berekend. M.i. geeft de in de noot 28 genoemde formule met enig cijfermatig inzicht die mogelijkheid wel (gesteld dat men als particulier de moeite neemt om de Euronext-dekkingspercentages te achterhalen). Vgl. nog M.R. Mok, in: Tjittes et al. 1996, p. 32, die er op wijst dat grote banken dergelijke calculaties dagelijks maken.

³⁴ Zie bijv. de Euronext Rule Book, Ch. 8, § 8202 (te vinden op www.euronext.com), dat zowel 'market integrity' noemt als de noodzaak om de 'financial soundness' van de belegger niet in gevaar te brengen. Vgl. Loonen en Schonewille 2002, p. 80.

³⁵ Zie over de strafrechtelijke sanctionering van de BTE 1995 G.T.J. Hoff, *Ondernemingsrecht* 2002/6, p. 164 e.v.

³⁶ Corten 1999, p. 9.

³⁷ Let wel: dat is iets anders dan een plicht om te waarschuwen dat het (hele) vermogen van de belegger op het spel staat. Dat de belegger aan zijn margin voldoet, houdt immers in dat hij het risico van (algeheel) vermogensverlies kan dragen! Of de plicht om te waarschuwen tegen vermogensverlies bestaat, hangt af van de omstandigheden van het geval, aldus HR 24 januari 1997, NJ 1997, 260 (D./Internationale Nederlanden Bank).

³⁸ Vgl. Corten 1999, p. 11-12.

‘Er op toezien’ betekent dat het enkele *waarschuwen* niet voldoende is: de cliënt moet niet slechts gewaarschuwd worden, maar desnoods gedwongen worden om zijn posities te sluiten. Naar huidig recht (dat wil zeggen: sinds inwerkingtreding van deze bepalingen) is de situatie dus redelijk helder: de instelling heeft een resultaatsverplichting als het gaat om het toezicht op naleving van de marginverplichting en de plicht om de posities binnen vijf werkdagen te sluiten.³⁹ Dat is tegenwoordig dan ook standaard praktijk. Discussie is met name mogelijk waar het om de ‘bijzondere omstandigheden’ van het vierde lid gaat.⁴⁰

Vóór 1999 – en dus ook toen de feiten uit het onderhavige arrest zich afspeelden – was er art. 31 e.v. van het Reglement voor de Handel van de EOE, dat onder meer bepaalde dat de instelling bij het accepteren van een order moest *nagaan* of de belegger in staat was de verliezen te dragen en dat de instelling van de belegger voldoende margin moest *vorderen*.⁴¹ Mede aan de hand van deze EOE-regels – die volgens eerdere rechtspraak van de Hoge Raad onmiskenbaar mede tot bescherming van de belegger strekten⁴² – is in de rechtspraak een op de aanvullende werking van redelijkheid en billijkheid gebaseerde, ongeschreven contractuele zorgplicht tot ontwikkeling gekomen. Hoever deze zorgplicht strekt, hing volgens de Hoge Raad af van de omstandigheden van het geval.⁴³ Een van de omstandigheden was *of* de instelling had toegezien op naleving van de marginverplichting. Hieruit kan mijns inziens worden afgeleid dat ook naar ‘oud recht’ (dat wil zeggen de situatie van voor 1999), zoals dat voor het wijzen van het onderhavige arrest moest worden begrepen, het niet toezien op naleving van de marginverplichting een sterke indicatie was voor schending van de zorgplicht.⁴⁴

Het arrest *Kouwenberg vs. Rabobank* gaat mijns inziens nog iets verder. Uit r.ov. 3.6.4 van het hier besproken arrest volgt naar mijn mening dat de marginverplichting ook onder het oude recht veeleer als een resultaatsverbintenis jegens de beleggende particulier moet worden begrepen dan als een enkele factor. De bewoordingen van de Hoge Raad zijn namelijk streng: de strekking van de zorgplicht *dwingt* ertoe aan te nemen dat de bank *in beginsel* in strijd met die zorgplicht handelt door toe te geven aan – mijn bewoordingen: – de grillen van de eigenwijze belegger die met het schrijven van opties zonder margin als het [560] ware ongedekte cheques uitgeeft. Waarschuwen is niet genoeg, weigeren te schrijven wel.⁴⁵

³⁹ Zo ook R.E. de Rooy, Bb 2001/4, p. 40. Vgl. de toelichting op de wijziging NRG 1999 ad art. 28, te vinden onder ‘wetten en regels’ bij www.afm.nl. Ik merk nog op dat de tekst van art. 28, vierde lid, zoals gewijzigd door de regeling gepubliceerd in Stcrt. 2001, 168, spreekt van ‘vijf werkdagen’, het pdf-bestand op www.afm.nl met de geconsolideerde tekst van de NRG spreekt kennelijk ten onrechte van ‘vijf dagen’.

⁴⁰ Vgl. Loonen en Schonewille 2002, p. 86-87. Wat bijvoorbeeld te denken van de belegger die op vakantie gaat en die tijdens zijn vakantie door de bodem van zijn margin zakt? Vgl. daarover bijv. Rb. Rotterdam 21 april 1995, NJ 1996, 469 (Verenigde Spaarbank / De Boer) en Loonen en Schonewille 2002, p. 82-83.

⁴¹ Voor de volledige tekst zie bijv. HR 23 mei 1997, NJ 1998, 192 (Rabobank Grafdijk / Everaars), r.ov. 3.1.

⁴² HR 26 juni 1998, NJ 1998, 660 (Van de Klundert/Rabobank Sprundel), r.ov. 3.6.

⁴³ Daarover bijv. R.E. de Rooy, Bb 2001/4, p. 39 e.v. Kritisch over de ondoorzichtigheid van de omstandigheden-afweging in deze rechtspraak zijn J.M. Barendrecht en E.J.A.M. van den Akker, *Informatieplichten van dienstverleners*, Deventer: Tjeenk Willink 1999, p. 194.

⁴⁴ In die zin uitdrukkelijk de bindende adviezen van de KC Optiebeurs (KCO), genoemd door A-G Mok in diens conclusie voor HR 13 november 1987, NJ 1988, 278 (Haanstra/Rabobank) en door Mok besproken in Tjittes et al. 1996, p. 30 e.v. Vgl. Loonen en Schonewille 2002, p. 48.

⁴⁵ Hetgeen n.m.m. ook betekent dat ‘doorrollen’ zonder margin uit den boze is.

5. Eigen verantwoordelijkheid van beleggers

5.1. sommige beleggers kunnen niet met geld omgaan

De zorgplicht van de effecteninstelling om toe te zien op de naleving van de marginverplichting, gaat erg ver en doet een fundamentele vraag rijzen: heeft de belegger nog wel een eigen verantwoordelijkheid? Ik geef graag toe dat het begrip ‘verantwoordelijkheid nemen’ inmiddels een min of meer inhoudsloze kreet geworden is, maar misschien geeft het juist daarom wel aan waar het hier om gaat: is het onderbuik-gevoel dat die gretige beleggers op hun blaren moeten zitten, in plaats van een ander de schuld te geven, terecht of niet?

Een aantal auteurs meent dat de eigen verantwoordelijkheid meer benadrukt zou moeten worden.⁴⁶ Dit standpunt is navoelbaar: in de huidige kredietmaatschappij ondervinden veel mensen moeite om met geld om te gaan; zij werken zich in de nesten met een creditcard, postorderkrediet of effectenlease en eindigen niet zelden in het putje van de WSNP.⁴⁷ Moet het aansprakelijkheidsrecht meevaren op de stroom van beschermingsmaatregelen die de wetgever ter bescherming van deze particulieren uitvaardigt, en hier een richtinggevende ontwikkeling in zien voor ongeschreven zorgplichten, ook tegenover ‘*personae non miserabiles*’, of moet ons aansprakelijkheidsrecht fier het meer klassieke liberalisme van individuele verantwoordelijkheid blijven volgen?

Dit is zonder meer een dilemma, en ik vind het al met al verklaarbaar dat de Hoge Raad, gezien de maatschappelijke positie van banken en vooral ook de maatschappelijke functie van krediet, min of meer meevaart en de particulier tegen zichzelf in bescherming neemt.⁴⁸ Of dat paternalisme die particulier optimaal prikkelt tot prudent budgetteren, valt te betwijfelen. Maar omgekeerd valt ook te betwijfelen of het *ontbreken* van bancaire aansprakelijkheid de particulier tot grotere voorzichtigheid zou prikkelen. Wat wél zeker is, is dat door de instelling aansprakelijk te achten voor het niet-inacht nemen van de margin – zoals de Hoge Raad in deze uitspraak doet –, deze instellingen er voor zullen zorgen dat particulieren niet aanrommelen.⁴⁹ De prikkel van het aansprakelijkheidsrecht werkt nu eenmaal beter als er niet een éénmalige fout, maar een structurele fout in de organisatie is die aanleiding kan geven tot een aanzienlijke schadelast. Een effecteninstelling die de margin niet in de gaten houdt, terwijl zij daartoe wel verplicht is, zal namelijk niet één keer, maar vele malen aansprakelijk worden gesteld. Dat weerkerende en cumulerende aansprakelijkheidsrisico brengt voor de instelling uiteindelijk zoveel kosten met zich dat deze niet opwegen tegen de kosten van het naleven van de zorgplicht; het resultaat zal zijn dat de instelling de zorgplicht actief zal naleven. Zo bezien prikkelt aansprakelijkheid van effecteninstellingen voor het niet-toezien op de marginverplichting de juiste persoon. Reductie van de schadeclaim wegens eigen schuld (art. 6:101 BW) dient vervolgens het doel van speciale preventie en dient om die reden te blijven worden toegepast.⁵⁰

⁴⁶ Zo begrijp ik Frielink 2002, p. 90, E.J. Weller, Tijdschrift voor Compliance 2003, p. 69 e.v., en T. Hartlief, R.P.J.L. Tjittes, NJB 2003/31, p. 1589. Vgl. ook Barendrecht en Van den Akker 1999, p. 96.

⁴⁷ Daarover bijv. N.J.H. Huls, V. Schellekens, Je ziet de gaten in hun handen, de eerste ervaringen van rechtbanken en gerechtshoven met de toepassing van de Wet schuldsanering natuurlijke personen, Utrecht: Lemma 2001.

⁴⁸ Wat dit betreft zal de Hoge Raad, zo vermoed ik, de bindend adviespraktijk van de KC DSI ook als richtinggevend – want gedragen door de branche zelf – beschouwen. Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dit overigens niet expliciet.

⁴⁹ De huidige praktijk lijkt in elk geval te zijn dat instellingen strikt de hand houden aan de marginverplichting. Of dit de verdienste van de rechtspraak (KC DSI en Hoge Raad) is, danwel van regulering en toezicht (art. 28 NRG en de AFM), durf ik niet te zeggen.

⁵⁰ Ik kom in § 5.4 nader te spreken over eigen schuld van de particuliere belegger.

Maar men kan zich wel afvragen waar deze weg ons zal voeren. Ik vermoed dat wij in de toekomst wat dit betreft nog veel meer zullen horen van zorgplichten van financiële dienstverleners, van fenomenen als ‘know your customer’, cliëntenprofielen,⁵¹ van de poortfunctie van banken en effecteninstellingen – bijvoorbeeld bij het verstrekken van krediet voor beleggingsdoeleinden⁵² en bij het sluiten van verliesgevende posities⁵³ – en van de plicht tot ‘tracking’ van afwijkend bestedings- of beleggingsgedrag.⁵⁴

Deze toenemende druk op deze financiële instellingen om in de portemonnee van particuliere cliënten te kijken en om deze in bescherming te nemen tegen hun eigen beslissingen, staat haaks op de in onze maatschappij levende rechtsovertuiging ten aanzien van persoonlijke verantwoordelijkheid. Velen zullen de uitspraak *Kouwenberg vs. Rabobank* niet met die rechtsovertuiging kunnen verenigen. We moeten echter niet de ogen sluiten voor het feit dat deze rechtsovertuiging niet altijd goed aansluit bij de maatschappelijke realiteit. Want wat houdt persoonlijke verantwoordelijkheid voor financiële beslissingen eigenlijk in? Psychologische studies laten onthutsende uitkomsten zien als het gaat om de rationaliteit van individuen met betrekking tot hun financiële beslissingen.⁵⁵ Wellicht heeft de Hoge Raad bij deze inzichten uit de psychologie willen aanknopen toen hij in *Rabobank vs. Everaars* [561] aan de instelling verweet dat deze de belegger niet strikt aan de margin had gehouden, terwijl dat volgens de Hoge Raad juist een aanzienlijk effectievere maatregel zou hebben opgeleverd dan het waarschuwen en vervolgens tóch medewerking verlenen aan voortzetting van de optiehandel. In deze wijze van redeneren, die ook in *Kouwenberg vs. Rabobank* wordt gevolgd, schuilt een psychologische waarheid. De particuliere belegger kan – ook de hoogopgeleide en naar eigen zeggen rationele belegger – ten prooi vallen aan zelfbedrog (*the gambler’s fallacy*) door bijvoorbeeld de kansen op koersherstel te rooskleurig in te schatten en door slecht nieuws te bagateliseren: ‘de volgende keer gaat het wél goed’.⁵⁶ Terecht stelt de Hoge Raad in *Kouwenberg vs. Rabobank* dat deskundigheid meer is dan de kennis van de

⁵¹ Daarover kritisch Weller 2003, p. 74.

⁵² Effecteninstellingen zullen, zo verwacht ik, wat dit betreft in de toekomst vaker ‘nee’ moeten verkopen aan cliënten. Zie bijv. T. Loonen, Tijdschrift voor Compliance 2003/4 (die het voorbeeld geeft van ‘nee’ verkopen aan een student die risicovol wil beleggen; vgl. KC DSI 7 april 2003, nr. 58) en het voorbeeld van KC DSI 00-320, besproken bij Loonen en Schonewille 2002, p. 55-56 (‘nee’ verkopen als uitvoeren van de wensen van de belegger tot ‘churning’ zou leiden). Kritisch over deze ontwikkelingen Weller 2003.

⁵³ Vgl. Loonen en Schonewille 2002, p. 122-123, die waarschuwen voor de ‘zachte heelmeeesters’ onder medewerkers van effecteninstellingen. Een instelling die een ‘harde heelmeeester’ was, werd in KC DSI 1 mei 2003, nr. 86, in het gelijk gesteld.

⁵⁴ De KC DSI lijkt vooralsnog afwijzend te staan tegenover een dergelijke ongeschreven plicht tot ‘tracking’; zie uitspraak nr. 192 d.d. 12 november 2002. De toename van het belang van cliëntenprofielen zal dergelijke plichten n.m.m. uiteindelijk wel in het leven roepen. Zie nader Du Perron 2003, p. 194 e.v. Vgl. Loonen en Schonewille 2002, p. 60.

⁵⁵ Voor een populair overzicht zie bijv. Gary Belsky en Thomas Gilovich, *Why smart people make big money mistakes and how to correct them*, New York: Fireside 1999, en John Allen Paulos, *A Mathematician plays the Stock Market*, s.l.: Basic Books 2003. Zie voor bijdragen aan dit onderzoeksgebied Daniel Kahneman, Amos Tversky (eds.), *Choices, Values, and Frames*, Cambridge: CUP 2000, m.n. hoofdstuk 12-15.

⁵⁶ Du Perron 2003, p. 192 wijst reeds op dit probleem. Vgl. ook conclusie A-G Verkade bij HR 11 juli 2003 (*Kouwenberg vs. Rabobank*), nr. 5.3.11. Over dat verschijnsel bijv. ook J. Baron, *Thinking and deciding*, Cambridge: Cambridge University Press 2000, p. 139-140. Vgl. voorts Van Setten 1998, p. 207, die wijst op de verleidelijkheden van optieschrijven. Gewezen kan ook worden op het verschijnsel dat individuen bereid zijn om meer te spenderen aan het behoud van goederen die zij reeds hebben, in vergelijking met goederen die zij niet hebben. Dit kan bij geschreven opties bijdragen aan het ‘disposition effect’ (ook ‘endowment effect’ genoemd): individuele beleggers zijn minder snel bereid om verliesgevende posities te sluiten dan verstandig is (zie Paulos, a.w., p. 22). Het werk van Daniel Kahneman en Amos Tversky wijst op dit effect; zie hun overzichtsboek genoemd in noot 55, waarin o.a. hoofdstuk 21 (T. Odean) relevant materiaal biedt. Vgl. bovendien Baron 2000, hoofdstukken 11 en 12.

optiehandel in het algemeen en de daaraan verbonden risico's in het bijzonder. En deskundigheid is trouwens ook niet alles: een doorgewinterde gokverslaafde kan veel deskundigheid ten aanzien van de risico's van gokken hebben, maar het is toch niet verstandig om hem met geld te laten gokken dat hij niet heeft.⁵⁷

De weg die is ingeslagen, leidend van volledige individuele verantwoordelijkheid naar een gedeelde verantwoordelijkheid met een bancaire instelling die niet de cognitieve beperkingen van het individu heeft, illustreert naar mijn gevoel in elk geval de bittere noodzaak van betere educatie van Nederlandse ingezetenen op het vlak van 'persoonlijk budget'.⁵⁸

5.2.margin en gedeelde verantwoordelijkheid

Geconstateerd kan dus worden dat de rechtspraak min of meer meebuigt met de beschermingstendens, maar we mogen niet vergeten dat in werkelijkheid ook de eigen verantwoordelijkheid nog steeds een rol speelt, en wel voornamelijk via het leerstuk van eigen schuld.⁵⁹ In het verleden werd nog wel eens gesteld dat de verantwoordelijkheid van de instelling als het ware overging op de belegger zodra deze voor marginoverschrijdingen was gewaarschuwd. Doorgaan met de optiebelegging zou dan een contractuele afwijking opleveren van de verplichting van de instelling om de margin in acht te nemen. Het arrest *Haanstra vs. Rabobank* leek een dergelijke afspraak inderdaad mogelijk te maken,⁶⁰ maar in het licht van *Kouwenberg vs. Rabobank* is het onwaarschijnlijk dat een dergelijke afspraak stand houdt.⁶¹ De plicht om via de marginverplichting te beschermen tegen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht en deskundigheid, blijft ook dan bestaan. Dat geldt voor het oude, maar zeker voor het huidige recht. Niet-naleving van de marginverplichting is voor de effecteninstelling namelijk een strafbaar feit, zodat afwijking bij overeenkomst niet tot de mogelijkheden lijkt te behoren.⁶²

Er is dus hooguit sprake van een gedeelde verantwoordelijkheid bij marginoverschrijdingen. Als wij naar de bindend advies-praktijk van de vroegere Klachtencommissie Optiebeurs en tegenwoordig de Klachtencommissie DSI kijken,⁶³ dan komt daar – ook buiten het verband van de marginverplichting – het beeld uit naar voren dat toegewezen claims veelal met het leerstuk van

⁵⁷ Vgl. KC Optiebeurs 95-23, besproken Loonen en Schonewille 2002, p. 114. Du Perron 2003, p. 197 wijst terecht op de paternalistische parallel met kansspelen; ook daar worden mensen tegen hun beperkingen in bescherming genomen. Het zou mij niet verbazen als casino's – gegeven hun maatschappelijke functie etc.... – bovendien een ongeschreven rechtsplicht blijken te hebben om met terugkerende gokverslaafden op enig moment een goed gesprek te hebben en deze uiteindelijk de toegang tot het casino te weigeren. Gewezen kan worden op de Duitse praktijk, waarbij verslaafden een "Spielsperre" overeen kunnen komen en het casino dan verplicht is om de speler te weren. Zie daarover bijv. OLG Hamm 7 oktober 2002, VersR 2003/23, p. 998. Ook in ons land zijn dergelijke overeenkomsten gangbaar, maar ik sluit niet uit dat onder omstandigheden ook zonder instemming van de verslaafde door het casino ingegrepen moet worden.

⁵⁸ Dit klemmt temeer nu complexe en ondoorzichtige financiële producten zoals aandelenlease kennelijk met name aanslaan bij minder koopkrachtigen (zie het AFM-rapport genoemd in noot 6), die gemiddeld genomen ook een minder hoge opleiding hebben genoten.

⁵⁹ Daarover bijv. Loonen en Schonewille 2002, p. 112 e.v.

⁶⁰ HR 13 november 1987, NJ 1988, 278 (Haanstra/Rabobank), r.ov. 3.4.

⁶¹ Zo ook reeds Van Setten 1998, p. 200-201. Vgl. Corten 1999, p. 9.

⁶² Zie Loonen en Schonewille 2002, p. 83, en p. 86 (met verwijzing naar een in die zin luidende uitspraak van de KC Beursbedrijf 99-214). Du Perron 2003, p. 192 stelt in dit verband dat de cliënt geen afstand kan doen van de bescherming.

⁶³ Over deze instituten M.R. Mok, in: Tjittes et al. 1996, resp. Loonen en Schonewille 2002, p. 23 e.v.

eigen schuld percentueel gereduceerd worden.⁶⁴ Ook de rechtspraak van de civiele rechter wijst in die richting. Ik denk dat dit in de kern het idee weerspiegelt dat het inacht nemen van de marginverplichting een gedeelde verantwoordelijkheid van instelling en belegger is.⁶⁵ De zaak *Kouwenberg vs. Rabobank* is wat dit betreft dus nog niet afgelopen; de omvang van de verantwoordelijkheid van de belegger moet immers nog worden vastgesteld.⁶⁶

5.3.eigen verantwoordelijkheid neemt zorgplicht niet weg

Op het eerste gezicht kan de plicht van de instelling om meer te doen dan waarschuwen, uitzonderlijk lijken. Ik [562] denk dat dit niet het geval is. Er bestaan namelijk vergelijkbare, vergaande zorgplichten om anderen er actief van te weerhouden om schade aan te richten. Een verschil met deze gevallen is veelal wel dat de effecteninsetting primair met het oog op de belangen van de belegger zélf tot ingrijpen verplicht wordt; andere mogelijke benadeelden komen niet in het vizier.⁶⁷

In die andere gevallen gaat het vaak om zorgplichten primair in het belang van deze derden-benadeelden.⁶⁸ Een voorbeeld van een dergelijke zorgplicht met het oog op de belangen van derden zou het volgende kunnen zijn. Een stamgast bezoekt 'zijn' café. De barman weet dat de stamgast met de auto is gekomen en gezien zijn eigengereidheid ook van plan is om straks met de auto terug naar huis te rijden. De barman merkt dat de stamgast meer drinkt dan de wegenverkeerswetgeving toestaat. Hij besluit om niet meer te schenken.⁶⁹ De stamgast wordt boos, oefent druk uit en krijgt uiteindelijk toch zijn zin. Op weg naar huis veroorzaakt hij een ongeval. Een andere weggebruiker lijdt schade: kan deze het café aansprakelijk stellen?⁷⁰ Ik denk het wel: de wet legt een zorgplicht op,⁷¹ het gevaar was kenbaar voor de barman, en hij was in staat om maatregelen te treffen die het ongeval konden voorkomen. In een dergelijk geval zal naar geldend recht niet gemakkelijk kunnen worden gesteld dat de verantwoordelijkheid voor het ongeval alleen gelegen is bij de stamgast. En als de stamgast nu zelf tegen een boom rijdt en zijn schade wil verhalen op het café? Ook dan zullen we naar geldend recht waarschijnlijk niet aan aansprakelijkheid van het café ontkomen. De bijzondere zorgplicht van het café⁷² ziet, zo lijkt het, mede op de belangen van de stamgast. Dat is opmerkelijk: de primair verantwoordelijke persoon kan een ander voor zijn schade aanspreken?! Toch is het helemaal niet opmerkelijk, vermoed ik. Misschien hebben Hartlief en Tjittes wel gelijk

⁶⁴ Zie Jaarverslag KC DSI 1998-2000, p. 23-24. Ik wijs ook op KC DSI 28 november 2002, nr. 204, en KC DSI 30 juli 2003, nr. 108.

⁶⁵ En zo moet het ook zijn. De schadevergoedingsplicht van de effecteninsetting behoort m.i. met het oog op speciale preventie wegens eigen schuld te worden gereduceerd als de particuliere belegger wist of gezien zijn ervaring of deskundigheid behoorde te weten van de overschrijding. Ik kom er in § 5.4 op terug.

⁶⁶ Ook A-G Verkade, concl. nr. 5.3.12, wijst daar op.

⁶⁷ Behoudens in situaties als aan de orde was in HR 9 januari 1998, NJ 1999, 285 nt. WMK (MeesPierson NV / Ten Bos c.s.), waar de instelling een zorgplicht verschuldigd was met het oog op de belangen van de achterman.

⁶⁸ Gedacht kan ook worden aan de zorg van een psychiatrisch ziekenhuis die met het oog op mogelijke schade van derden toezicht dient te houden op patiënten, zoals in HR 12 mei 1995, NJ 1996, 118 ('t Ruige Veld) aan de orde was. Over dergelijke toezichthoudersaansprakelijkheden uitgebreid I. Giesen, AV&S 2002/4, p. 97 e.v. (m.n. p. 100 e.v.), en dezelfde, in: Aansprakelijkheid in beroep, bedrijf of ambt, Deventer: Kluwer 2003, p. 311 e.v.

⁶⁹ Deze plicht vloeit mede voort uit art. 20 lid 7 en art. 21 Drank- & Horecawet.

⁷⁰ Het voorbeeld blijft goedgevoerd theoretisch vanwege de garantie van schadevergoeding op grond van de WAM.

⁷¹ Zie noot 69.

⁷² Zie noot 69.

als zij naar aanleiding van *Kouwenberg vs. Rabobank* suggereren dat een bancaire toezichts aansprakelijkheid jegens de primaire dader uiteindelijk een verkeerd signaal geeft en als het ware tot onvoorzichtigheid uitnodigt,⁷³ maar het kan niet worden ontkend dat dergelijke signalen al sinds jaar en dag worden gegeven in ons aansprakelijkheidsrecht.⁷⁴ Is niet het hele leerstuk van aansprakelijkheid voor gevaarzetting daar een voorbeeld van? Ook dat leerstuk verplicht degene die een bijzondere band met een gevaarlijke situatie heeft tot het treffen van voorzorgsmaatregelen met het oog op lichtzinnige, onvoorzichtige of ronduit domme slachtoffers.⁷⁵ Soms zijn de gevaren blijkbaar te groot om met waarschuwen voor het gevaar te kunnen volstaan, en moet worden ingegrepen – ook als het handelen of nalaten van de benadeelde zelf mede-oorzakelijk is voor diens schade.⁷⁶ Ook in dit opzicht kent de aansprakelijkheid van de effecteninstituten voor het niet handhaven van de marginverplichting parallellen. Met die observatie reken ik mijzelf niet tot de pleitbezorgers van een absolute hoedplicht van banken, die ook zou moeten gelden ingeval de belegger gewaarschuwd is voor de oplopende tekorten op de margin. Wel meen ik te kunnen zeggen dat er in ons verbintenissenrecht vergelijkbare fenomenen waarneembaar zijn en dat ook in die gevallen de eigen verantwoordelijkheid van de primaire dader niet in de weg staat aan het aannemen van een zorgplicht van de ‘toezichthouder’.⁷⁷

5.4.eigen verantwoordelijkheid in beginsel hooguit 49%

Onvoorzichtige slachtoffers dragen medeverantwoordelijkheid, die met art. 6:101 BW tot uitdrukking wordt gebracht. Ook meneer Duchateau, die in café De Munt in het bekende keldergat viel, kreeg uiteindelijk slechts 50 procent van zijn schade vergoed.⁷⁸ Wel is met *Rabobank vs. Everaars* een nieuwe impuls gegeven aan de bepaling van de omvang van de eigen schuld. De Hoge Raad overweegt namelijk dat het Hof terecht

“betekenis heeft toegekend aan het feit dat het hier gaat om een zorgplicht die naar zijn aard tot strekking heeft de cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht, en dat daarom, zo dit gevaar zich verwezenlijkt, bij de toepassing van de maatstaf die thans in art. 6:101 BW is opgenomen en ook in dit geval voor toepassing in aanmerking komt, fouten van de cliënt die uit lichtvaardigheid of dat [563] gebrek aan inzicht

⁷³ T. Hartlief, R.P.J.L. Tjittes, NJB 2003/31, p. 1589.

⁷⁴ Nadere voorbeelden treft men bij Giesen, t.a.p.

⁷⁵ Daarover bijv. de in noot 68 genoemde vindplaatsen, alsmede C.C. van Dam, Aansprakelijkheidsrecht – een grensoverschrijdend handboek, Den Haag: BJU 2000, nr. 822. Gedacht kan ook worden aan de taxichauffeur die een inrijverbod negeerde en een bussluis in reed, om vervolgens de gemeente aansprakelijk te stellen; zie HR 20 maart 1992, NJ 1993, 547 (Diemen/Reptax). Ook kan worden gedacht aan bewust meerijden met een dronken bestuurder; dat leidt in beginsel niet tot verval van aanspraken; het ongeval dat volgt, is een gedeelde verantwoordelijkheid. Zie bijv. HR 28 september 1990, NJ 1992, 619 (Staat/Delta Lloyd), HR 12 oktober 1990, NJ 1992, 620 (Geerts/Ten Dam), en daarover NTBR 1992/3, p. 107 (G.E. van Maanen, P. Romers).

⁷⁶ Bijv. HR 20 maart 1992, NJ 1993, 547 (Diemen/Reptax) wijst daar op, maar ook het Kelderluik-arrest (HR 5 november 1965, NJ 1966, 136) zelf.

⁷⁷ In hoeverre men meent dat de parallel met gevaarzetting opgaat, is een kwestie van waardering van de te verwachten schade: het treffen van voorzorgsmaatregelen ter voorkoming van letsel heeft waarschijnlijk meer prioriteit dan het voorkomen van zuivere vermogensschade zoals bij optiehandel kan optreden. Toch zijn er ook gevallen waarin ter voorkoming van zuivere vermogensschade opgetreden dient te worden; ik denk bijv. aan de waarschuwingsplicht van de notaris in *Dicky Trading* (HR 18 december 1992, NJ 1994, 91).

⁷⁸ HR 5 november 1965, NJ 1966, 136 (Kelderluik).

voortvloeiën, in beginsel minder zwaar wegen dan fouten aan de zijde van de Bank waardoor deze in die zorgplicht is tekortgeschoten.”

Deze verdelingsmaatstaf wordt herhaald in *Kouwenberg vs. Rabobank*. Geconstateerd kan allereerst worden dat opnieuw niet duidelijk wordt gemaakt op welke maatstaf van art. 6:101 de Hoge Raad hier duidt: de causale verdeling, de billijkheidscorrectie, of allebei? Het maakt nogal uit: als de Hoge Raad het oog heeft op de causale verdeling,⁷⁹ kan nog veel veranderen met toepassing van de billijkheidscorrectie.⁸⁰ Als de Raad daarentegen doelt op de billijkheidscorrectie, dan is een vuistregel geformuleerd waar niet gemakkelijk ten voordele van de instelling van kan worden afgeweken. Die vuistregel houdt dan in – zo maak ik op uit de zinsnede ‘minder zwaar wegen’ – dat de belegger ten hoogste 49% van zijn schade zelf dient te dragen, terwijl de instelling tenminste 51% dient te vergoeden.

Bovendien kan men zich afvragen wat de implicaties van deze verantwoordelijkheidsverdeling voor andere leerstukken zijn, bijvoorbeeld voor de eerdergenoemde gevaarzettingaansprakelijkheid. Die is namelijk ook gebaseerd op de plicht om anderen te behoeden voor eigen onvoorzichtigheid. Het lijkt logisch om deze verdelingsmaatstaf ook daar van toepassing te achten en het onvoorzichtige slachtoffer van onrechtmatige gevaarstelling recht te geven op vergoeding van ten minste 51% van zijn schade.⁸¹ Hoe dit ook zij, voor de effecteninstelling is belangrijker dat de Hoge Raad enerzijds van de instelling een handelswijze eist die afgestemd is op de *feitelijke*, menselijke zwakheden en beperkingen van particuliere beleggers en dat aan die belegger anderzijds verweten wordt dat hij niet de zelfbeheersing van een *voorbeeldig* belegger aan de dag heeft gelegd. Ook van de belegger wordt dus een hoge mate van geobjectiverde zorgvuldigheid gevraagd.

Een vraag die in verband met eigen schuld nog zou kunnen rijzen, is of er wel ruimte zou moeten zijn voor een eigen schuld-verweer van een effecteninstelling: is het geen pot die de ketel verwijt, als de instelling de belegger verwijt de margin niet zelf in acht te hebben genomen? Kan dat pot/ketel-verweer opgaan, of moet juist worden gezegd dat de hoedplicht van de instelling mede ziet op het risico dat de belegger zelf niet oplet, waarschuwingen negeert, of de beurstekenen liever negeert en dat het karakter van de hoedplicht nu juist aan een dergelijk eigen schuldverweer in de weg staat?⁸² Op het eerste gezicht lijkt dit laatste een aantrekkelijke redenering, maar ik denk toch dat zij onjuist is.⁸³ Bij rechtsfiguren waar het ‘alles of niets’-karakter voorop staat, moet een dergelijke voorrangsregel inderdaad worden toegepast. Wil men bijvoorbeeld een overeenkomst vernietigen wegens dwaling, dan komt het vaak aan op de vraag of de mededelingsplicht boven de onderzoekspflicht gaat. Omdat aan vernietiging van oudsher een ‘alles of niets’ karakter toekomt, wordt aan de waarschuwingsplicht in dit opzicht prioriteit gegeven. Maar als het gaat om een schadevergoedingsplicht, dan biedt afdeling 6.1.10 – als er eenmaal aansprakelijkheid van de

⁷⁹ Bij toepassing van de causale verdeling zou het aankomen op de maten waarin beide partijen het risico op het ontstaan van schade hebben vergroot door het niet-inacht nemen van de marginverplichting; het lijkt mij dat dit zuiver causaal bezien een gelijkelijke bijdrage is.

⁸⁰ Bij concrete toepassing van de billijkheidscorrectie zou de verdeling verder in het voordeel van de belegger kunnen uitvallen, maar kan de verdeling ook in diens nadeel omslaan.

⁸¹ Zie voor dit percentage hierna (de hoofdtekst bij) noot 87.

⁸² Een zekere drempel voor eigen schuld lijkt in die richting te worden opgeworpen door de Commissie van Beroep DSI 27 januari 2003, nr. 44, waar deze overweegt dat, gelet op de beschermende strekking van de normen van art. 28 NRG, terughoudendheid dient te worden betracht met het toerekenen van omstandigheden aan de belegger in de zin van art. 6:101 BW. Het is te hopen dat hiermee niet het beroep op art. 6:101 BW de facto geblokkeerd raakt; dat zou immers geen recht doen aan de gedeelde verantwoordelijkheid zoals hier bepleit.

⁸³ Nader over deze materie J.M. Barendrecht, in: W.H. van Boom et al. (red.), Tussen “alles” en “niets” : van toedeling naar verdeling van nadeel, Deventer: Tjeenk Willink 1997, m.n. p. 154 e.v.

effecteninstelling is vastgesteld – de mogelijkheid tot subtieler verantwoordelijkheidsverdelingen, met name door toepassing van art. 6:101 BW.⁸⁴

Een verdeling doet ook meer recht aan het gegeven dat *beide* partijen fouten hebben gemaakt. De instelling had moeten ingrijpen én de gewaarschuwde⁸⁵ belegger had met het oog op de eigen belangen de posities moeten afbouwen.⁸⁶ Dit betekent dat – als de hierboven genoemde vuistregel van de Hoge Raad serieus wordt toegepast – gewaarschuwde beleggers in gevallen van marginoverschrijding in beginsel *ten minste 51 procent* van hun schade vergoed krijgen. Immers, de fout van de bank weegt zwaarder dan die van de belegger.⁸⁷

Opmerking verdient nog dat van eigen schuld aan de zijde van de belegger alleen sprake kan zijn als hij wist dat de margin overschreden werd. In beginsel heeft de particuliere belegger naar mijn mening geen plicht om de margin actief in de gaten te houden (zie § 4), maar als hij van de overschrijding weet (bij aanvang of tijdens de [564] looptijd), dan dient hij de instelling hiervan op de hoogte te stellen en zijn posities te sluiten. Door dit na te laten, maakt hij zich medeverantwoordelijk voor zijn schade en geeft hij de instelling een eigen-schuld verweer in handen.⁸⁸

6. Conclusie

Het is niet eenvoudig om te kiezen tussen de bancaire zorgplicht en de eigen verantwoordelijkheid van het individu. De marginverplichting stelt ons wat dat betreft nog voor een relatief gemakkelijke keuze. Vandaag de dag is over marginverplichtingen nauwelijks discussie mogelijk: krachtens bijzondere regelgeving is de bank tot handhaving daarvan zonder meer verplicht, desnoods tegen de zin van de belegger. En voor wat betreft de marginverplichting zoals die voor 1999 reeds uit zelfregulering en ongeschreven zorgplicht voortvloeide, komt het mij onjuist voor om te stellen dat beleggers – en dan met name gewaarschuwde beleggers – zélf hun verantwoordelijkheid hadden moeten nemen. De margin is in het leven geroepen om de optiehandel en haar beleggers te beschermen tegen ongedekte financiële risico's, en zij geeft dus uitdrukking aan wat in de effectenbranche de grens tussen wél en niet aanvaardbare risico's wordt geacht. Het was en is primair de effecteninstelling die deze grens bewaken moet en het is de belegger die

⁸⁴ En voor wat betreft alles-of-niets instrumenten als opzegging, ontbinding en vernietiging, daarbij zijn inmiddels ook allerlei verzachtende tussenoplossingen als alternatieve remedie gebruikelijk of in opkomst. Ik verwijs korthedshalve naar A. Hammerstein en J.B.M. Vranken, Mon. Nieuw BW A-10, Deventer: Kluwer, tweede druk 2003.

⁸⁵ Waaronder mede begrepen zij de anderszins op de hoogte geraakte belegger.

⁸⁶ Daar staat overigens tegenover dat binnen het leerstuk van de schadebeperking wel een 'alles of niets'-ontwikkeling gaande is. Tegenwoordig lijkt namelijk een lijn in de rechtspraak van de Hoge Raad te zijn dat wanneer zowel de aansprakelijke als de benadeelde het in hun macht hadden om een bepaalde schadelijke gebeurtenis te voorkomen, de aansprakelijke de eerst aangewezen is om dat te doen; hij kan de benadeelde niet verwijten dit niet te hebben gedaan. Deze regel lijkt in elk geval te worden toegepast in HR 28 september 2001, NJ 2001, 650 (Fabriek van Diastatische Producten/Leiden), r.ov. 3.5, en ook in HR 9 augustus 2002, C00/346, niet gepubliceerd, r.ov. 3.4.7. ('...dat indien zowel de aansprakelijke persoon als degene die schade heeft geleden, in staat is de schade te beperken, de verplichting daartoe in de eerste plaats op de aansprakelijke persoon rust.'). Deze regel lijkt vooralsnog slechts van toepassing als reeds schade is geleden en nadien beperking mogelijk is.

⁸⁷ Zonder nadere toelichting is n.m.m. dus niet juist het oordeel van het Hof in Rabobank vs. Everaars dat Everaars 50% van zijn schade zélf moest dragen; het zou in beginsel ten hoogste 49% moeten zijn. Vgl. nog Loonen en Schonewille 2002, p. 82, die stellen dat de omvang van de aansprakelijkheid van de instelling ten minste 25 % moet bedragen. Dat lijkt mij te weinig.

⁸⁸ Vgl. voor een waarschuwingsplicht van de belegger jegens de bank KC DSI 22 november 2002, nr. 201; het ging daar om het abusievelijk niet uitvoeren van een belangrijke opdracht door de instelling. Zie ook KC DSI 30 juli 2003, nr. 113.

medeverantwoordelijk wordt zodra hij van de overschrijding weet – bijvoorbeeld na waarschuwingen – en vervolgens zijn posities niet sluit. Medeverantwoordelijkheid betekent concreet dat de belegger een deel van zijn schade, maar in beginsel minder dan de helft, zelf dient te dragen.