

## DE ZORGPLICHT: VRIEND OF VIJAND?

Mr Karel Frielink

Advocaat/partner Spigthoff Advocaten & Belastingadviseurs

Lezing woensdag 4 december 2002 (RAI Congrescentrum)

Actualiteitendag *Gedragsregels en zorgplicht voor effectenininstellingen*

### 1. Inleiding

Het begrip zorgplicht is nergens duidelijk omschreven. Het is een open norm, maar wel een waaraan het handelen en nalaten van effectenininstellingen (banken, commissionairs, onafhankelijke vermogensbeheerders en orderremisiers) veelvuldig wordt getoetst. Die toetsing lijkt in de afgelopen jaren zwaarder te zijn geworden.

Waarop is de zorgplicht gebaseerd? Het bestaan van een zorgplicht voor effectenininstellingen vloeit voort uit het gemene recht. Voor wat betreft banken is deze zorgplicht uitdrukkelijk verwoord in art. 2 van de algemene bankvoorwaarden. Daaraan is toegevoegd dat banken naar beste vermogen rekening dienen te houden met de belangen van de belegger. Daarmee is een eerste inkleuring van het begrip zorgplicht gegeven.

Een zorgplicht is gerechtvaardigd in die gevallen waarin iemand zijn geldelijke of andere belangen aan een ander toevertrouwt, of met behulp van die ander zelf behartigt, juist omdat die ander op dat vlak meer kennis en ervaring heeft. De omvang en inhoud van de zorgplicht die een effectenininstelling jegens een niet-professionele belegger in acht moet nemen hangt af van de omstandigheden van het geval. Het gaat daarbij niet alleen om de aard van de relatie en de hoedanigheid waarin de effectenininstelling optreedt (als beleggingsadviseur, vermogensbeheerder of opdrachttuitvoerder), maar tevens om met de persoon van de belegger samenhangende omstandigheden.

Het is gewoonte geworden om over een bijzondere zorgplicht te spreken wanneer de belangen van particuliere, niet-professionele beleggers in het geding zijn. De rechtvaardiging daarvoor is

- het verschil in inzicht en deskundigheid tussen een effectenininstelling en een belegger;
- de hoge risico's verbonden aan (bepaalde) effecten;
- de bijzondere vertrouwensrelatie die tussen een effectenininstelling en een belegger bestaat.

Wanneer de effecteninstelling in zijn algemene voorwaarden heeft bepaald dat naar beste vermogen met de belangen van de belegger rekening wordt gehouden, dan impliceert dat tot op zekere hoogte eveneens een bijzondere zorgplicht. Tenslotte kunnen de toepasselijke regelgeving (Wte 1995 en de daarop gebaseerde Nadere Regeling gedragstoezicht 2002, bijvoorbeeld art. 25 lid 1 en art. 28 NRg 2002) en interne richtlijnen van de effecteninstelling meebrengen dat een bijzondere zorgplicht mag worden aangenomen.

## **2. Know your customer**

Ken uw klant. Een effecteninstelling moet de belegger niet alleen identificeren en waar mogelijk toetsen op integriteit, maar moet ook weten om wat voor belegger het gaat. Maar dat betekent dat naarmate meer inzicht in de persoon van de belegger wordt verworven (risicoprofiel, incasservermogen, fiscale positie, e.d.), beleggingsadviezen (om mij daar even toe te beperken) meer en meer het karakter van maatwerk zullen dragen en ook als zodanig door de Klachtencommissie DSI en de burgerlijke rechter worden getoetst. Dat is in zekere zin een dilemma. In de gesprekken met de belegger moet daarom voldoende de eigen verantwoordelijkheid van de belegger tot uitdrukking komen: hij neemt zelf de beslissing een advies al dan niet op te volgen.

Betreft het een adviesrelatie dan moeten mijns inziens in een cliëntendossier naast de formele documentatie, ook verslagen van gesprekken/contacten met de belegger worden opgeborgen. Dat geldt ook voor het eerste gesprek, hetgeen aangeeft dat vooraf goed met de belegger is gesproken. In een dergelijk verslag moet, waar het niet-professionele beleggers betreft, onder andere worden opgenomen:

- de achtergrond van de belegger (werk, opleiding, hoe heeft hij zijn geld verdiend, referenties, door welke adviseurs laat hij zich bijstaan, enz.)
- zijn vermogen/inkomsten en incasservermogen (liefst met een door de belegger zelf verschaft overzicht)
- het type belegger (actief/passief, wel/niet bereid –grote- risico's te lopen)
- Welke beleggingsvarianten er zijn respectievelijk welke vormen van vermogensbeheer
- De (verschillende) risico's verbonden aan obligaties, aandelen, opties e.d. en verschillende (risicobeperkende) technieken (hedging)
- Waarin de belegger wil dat wordt belegd (specifieke -soorten- effecten waarvan hij de koers zelf kan volgen, of in een fonds waarvan het beleggingsbeleid voor hem niet is te volgen)
- Of de belegger al dan niet eenzijdig wil beleggen (hi-tech) en dat hij weet dat daaraan extra risico's zijn verbonden

- De wijze van rapportering aan de belegger
- Vragen of de belegger de koersen zelf volgt en hoe (eventueel andere mogelijkheden noemen): noteer ook de technische termen die de belegger gebruikt
- Alle kosten(soorten) die de belegger in rekening worden gebracht
- Dat opvolging van adviezen aan de belegger zelf is en hij dus de verantwoordelijkheid voor de uiteindelijke beslissing draagt
- Dat de contracten met hem zijn doorgenomen
- Welke bestaande en potentiële belangenconflicten er zijn (art. 33 lid 1 NRg 2002)

### **3. Execution only**

Het begrip 'execution only' wekt verwarring, met name door het 'only'. Het ware beter dit begrip niet meer te gebruiken. Ik doe dat hier trouwens toch.

Ook met betrekking tot de execution only situatie (orderuitvoering) is het opstellen van een aanvangsprofiel verplicht en moet de belegger adequaat worden geïnformeerd over de risico's en wat hij wel en niet van de aangeboden dienst kan verwachten. Vastgesteld moet bijvoorbeeld worden of de betreffende beursorderlijn wel voor deze belegger geschikt is. Maar dan? Afgezien van de saldocontrole hoeft de effecteninstelling de individuele transacties niet meer te controleren ... en dus ook niet vast te stellen of deze passen bij het (on line) opgegeven profiel...

Een profiel van de belegger en zijn doelstellingen heeft in dergelijke situaties sowieso iets merkwaardigs. Stel dat de effecteninstelling en de belegger vaststellen dat sprake is van een rustige, of conservatieve of defensieve belegger. De effecteninstelling hoeft bij execution only, als gezegd, niet te controleren of individuele transacties passen binnen dit profiel. En de belegger? Die zal er bij transacties die hij verricht bewust of onbewust van uitgaan dat die horen bij zijn profiel ... ook als hij zich in de loop der tijd (ongemerkt) speculatiever gaat ontwikkelen. Is dat dilemma oplosbaar?

De vraag is natuurlijk of er een waarschuwingsplicht bestaat voor de effecteninstelling wanneer de belegger van zijn profiel afwijkt. De Rechtbank Amsterdam heeft in een recent vonnis van 27 november 2002 bepaald dat een effecteninstelling niet verplicht is een belegger met een "scheve verhouding" in zijn effectenportefeuille (veel IT) te waarschuwen voor een nog schevere verhouding die door een bepaalde aankoop (KPNQwest) zal ontstaan. En dat lijkt mij terecht. Bij execution only is de rol van de effecteninstelling, afgezien van de saldocontrole, beperkt tot het uitvoeren van de orders: met enige advisering omtrent de orders respectievelijk de samenstelling van de portefeuille hoeft zij

zich niet bezig te houden. De aan- of verkoopbeslissing is uitsluitend de verantwoordelijkheid van de belegger. Gokt de belegger fout, dan kan hij zijn schade dus niet op de effecteninstelling verhalen.

Adequaat informeren en waarschuwen voor risico's, een beperkt profiel en saldocontrole: dat is in beginsel genoeg om de effecteninstelling van aansprakelijkheid te vrijwaren. Een profiel kan overigens volledig on-line (dus onpersoonlijk) worden opgesteld aan de hand van een vragenlijst. De effecteninstelling hoeft de juistheid van de antwoorden niet te verifiëren. Het lijkt wel raadzaam om de belegger bepaalde vragen expliciet te laten beantwoorden, bijvoorbeeld doordat hij een hokje 'ja' of 'nee' moet aanklikken. Dat zie je wel vaker. Bijvoorbeeld bij de vraag of iemand accoord gaat met de algemene voorwaarden. Klikkt de betrokkene op 'nee' dan kan hij simpelweg niet verder.

#### **4. Waarschuwingsplicht**

U weet dat bij aanvang van de relatie de effecteninstelling de belegger moet waarschuwen voor de aan het beleggen verbonden risico's, in het bijzonder voor risico's verbonden aan sterk offensief beleggen en effectenproducten waaraan een hoog risico is verbonden (opties, futures). Ook wanneer een effectenkrediet wordt overeengekomen bestaat een waarschuwingsplicht (of zo u wilt: voorlichtingsplicht): de belegger kan niet alleen zijn bezittingen kwijtraken, maar hij kan uiteindelijk ook met een schuld blijven zitten. Het spreekt voor zich dat deze waarschuwingen schriftelijk moeten plaatsvinden, maar dat een mondelinge toelichting (waarvan een dossiernotitie wordt gemaakt) zeer is aan te bevelen.

Maar daarmee bent u er als effecteninstelling niet. Ook gedurende de rit bestaat een waarschuwingsplicht. Met betrekking tot vermogensbeheer is dat met zoveel woorden uitgemaakt door de Hoge Raad in het arrest Intereffect/Brinkman (HR 20 april 2001, JOR 2001/113, m.nt. Frielink): in het kader van vermogensbeheer geldt een doorlopende waarschuwingsplicht. Het is niet voldoende om enkel de informatieverplichting van art. 33 e.v. NRg 2002 na te leven. Gedurende het vermogensbeheer (ongeacht of dat een vrije handkarakter draagt) kunnen risico's ontstaan, bijvoorbeeld door een wijziging van het risicoprofiel, te eenzijdige beleggingen of wijziging van de marktomstandigheden, waardoor op de vermogensbeheerder een waarschuwingsplicht rust. Weliswaar mag ook van een niet-professionele belegger enige inspanning worden verwacht, waaronder het bestuderen van afschriften, alsmede het informeren naar of reclameren over ontwikkelingen in zijn beleggingsportefeuille die hem in negatieve zin opvallen, maar dat neemt niet weg dat op een vermogensbeheerder een waarschuwingsplicht rust wanneer de ontwikkelingen daartoe no-

pen. En u snapt het al: een schriftelijke waarschuwing heeft zonder meer de voorkeur en met name de Klachtencommissie DSI hecht daaraan.

Bij een adviesrelatie hangt het van de omstandigheden af of een waarschuwingsplicht bestaat. In het arrest NMB/Dinkgreve (HR 24 januari 1997, NJ 1997, 260) was de vraag aan de orde of de zorgplicht van een effecteninstelling ertoe strekt dat een (particuliere) belegger behoort te worden gewaarschuwd, wanneer hij zodanig riskante transacties aangaat dat hij zijn vermogen, althans een aanmerkelijk deel daarvan, op het spel zet. De Hoge Raad overwoog dat niet in alle gevallen behoeft te worden uitgegaan van een zodanige waarschuwingsplicht. Het hangt af van de omstandigheden van het geval. Dat op zich zegt niet zoveel.

Blijkens de uitspraak van de Klachtencommissie DSI (18 februari 2002, 41) is de effecteninstelling die slechts een adviesfunctie vervult in ieder geval wel verplicht de belegger onder de gegeven omstandigheden (de belegger wilde een bedrag tijdelijk beleggen en het daarna aanwenden voor een nieuwe woning) schriftelijk te waarschuwen voor zijn risicovolle en speculatieve handelen.

## **5. Churning**

Op 13 november 2002 is een nieuwe beleidsregel inzake provisiejagen (churning; art. 29 NRg 2002) van kracht geworden.

De Autoriteit-FM heeft uitdrukkelijk niet voor een zuiver kwantitatieve benadering gekozen (bijvoorbeeld een bepaald percentage kosten ten opzichte van het belegde vermogen), maar voor een kwalitatieve benadering. Dat is een gelukkige keuze. Het komt er in het kort op neer dat er een basisnorm is: gekeken wordt (in beginsel op jaarbasis) naar de verhouding tussen enerzijds de aan de belegger in rekening gebrachte beleggingskosten en anderzijds het gemiddeld belegd vermogen én het te verwachten beleggingsresultaat. Als door de hoogte van de kosten een positief beleggingsresultaat onwaarschijnlijk wordt geacht is in beginsel sprake van churning.

Maar bij de vraag of sprake is van churning moet ook naar de specifieke omstandigheden van het geval worden gekeken, waaronder

- de beleggingsdoelstelling van de belegger
- het risicoprofiel van de belegger
- de schriftelijke afspraken
- de hoogte van de transactiegerelateerde vergoeding
- het aantal en de omvang van de transacties

- het soort effect
- de veranderingen in de marktomstandigheden
- het historisch verloop van de portefeuille
- de fase waarin de portefeuille zich bevindt (opbouw, herstructurering, wijziging profiel belegger)

Het voorgaande betekent uiteraard een zekere mate van onzekerheid, maar daarmee is naar mijn mening beter te leven dan met een uitsluitend kwantitatieve benadering die geen recht doet aan de complexiteit en gevarieerdheid van de praktijk.

## **6. Conclusie**

De zorgplicht is, ik begon daarmee, een open norm, die soms onverwacht op de deur klopt. "*t Is een vreemdeling zeker*", zult u denken, en dat is zo vlak voor Sinterklaas geen gekke gedachte. Voor een belangrijk deel is de zorgplicht geconcretiseerd en kunnen effecteninstellingen ermee uit de voeten. In zoverre is de zorgplicht een vriend, want naleving daarvan vrijwaart de effecteninstelling van aansprakelijkheid. Maar daar waar de zorgplicht, meestal in een uitspraak, opeens opduikt en aansprakelijkheid met zich brengt, wordt deze als een vijand ervaren. Maar vervolgens zal ook die nieuwe norm in de bedrijfsvoering worden ingepast en (ondanks mogelijke administratieve en andere lasten) een vriend kunnen worden. Ik sluit dan ook positief af.