

*Tom Loonen en Rob Schotsman*

Prof. dr. A.J.C.C.M. Loonen is hoogleraar 'Effectiviteit van regelgeving bij beleggingsondernemingen' aan de Vrije Universiteit Amsterdam en werkzaam als directeur bij Insinger de Beaufort. Daarnaast is hij lid van de Tuchtraad Banken en lid van de Tucht- en Geschillencommissie DSI. Prof. dr. R. Schotsman is bijzonder hoogleraar 'Implementatie Financieel Gedragsrecht' aan de Universiteit van Amsterdam, lid MT bij NIBESVV en directeur van het Amsterdam Financial Markets Institute (een samenwerkingsverband tussen UvA en NIBESVV).

# Leidraden binnen financiële dienstverlening

Bij financiële dienstverlening is de kwaliteit vaak lastig toetsbaar. Voor de vaststelling van wanprestatie bij niet-nakoming van de overeenkomst staat de rechtbank vaak voor een lastige opgave: hoe zou een redelijk handelend en bekwaam financieel adviseur gehandeld hebben? Het toetsingskader hiervoor was beperkt. Met de introductie van leidraden door de toezichthouders wordt in toenemende mate invulling gegeven aan open normen in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Deze 'nadrukkelijke aanbevelingen' krijgen de status van 'pseudoregelgeving' en verworden tot een toetsingskader voor redelijkheid en billijkheid. Zonder ordentelijk parlementair proces. Ook de rechterlijke macht refereert in zijn jurisprudentie geregeld naar de leidraden. Een ontwikkeling die kritisch moet worden gezien.

Bij wanprestatie kan de toerekenbaarheid van schadeloosstelling worden getoetst aan de normering van redelijkheid en billijkheid. De beoordeling van deze open, veelal vage normering is sterk afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Art. 3:12 BW bepaalt dat bij de vaststelling van redelijkheid en billijkheid rekening moet worden gehouden met algemeen erkende rechtsbeginselen, in Nederland levende rechtsover-

tuigingen en maatschappelijke en persoonlijke belangen. Morele regels en gedeelde opvattingen vallen ook onder deze benadering. Deze opvattingen kunnen binnen een bepaalde kring of bedrijfstak relevant zijn en zelfs invulling geven aan factoren zoals 'professionaliteit'. De rechtbank zal in het concrete geval de betekenis van deze vage norm moeten vaststellen. Lukt dit niet, dan zullen de omstandigheden en het



Afbeelding: Shutterstock

hierop toepassen van een rechtsregel met zich meebrengen dat het feitelijke gedrag moet worden gewaardeerd.<sup>1</sup>

Binnen de financiële dienstverlening lijkt zich voor de invulling van redelijkheid en billijkheid in toenemende mate een toetsingskader af te tekenen. Dit toetsingskader is niet afkomstig van de financiële sector zelf, maar wordt gevormd door leidraden van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en in mindere mate van De Nederlandsche Bank (DNB). Met deze 'best practices' wordt door de toezichthouders aangegeven hoe zij de open normen in de Wet op het financieel toezicht (Wft), de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en de Sanctiewet 1977 (SW) of de Pensioenwet (PW) idealiter ingevuld zien. De uitwerking in de (juridische) praktijk brengt echter met zich mee dat het geen vrijblijvende adviezen zijn, maar dat zij karakteristieken vertonen van regelgeving.

In deze bijdrage zullen we stilstaan bij de formele en informele betekenis die toezichthouders geven aan het instrument 'leidraad'. Daarnaast gaan we nader in op de toenemende rol die leidraden krijgen in de beoordeling van (de mate van)

wanprestatie binnen financiële dienstverlening door de rechterlijke macht. Deze bijdrage wordt besloten met een aantal beschouwingen.

## 1. De leidraad als instrument

Begin 2007 constateerde de AFM een belangrijke valkuil. Wat bleek? Op basis van jurisprudentie, toezichtervaring en uitspraken van de Reclame Code Commissie (RCC) en de toenmalige Klachtencommissie DSI<sup>2</sup> werd de open norm 'niet misleidend' volgens de AFM onjuist ingevuld door de financiële sector. Met name transparantie over kosten, risico's, beperkende voorwaarden en rendementen bleek volgens de AFM te wensen over te laten. Dit heeft de eerste aanzet gegeven voor het introduceren van het nieuwe fenomeen in de Nederlandse financiële sector: de leidraad. Het aantal leidraden dat daarna door de financiële toezichthouders is uitgegeven heeft vervolgens een vlucht genomen. Niet alleen de hoeveelheid, ook de invloed van de leidraden is toegenomen. Daarover dadelijk meer.

Bij de betekenis van het woord 'leidraad' wordt als synoniem ook wel 'richtsnoer' gebruikt. Beide woorden hebben een wat

<sup>1</sup> Zie het artikel van R.J.A. Klaar, 'Beslissen met vage en open gedragsnormen', *Trema* 2016, p. 90-99 en P.M. Memelink, *De verkeersopvatting* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 2009, p. 40.

<sup>2</sup> Een van de rechtsvoorgangers van het huidige Klachteninstituut financiële dienstverlening (Kifid).

vriendelijke, bijna ondersteunde connotatie en lijken de gebruiker ervan als het ware te hulp te schieten. Van Dale geeft aan het woord 'leidraad' de betekenis van 'beknopte handleiding'. De online-encyclopedie *Encyclo* gebruikt ook het woord 'handleiding' met de aanvulling: "iets waardoor je je gedrag laat bepalen". Als voorbeeld wordt de Bijbel genoemd die voor mensen een leidraad kan zijn voor hun handelen.

Leidraden of richtsnoeren zijn overigens niet exclusief voor de financiële sector. Een kleine zoektocht levert ook leidraden op in de juridische wereld, de energiesector (onder andere voor het toewijzen van emissierechten) en de landelijke en lokale overheid (zoals een leidraad voor rampenbestrijding, gemeentelijke schadehulpverlening en waterkeringen). Binnen de Nederlandse financiële sector zijn leidraden met name bekend door de publicaties van de financiële toezichthouders (AFM en DNB). Internationaal gezien genieten de leidraden (of 'best practices') van de Britse toezichthouder Financial Conduct Authority (FCA) en European Securities and Markets Authority (ESMA) bekendheid.

## 2. De leidraden volgens de toezichthouder(s)

Op het snijvlak tussen publiekrecht en privaatrecht treft men een 'vrijblijvende verplichting' aan: de leidraden van de toezichthouders. Deze documenten hebben geen formele juridische status, zoals die van regelgeving of richtlijn, en zijn bedoeld als 'best practices'. Hiermee tracht de AFM de financiële sector aanbevelingen te doen hoe zij volgens haar de adviesdienst idealiter inricht en zo de belangen van haar klanten kan dienen.

De AFM stelt in de leidraad 'Communicatie voor pensioen-uitvoerders' (maart 2011) dat deze leidraad is bedoeld als 'hulpmiddel' om te voldoen aan de vereisten uit de Pensioenwet. Op haar website definieert de AFM een leidraad als:

*"(...) een schriftelijke beleidsuiting waarin de AFM aan marktpartijen richting en duidelijkheid wil geven. Een leidraad geeft bijvoorbeeld aanbevelingen, handvatten of extra uitleg. Tevens kunnen er (gedrags-)richtlijnen aan de markt worden meegegeven. Het doel van een leidraad is een specifieke groep van personen te informeren of meer inzicht te geven over een bepaald onderwerp. Een leidraad wordt vaak gepubliceerd naar aanleiding van de roep vanuit de markt of naar aanleiding van specifieke gevallen uit de praktijk."*

In de leidraad 'Actief en passief beleggen in het belang van de klant' (oktober 2011) geeft de toelichting op het doel en de juridische status van de leidraad. Als doel stelt de AFM op pagina 9:

## De leidraden van de toezichthouders hebben geen formele juridische status, zoals die van regelgeving of richtlijn, en zijn bedoeld als 'best practices'.

*"Deze leidraad is bedoeld om inzicht te geven in de aanbevelingen van de AFM ten aanzien van actief en passief beleggen. De AFM wil met deze leidraad financiële ondernemingen er toe bewegen om ten aanzien van actief en passief beleggen het klantbelang centraal te stellen."*

Om te vervolgen op pagina 10 met een korte toelichting op de juridische status van de leidraad:

*"De AFM moedigt financiële ondernemingen aan om kritisch naar hun huidige praktijken te kijken en de aanbevelingen uit de leidraad op te volgen. Deze leidraad heeft echter niet de status van wet- of regelgeving. Met de leidraad wordt niet beoogd om invulling te geven aan een wettelijke norm."*

*de status van wet- of regelgeving. Met de leidraad wordt niet beoogd om invulling te geven aan een wettelijke norm."*

Financiële ondernemingen zijn dus niet verplicht om de aanbevelingen uit deze leidraad op te volgen.<sup>3</sup> Ter illustratie: de AFM vermijdt in haar boetesbesluit<sup>4</sup> tegen Friesland Bank NV van 21 juli 2011 het woord 'norm' in direct verband te brengen met 'leidraad' en gebruikt het woord 'guidance' voor het invullen van de wettelijke norm.<sup>5</sup> De vrijblijvendheid om een leidraad al dan niet te volgen wordt in de leidraad 'Tweedepijler pensioenadviesing' (augustus 2010) echter weggenomen. Als toelichting op de leidraad stelt de AFM:

*"Om financieel dienstverleners te helpen bij de inrichting van een goede pensioenadviespraktijk heeft de AFM een 'leidraad tweedepijler pensioenadviesing' opgesteld. Hierin wordt door de AFM aangegeven waaraan een goed pensioenadviesstraject moet (vet TL, RS) voldoen."*

De Nederlandsche Bank (DNB) geeft in haar leidraad 'Wwft en SW' (april 2011) toelichting op de juridische status van de leidraad. Op pagina 2 is te lezen:

3 Hetgeen overigens ook geldt voor de 'beleidsregel' die op basis van de Algemene wet bestuursrecht de toezichthouder bindt maar niet de ondertoezichtgestelden. Het is de toezichthouder zelf die een beleidsregel uitvaardigt waarin zij haar visie en beleid neerlegt.

4 Op p. 17 verdedigt de AFM zich als volgt: "In dit verband heeft FB [Friesland Bank; TL, RS] dat er pas op 20 december 2010 een leidraad is gepubliceerd over ORV's en dat die leidraad dateert van na de onderzoeksperiode. De AFM is van oordeel dat het belang dat de AFM hecht aan adequate advisering bekend mag worden geacht in de markt. De norm zoals neergelegd in artikel 4:23 Wft bestaat al sinds de invoering van de Wet financiële dienstverlening in 2006 en die wet is overgegaan in de Wft. Sinds de invoering van deze norm heeft de AFM in voldoende mate guidance gegeven aan de markt over hoe deze norm geïnterpreteerd dient te worden."

5 In dit verband art. 4:23 lid 1 Wft: "Indien een financiële onderneming een consument of, indien het een financieel instrument of verzekering betreft, cliënt adviseert of een individueel vermogen beheert: a. wint zij in het belang van de consument onderscheidenlijk de cliënt informatie in over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voorzover dit redelijkerwijs relevant is voor haar advies of het beheren van het individuele vermogen."

*“Deze leidraad is geen juridisch bindend document of beleidsregel van DNB als bedoeld in artikel 1:3 lid 4 Algemene Wet Bestuursrecht<sup>6</sup> en heeft of beoogd geen rechtsgevolg. Deze leidraad komt niet in de plaats van wet- en regelgeving en beleids- of toezichthouderregelingen op dit gebied, zoals bijvoorbeeld de Regeling afgeschermderekeningen Wvft of de Beleidsregel Integriteitbeleid ten aanzien van zakelijke vastgoedactiviteiten.”*

Indien DNB het begrip ‘leidraad’ hanteert, kan dit verschillende betekenissen hebben.

In de uiting van DNB (mei 2009) over ‘Principes voor beheerst beloningsbeleid’ wordt het begrip ‘leidraad’ als volgt geïnterpreteerd:

*“Van financiële instellingen wordt verwacht dat zij de principes hanteren als leidraad om hun beloningsbeleid kritisch te beschouwen en waar nodig aan te passen.”*

In de leidraad ‘Wvft en SW’ van 2011 noemt DNB de leidraad *“een handreiking en toepassing van de wettelijke verplichtingen”* (p. 2). Hierin wijkt DNB in de omschrijving af van die van de AFM.<sup>7</sup> Op 14 november 2011 spreekt DNB over de ‘toereikendheidstoets’. Deze toets wordt door DNB omschreven als een ‘good practice’; een leidraad om beter inzicht te krijgen in de aangegane verplichtingen van verzekeraars, maar ook van DNB zelf. Het volgen van deze ‘good practice’ zou moeten leiden tot kwaliteitsverbeteringen in het toezicht. Met deze leidraad werden dus duidelijke normeringen gesteld en uit de formulering, maar ook uit de wijze waarop naleving van de leidraad wordt getoetst, blijkt geenszins een vrijblijvend karakter.<sup>8</sup>

Ook de communicatie van financiële ondernemingen naar de buitenwereld wordt door de AFM verwoord in leidraden. Zo heeft de AFM in 2010 de leidraad ‘Informatie over risicoprofielen’ gepubliceerd. Hierin worden handvatten gegeven hoe beleggingsondernemingen het nut en het gebruik van risicoprofielen idealiter zouden moeten communiceren aan niet-professionele beleggers.<sup>9</sup> Niet alle leidraden gaan over het beste voorbeeld voor het interpreteren van wet- en regelge-

## Ook de communicatie van financiële ondernemingen naar de buitenwereld wordt door de AFM verwoord in leidraden.

ving of het duiden van een adviesproces. Een enkele leidraad gaat diep in op de productkeuzes van een financieel adviseur. In oktober 2011 publiceerde de AFM de leidraad ‘Actief en passief beleggen in het belang van de klant’, waarin wordt ingegaan op de kenmerken van actieve en passieve beleggingsfondsen en de overwegingen om hierin wel of niet te beleggen voor niet-professionele beleggers. Deze leidraad is, gezien de controversie van dit onderwerp, onderbouwd met een literatuurstudie. Er zijn wetenschappelijke studies die aantonen dat het constant verslaan van een beleg-

gingsindex nagenoeg onmogelijk is, terwijl andere studies aantonen dat fondsmanagers wel degelijk in staat zijn alpha<sup>10</sup> te genereren. De leidraad ‘Actief en passief beleggen in het belang van de klant’ is dan ook een voorbeeld van een leidraad waarmee de AFM direct ingrijpt in het advies-/beheerproces in de financiële sector.

Met de leidraden ‘Zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw’ (december 2009) en ‘De klant in beeld’ (november 2011) heeft de AFM een duidelijk signaal willen geven over de wijze waarop zij beleggingsdienstverlening en dus ook beleggingsadvies ingericht zou willen zien. Uit de leidraad ‘De klant in beeld’ blijkt een aantal ‘aanbevelingen’ die aan de beleggingsonderneming worden gedaan en die een aanzienlijke impact kunnen hebben op de inrichting van de beleggingsdienstverlening. Zo wordt momenteel verondersteld dat de geschiktheidstoets zowel precontractueel als pretransactioneel moet worden afgenomen.<sup>11</sup> In de leidraad ‘De klant in beeld’ is op pagina 20 te lezen:

*“Een beleggingsonderneming baseert de selectie van een financieel instrument op de meest actuele informatie. Na verloop van tijd komt er nieuwe informatie beschikbaar (zoals publicatie van kwartaalcijfers of nieuws over het vertrek van de fondsmanager). Een beleggingsonderneming zal op basis van de nieuw beschikbare informatie periodiek (vet, TL, RS) moeten beoordelen of er nog voldoende reden is om het instrument in de portefeuille te houden.”*

Uit de bewoordingen blijkt niet dat er alleen een beleggingstechnische beoordeling moet plaatsvinden (denk hierbij aan een gewijzigde visie op een onderneming of een monetaire beslissing die van invloed is op het beleggingsbeleid). De AFM spreekt van ‘nieuw beschikbare informatie’ zonder specifiek te worden. Dit impliceert dat de geschiktheidstoets van de beleggingen regelmatig moet worden afgenomen door de beleggingsonderneming (en niet alleen pretransactioneel of precontractueel bij het aangaan van een beleggingsdienst

6 Art. 1:3 lid 4 Awb: *“Onder beleidsregel wordt verstaan: een bij besluit vastgestelde algemene regel, niet zijnde een algemeen verbindend voorschrift, omtrent de afweging van belangen, de vaststelling van feiten of de uitleg van wettelijke voorschriften bij het gebruik van een bevoegdheid van een bestuursorgaan.”*

7 Zie de leidraad ‘Actief en passief beleggen in het belang van de klant’, waarin de AFM stelt: *“Met de leidraad wordt niet beoogd om invulling te geven aan een wettelijke norm.”*

8 Zie over de juridische werking van leidraden ook I. Giessen, ‘Alternatieve regelgeving in privaatrechtelijke verhoudingen’, in: *Alternatieve regelgeving* (Handelingen NJV 2007), Deventer: Kluwer 2007, p. 78-84; A.J.C.C.M. Loonen, ‘De vrijblijvende verplichtingen van leidraden in de financiële sector’, in: W.H. van Boom et al. (red.), *Capita Civilogie*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2013, p. 909-934.

9 Binnen de MiFID-richtlijn worden particuliere cliënten veelal geclassificeerd als ‘niet-professionele beleggers’. Hetgeen betekent dat deze cliënten de zwaarste mate van zorgplicht zullen genieten vanuit de beleggingsonderneming.

10 Outperformance bij beleggen zonder meer risico te moeten lopen.

11 Zie F.M.A.’t Hart, ‘Ken-uw-cliënt’, in: F.M.A.’t Hart (red.), *MiFID, vanuit praktijk en theorie gezien*, Amsterdam: NIBE-SVV 2007, p. 99.



zoals vastgelegd in art. 80a lid 1 Bgfo). Informatie over de cliënt (beleggingskennis en -ervaring, risicobereidheid, financiële positie en de beleggingshorizon) moet zodoende actueel blijven opdat de aangegeven beleggingen hiertegen kunnen worden getoetst.

Een ander voorbeeld is het monitoren van de ontwikkeling van de beleggingsportefeuilles. In de leidraad 'De klant in beeld' is op pagina 45 te lezen:

*"Bij een zorgvuldig adviesproces worden het risico van de portefeuille, de doelstelling en de eventuele afgesproken beleggingsrestricties gemonitord. De adviseur stelt de klant op de hoogte van de aspecten die onderdeel uitmaken van de monitoring."*

Om te vervolgen op dezelfde pagina:

*"De adviseur bewaakt daarom hoe het vermogen van de klant zich ontwikkelt ten opzichte van het beoogde doel."*

Naast het monitoren van de ontwikkeling van de portefeuille benoemt de AFM op pagina 46 ook het monitoren van risico. Ze stelt:

*"Bij het monitoren van de portefeuille zorgt de adviseur er voortdurend (vet TL, RS) voor dat het risico van de portefeuille blijft passen bij het risico dat de klant kan en wil lopen met zijn beleggingsportefeuille."*

En op pagina 48 is te lezen:

*"De adviseur zal **steeds** (vet TL, RS) de beoordeling moeten maken of de gewijzigde omstandigheden aanleiding geven tot het aanpassen van de portefeuille."<sup>12</sup>*

Natuurlijk hebben beide aanbevelingen betrekking op onderwerpen waarvan iedere beleggingsonderneming zal stellen dat ze belangrijk zijn en moeten worden opgevolgd. Maar wat impliceren woorden als 'monitoren' en 'bewaken' in de praktijk? Hoe wordt dit geïmplementeerd en nagekomen? Ook duiden de woorden 'voortdurend' en 'steeds' op een repeterend gedrag. Dit betekent dat een beleggingsonderneming die ervoor kiest om alleen beleggingstechnische advisering aan te bieden, toch publiekrechtelijk wordt gedwongen met een integrale blik naar de financiële omstandigheden van de cliënt te kijken. Terwijl hier geen wettelijke grondslag voor is.

12 Zie ook Rb. Amsterdam 21 december 2005, ECLI:NL:RBAMS:2005:AV1512 (Mulder-Driessen Pensioen BV/Wijs & Van Oostveen BV): "De omstandigheid dat het beleggingsbeleid ook tussentijds niet in overeenstemming is gebracht met de beleggingsdoelstelling van cliënt dient derhalve eveneens voor rekening van vermogensbeheerder X te blijven."

## Met de leidraden van de toezichthouders worden de wettelijke normen die (bewust) open (of vaag) zijn gelaten nadrukkelijk ingevuld.

Op de laatste pagina (p. 28) van haar leidraad 'De klant in beeld' stelt de AFM: "Nazorg maakt het immers mogelijk tijdig in te grijpen als dat nodig is." De woorden 'in te grijpen' zorgen hier voor onduidelijkheid en impliceren dat met een vooruitziende blik transacties worden verricht teneinde de haalbaarheid van de financiële doelstelling te vergroten of zeker te stellen. Het moge de lezer duidelijk zijn dat dit soort inspanningsverplichtingen civielrechtelijke implicaties kunnen hebben.

Ook de frequentie waarop de van de cliënt verkregen informatie moet worden geactualiseerd is binnen de Wft weinig specifiek. Zo wordt in het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo) in art. 80c lid 3 gesteld dat de beleggingsonderneming verstrekte informatie mag vertrouwen, tenzij zij weet of moet weten dat deze informatie gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is. In een publicatie van de AFM van 28 februari 2014<sup>13</sup> wordt op pagina 23 gesteld:

*"Het is belangrijk dat de adviseur periodiek (bij voorkeur jaarlijks en bij belangrijke life events) verifieert of de verschillende aspecten van het klantbeeld zijn veranderd."*

Over de wijze waarop dit zou moeten gebeuren is de AFM eveneens duidelijk op dezelfde pagina:

*"De AFM verwacht wel dat de adviseur over de relevante aspecten van de cliënt periodiek controlevragen stelt om te bepalen of de relevante aspecten van de cliënt zijn gewijzigd (...). Dit geldt in het bijzonder voor de financiële positie, doelstelling en risicobereidheid van de cliënt."*

Er kan tussentijds worden geconcludeerd dat met de leidraden van de toezichthouders de wettelijke normen die (bewust) open (of vaag) zijn gelaten nadrukkelijk worden ingevuld. Dit aangevuld met het dwingende karakter van het opvolgen van deze leidraden, brengt met zich mee dat een concreet toezingskader ontstaat, maar geen wettelijke verplichting.<sup>14</sup> In de toezichtspraktijk wordt het zogenaamde 'comply or explain'-beginsel aangehangen. Een financiële onderneming hoeft de aanbevelingen uit de leidraad niet op te volgen, maar zij zal

13 Rapport Kwaliteit van beleggingsdienstverlening van 28 februari 2014 van de AFM.

14 Zie in dit verband ook V.Y.E. Caria & T.C.A. Dijkhuizen, 'Bestaan open normen in de Wft nog wel?', in: F.G.B. Graaf & R.H. Maatman (red.), *Gedurfde essays over financieel toezichtrecht. Lumstrumbundel 2012 Vereniging voor Effectenrecht* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen, dl. 113), Deventer: Kluwer 2012, p. 183-199. Hierin constateren de auteurs: "Open normen die bedoeld zijn om aan partijen een grotere interpretatievrijheid te laten en tevens ervoor zorgen dat in praktijk minder leemtes zouden moeten ontstaan, blijken in diezelfde praktijk door toezichthoudende autoriteiten omgezet te worden in gedetailleerde voorschriften." Om te concluderen: "Hierdoor zou het gevaar kunnen ontstaan dat de toezichthouder zijn eigen, meer gedetailleerde invulling van de norm tot standaard verheft en het open karakter van de norm naar de achtergrond verdwijnt."

dan aan de AFM of DNB moeten aangeven hoe zij het dienstverleningsproces net zo goed heeft ingericht als aanbevolen in de leidraad. Een toetsingskader dat voorts geen direct onderdeel vormt van de overeenkomst tussen cliënt en beleggingsonderneming. Zeker voor een dienstverlening die, indien verkeerd ingevuld, tot aanzienlijke financiële schade kan leiden, lijkt een strak omlind normerend kader wenselijk.

Toch staat deze concrete 'regelgeving' op gespannen voet met de vrijheid van contract tussen partijen en zelfs met de professionaliteit van de financiële dienstverlener. Zo zal het in bepaalde gevallen mogelijk zijn om (minimaal) jaarlijks de verkregen informatie te actualiseren en de geschiktheidstoets opnieuw uit te voeren. In andere gevallen zal deze frequentie weinig toevoegen of bedrijfseconomisch onhaalbaar blijken. Ook kan het 'ingrijpen' haaks staan op een overeengekomen (te volgen) beleggingsstrategie. Een 'buy and hold'-strategie brengt immers met zich mee dat beleggingen worden aangekocht en (bewust) niet worden verhandeld.

### 3. Rechtspraak en leidraden

Ofschoon de leidraden volgens de toezichthouders geen formeel juridische status<sup>15</sup> bezitten, is waarneembaar dat de rechterlijke macht in zijn vonnissen geregeld refereert aan de leidraden. Voor zover ons bekend zijn er (nog) geen juridische procedures gevoerd over het al dan niet opvolgen van leidraden. Wel wordt er in diverse uitspraken gerefereerd aan leidraden en wordt in een enkel geval een onjuiste of voorbarige conclusie getrokken. Hierna bespreken wij jurisprudentie waarbij wordt gerefereerd aan de leidraden van de AFM en DNB.

Dat de rechterlijke macht waarde hecht aan de 'vrijblijvende' leidraden blijkt uit de uitspraak<sup>16</sup> van de rechtbank Utrecht van 15 augustus 2012. In deze zaak doet de rechtbank uitspraak over het al dan niet correct toepassen van de Wwft en de SW. De rechtbank oordeelt:

*"Daarbij komt gewicht toe aan de 'Algemene leidraad Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en Sanctiewet (SW)', van de Minister van Financiën van februari 2011 en de 'DNB leidraad Wwft en SW' van DNB van april 2011, waarin de Minister van Financiën en DNB wederzijds (en in aanvulling op elkaar) voorschriften geven over de toepassing van onder meer de bepalingen van de Verordening. In beide leidraden*

## Niet alleen de hoeveelheid, ook de invloed van de leidraden is toegenomen.

*is bepaald dat een bevroren tegoed bevroren blijft totdat DNB/AFM het tegoed vrijgeeft."*

Vervolgens kwalificeert de rechtbank de leidraad als 'beleid' en stelt:

*"Dat de beide leidraden dateren van (kort) na november 2010 maakt dat niet anders, nu er van moet worden uitgegaan dat die leidraden het beleid weergeven zoals dat ook ten tijde van de onderhavige feiten gold."*

In een uitspraak van de rechtbank Amsterdam van 21 december 2011<sup>17</sup> speelt de AFM-leidraad 'Informatie over risicoprofielen' een belangrijke rol. In deze zaak wordt Wealth Management Partners beschuldigd van het te eenzijdig en risicovol beleggen van pensioenvermogen in zogenaamde hedgefondsen. De rechtbank zoekt een risicoclassificatie van deze hedgefondsen ten opzichte van andere beleggingsinstrumenten en neemt de leidraad ter hand. Vervolgens stelt de rechtbank het volgende:

*"De rechtbank stelt daarbij voorop dat hedge funds (sic) vrij algemeen gelden als een risicovolle belegging (...). Door de beperkte transparantie is veelal onduidelijk waarin het fonds uiteindelijk belegt. (vergelijk bijvoorbeeld de AFM Leidraad, pagina 33 en de daarin opgenomen top 17 van in risicograad omlappende beleggingscategorieën)."*

Met deze laatste constatering begaat de rechtbank een ommissie. De bijlage van de AFM-leidraad leert dat er inderdaad een aantal beleggingscategorieën wordt opgesomd maar dat deze niet in volgorde van risicograad oplopen. De risicograad staat vermeld achter de categorie en is uitgedrukt in een standaarddeviatie. Dit heeft de rechtbank waarschijnlijk onjuist geïnterpreteerd.

De rechtbank Rotterdam oordeelt op 19 december 2013 in een zaak<sup>18</sup> waarbij een vennootschap zich volgens de AFM schuldig zou hebben gemaakt aan marktmanipulatie. Dit door het toepassen van de zogenaamde 'pump and dump'-strategie.<sup>19</sup> De vennootschap vecht een opgelegde boete van de AFM aan. In haar vonnis maakt de rechtbank melding van uitingen van CESR.<sup>20</sup> Ze stelt:

15 Overigens heeft de Hoge Raad een drietal arresten gewezen waarbij leidraden ('beleidsregels' genaamd) van bestuursorganen welke regels niet op een bevoegdheid tot wetgeving berusten (maar het bestuursorgaan jegens de burger wél binden via de algemene beginselen van behoorlijk bestuur) ook onder het recht als bedoeld in art. 79 RO kunnen vallen. Zie K. Teuben, *Rechtsregelingen in het burgerlijk (proces)recht* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 2004, p. 57-58.

16 Rb. Utrecht 15 augustus 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BX5423 (Commercial Company Arman General Trading FZE/Rabobank Utrecht).

17 Rb. Amsterdam 21 december 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BV0422 (x/Wealth Management Partners).

18 Rb. Rotterdam 19 december 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:10239 (x/Stichting Autoriteit Financiële Markten).

19 Een illegale activiteit van een (groep) belegger(s) die een aandeel aanbevelen dat zij zelf bezitten. Vervolgens wordt de prijs van dit aandeel kunstmatig omhoog gebracht (bijv. door kleine koopers) om de aandelen vervolgens tegen een hogere prijs te verkopen.

20 De rechtsvoorganger van de Europese toezichthouder ESMA.

*“In de Wft, noch in enige andere regeling (CESR-leidraad en/of de Brochure Marktmanipulatie van AFM) is een eenduidige definitie gegeven van deze handelsstrategie.”*

Hiermee wordt de leidraad als relevant referentiekader voor de duiding van een begrip gepositioneerd.

Op 23 december 2015 heeft de rechtbank Rotterdam een uitspraak<sup>21</sup> gedaan in een bestuursrechtelijke zaak waarbij een professionele verzekeraar een door de AFM opgelegde boete aanvocht. In deze zaak, die betrekking heeft op reclame-uitingen van de verzekeraar, speelt het verschil tussen een verzekeringsproduct en spaarproduct een centrale rol. In haar vonnis maakt de rechtbank een opmerking over de leidraad ‘Misleiding’ (2007) van de AFM. De rechtbank stelt:

*“Op grond van de wetsartikelen en de Leidraad kon haar voldoende duidelijk zijn hoe de open norm van artikel 4:19, tweede lid,<sup>22</sup> van de Wft moest worden ingevuld.”*

Ook hierbij wordt een leidraad nagenoeg gelijkgesteld aan wetgeving.

Het hof Amsterdam deed op 22 december 2015 uitspraak<sup>23</sup> in een zaak tussen Stichting Hells Angels MC en ABNAMRO Bank nv. Laatstgenoemde zegt de bancaire relatie met de stichting op wegens groot aantal contante geldstortingen. Daarbij beroept zij zich (mede) op art. 16 Wwft en de leidraad ‘Wwft en SW’ van DNB. In zijn arrest verwijst het hof eveneens naar de leidraad ‘Wwft en SW’ van DNB. Het hof stelt in zijn beoordeling:

*“Daarnaast volgt uit de Leidraad dat een verhoogd integriteitsrisico als gevolg van contante transacties niet noopt tot beëindiging van de bancaire relatie maar tot maatregelen om het risico te mitigeren.”*

Ook in deze zaak wordt een leidraad actief (door zowel beklagde als het hof) ingezet ter duiding van een wettelijke verplichting.

#### 4. Concluderende beschouwingen

Iedere lezer zal de mening delen dat er praktijken voorkomen in de financiële sector die, op zijn zachtst gezegd, onge-

Ofschoon de leidraden volgens de toezichthouders geen formeel juridische status bezitten, is waarneembaar dat de rechterlijke macht in zijn vonnissen geregeld refereert aan de leidraden.

wenst waren. Sturing is nodig. Ten aanzien van de inzet van leidraden als middel is een aantal concluderende beschouwingen te geven.

– Met de leidraden trachten de toezichthouders enerzijds gewenst (advies)gedrag te stimuleren, maar geven zij anderzijds impliciet invulling aan juridische begrippen als ‘goed opdrachtnemerschap’<sup>24</sup> en ‘redelijkheid en billijkheid’.<sup>25</sup> Met deze nauwgezette, gedetailleerde invulling van open normen wordt ‘redelijkheid en billijkheid’ als het ware geobjectiveerd. Doordat de rechterlijke macht in jurisprudentie directe verwijzingen maakt naar leidraden krijgen deze leidraden, althans in de beeldvorming, de status van normering. Terwijl in voorkomende gevallen de aanbevelingen in leidra-

den zwaardere verplichtingen leggen op financiële ondernemingen waartoe geen direct wettelijke grond is.

– In de huidige wetgeving zijn (bewust) open normen gelaten om dit naar inzicht van financiële ondernemingen in te vullen.<sup>26</sup> Uit voorgenoemde jurisprudentie blijkt dat de rechterlijke macht de normering in de vigerende wetgeving (zoals Wft en Wwft) onvoldoende duidelijk acht om zijn uitspraak op te baseren.<sup>27</sup> Door leidraden actief te gebruiken in oordeelsvorming kan een te ruime of juist te enge interpretatie worden gegeven aan wetgeving. Leidraden kenmerken zich door een hoog detailniveau, in tegenstelling tot vaak meer generiek gedefinieerde wetgeving. Daarbij wordt er in leidraden gebruikgemaakt van casuïstiek. Projectie ligt dan op de loer terwijl de omstandigheden van het geval waar de rechter over moet oordelen zelden vergelijkbaar zijn. Om niet in een situatie te belanden waarbij leidraden ongewild de status van normering krijgen zou de rechterlijke macht terughoudend moeten zijn in het aanhalen van leidraden en in het bijzonder in het betrekken van leidraden in zijn oordeel.

– Leidraden, zeker als ze actief worden opgevoerd in civielrechtelijke en publiekrechtelijke jurisprudentie, dragen niet bij

21 Rb. Rotterdam 23 december 2015, ECLI:NL:RBROT:2015:9454 (x/Stichting Autoriteit Financiële Markten).

22 Art. 4:19 lid 2 Wft: “De door een financiële onderneming aan cliënten verstrekte of beschikbaar gestelde informatie, waaronder reclame-uitingen, ter zake van een financieel product, financiële dienst of nevensdienst is correct, duidelijk en niet misleidend.”

23 Hof Amsterdam 23 december 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:5323 (Stichting Hells Angels MC/ABNAMRO Bank nv).

24 Art. 7:4011 BW: “De opdrachtnemer moet bij zijn werkzaamheden de zorg van een goed opdrachtnemer in acht.”

25 Art. 6:248 lid 2 BW: “Een tussen partijen als gevolg van de overeenkomst geldende regel is niet van toepassing, voor zover dit in de gegeven omstandigheden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar zou zijn.”

26 Zie bijv. ook art. 3:10 en 3:17 Wft waaruit blijkt dat financiële ondernemingen zich ook moeten houden aan de ongeschreven regels in het maatschappelijk verkeer.

27 Zie hierover ook D. Busch, *MiFID II/MiFIR. Nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 217-218. Zo stelt Busch: “Tegelijkertijd bewijst Nationale-Nederlanden dat het hof bereid is om soepel om te springen met het rechtszekerheidsbeginsel en het niet schuwt acrobatische toeren uit te halen omwille van een rechtvaardige uitspraak.”

aan een *level playing field*. Denk in dit verband aan de toepassing van de beleggingsrichtlijn MiFID binnen Europa.<sup>28</sup>

– Tot slot. Leidraden kunnen een informerende werking hebben op bestaande wet- en regelgeving. Echter, het klantbelang kan op meerdere wijzen worden gediend. Het is dan ook aanbevelingswaardig dat een financiële onderneming, die afwijkt van een leidraad, aangeeft waarom dit is gedaan en welk effect dit heeft gehad. Daarbij is een leidraad geen absolute, maar hooguit een relatieve norm. Ofschoon deze leidraden veelal na ruggespraak met enkele vertegenwoordigers van de financiële sector zijn opgesteld, kan niet worden gesteld dat de

Met de leidraden geven de toezicht-houders impliciet invulling aan juridische begrippen als ‘goed opdrachtnemerschap’ en ‘redelijkheid en billijkheid’.

inhoud een objectivering is voor professioneel handelen. Zeker bij beleggingsdienstverlening, waarbij het resultaat niet ex ante maar alleen ex post te meten is. De omstandigheden van het geval, waaronder de mate van deskundigheid van beide partijen, zijn zeer bepalend voor de mate van zorgplicht die van toepassing is op de relatie. Daarbij is vanuit financieel-economisch oogpunt een direct causaal verband tussen het niet-volgen van deze leidraden en verwijtbare (beleggings)schade lastig aantoonbaar. Ook de stelling dat het wél volgen van deze leidraden zorgt voor afnemende (beleggings)schade ontbeert adequate wetenschappelijke onderbouwing.

<sup>28</sup> Zie in dit verband ook het betoog van D. Busch, ‘Het “civiel effect” van MiFID. Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders’, *Ondernemingsrecht* 2012, p. 70.