

Saldibewakingsplicht gerelativeerd

*Mr. M. Tas**

Inleiding

In de praktijk komt het vaak voor dat een belegger, die om wat voor reden dan ook de waarde van zijn effectenportefeuille heeft zien kelderen, zijn bank daarvoor aansprakelijk stelt, omdat de bank ten tijde van dekkings- en/of margintekorten – *nota bene* in opdracht van de belegger zelf, maar in strijd met haar saldibewakingsplicht – transacties heeft uitgevoerd. De in strijd met de saldibewakingsplicht uitgevoerde transacties pakken echter niet altijd nadelig uit voor de belegger en die transacties kunnen – per saldo – ook een financieel voordeel voor de belegger opleveren. Daarvan was ook sprake in het arrest dat de Hoge Raad op 4 december 2009¹ heeft gewezen in een geschil tussen een belegger en een bank over de schadevergoedingsplicht van de bank die tijdens perioden van dekkings- en margintekorten transacties heeft uitgevoerd. In dit arrest heeft de Hoge Raad kort gezegd bepaald dat de saldibewakingsplicht niet strekt tot een selectieve bescherming tegen elk koersverlies, nu is gebleken dat de belegger per saldo een positief beleggingsresultaat heeft behaald met de in zijn opdracht door de bank uitgevoerde transacties. Hoewel dit uitgangspunt reeds impliciet in oude rechtspraak van de Hoge Raad lag besloten, markeert dit arrest de eerste keer dat de Hoge Raad dit met zoveel woorden expliciet tot uitdrukking heeft gebracht.

Voor een beter begrip van het arrest van de Hoge Raad ga ik hierna eerst kort in op hoe een dekkings- en margintekort kan ontstaan. Vervolgens sta ik stil bij de juridische aspecten van een dekkings- en margintekort en licht toe hoe een bank – die mede als een beleggingsonderneming fungeert in termen van de Wet financieel toezicht – moet handelen wanneer zich een dekkings- en/of margintekort voordoet. Voorts neem ik voornoemd arrest van de Hoge Raad onder de loep, waarna ik deze bijdrage afsluit met enkele slotopmerkingen.

Het ontstaan van een dekkings- en margintekort

Dekkingstekort

Het komt in de praktijk vaak voor dat een bank aan een belegger een krediet verstrekt op basis van de waarde van de effectenportefeuille van de belegger. De effectenportefeuille van de belegger dient dus als onderpand voor dit krediet, dat gelijk is aan een bepaald percentage van de waarde van de portefeuille (*dekkingspercentage*). Dit percentage is afhankelijk van de samenstelling van de portefeuille; in de praktijk wordt doorgaans een percentage van 70% gehanteerd. Zodra de minimaal voorgeschreven zekerheden niet meer aanwezig zijn, bijvoor-

beeld doordat de waarde van de effectenportefeuille daalt, ontstaat een tekort in de bestedingsruimte (*dekkingsstekort*). In een dergelijk geval zal de beleggingsonderneming de belegger verzoeken het tekort aan te zuiveren.

Margintekort

De verplichting tot het aanhouden van de zogeheten *margin* vindt haar oorsprong in de derivatenhandel en heeft tot doel een buffer te vormen voor toekomstige verplichtingen. Bij de handel in derivaten kunnen namelijk in de toekomst verplichtingen voortvloeien uit in het verleden verrichte transacties. In bepaalde scenario's kunnen die verplichtingen dermate groot (zo niet – theoretisch – oneindig) zijn dat het aanhouden van een buffer of marge om te zijner tijd aan dergelijke verplichtingen te voldoen – mochten die zich manifesteren – geen overbodige luxe is.

Zo kan een belegger aanzienlijke posities innemen waarbij hij zich verplicht tegen een tevoren vastgestelde uitoefenprijs een bepaald aantal aan onderliggende waarden (meestal aandelen of obligaties) te leveren (het schrijven van een calloptie), dan wel af te nemen (het schrijven van een putoptie), zodra de koper van de optie deze uitoefent. Als tegenprestatie voor het aangaan van deze verplichting ontvangt de belegger een premie.

Stel, een belegger schrijft putopties juni 2010 met een uitoefenprijs van 10. Wanneer in juni 2010 de koers van de onderliggende waarde tot 8 daalt, kan de belegger worden verplicht deze alsnog tegen 10 te kopen. Teneinde deze verplichting te kunnen nakomen dient de belegger zekerheid (*margin*) te stellen. De omvang van de *margin* wordt berekend aan de hand van een wiskundige formule waarbij onder meer rekening wordt gehouden met de volatiliteit van de onderliggende waarde, de ontvangen premie en het tijdsverloop. Daar de omvang van de marginverplichting van meerdere factoren afhangt, verandert deze voortdurend. Bij beursgenoteerde opties wordt de marginverplichting daarom dagelijks (opnieuw) berekend. Indien er sprake is van een nadelige ontwikkeling voor de belegger, zoals een waardedaling van de effectenportefeuille, kan de situatie ontstaan dat de belegger onvoldoende middelen heeft om aan de marginverplichting te voldoen. Er ontstaat dan een margintekort. In dat geval zal de beleggingsonderneming de belegger verzoeken *margin* bij te storten.

Volledigheidshalve merk ik op dat ook een effectenportefeuille tot de hoogte van het dekkingspercentage als delivery voor de marginverplichting kan dienen. In dat geval zal een dekkingsstekort logischerwijs een margintekort tot gevolg hebben.

* Mr. M. Tas is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh.

1. HR 4 december 2010, NJ 2010, 67 m.nt. M.R. Mok (Nabbe/Staalbankiers).

Saldibewaking: juridisch kader

Op een beleggingsonderneming rust de verplichting te monitoren dat een belegger over voldoende saldi beschikt in verband met (1) de bestedingsruimte van een belegger *voorafgaand* aan een belegging en (2) – nadat een belegging is verricht – het nakomen door de belegger van financiële verplichtingen die voortvloeien uit de door de belegger ingenomen posities.

1. Bewaking van bestedingsruimte

De plicht tot het bewaken van de bestedingsruimte is thans neergelegd in artikel 85 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo) (voorheen art. 28 lid 2 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002):

‘Een beleggingsonderneming verricht geen 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.’

Tijdens perioden van dekkingstekorten dient een beleggingsonderneming zich te onthouden van het uitvoeren van transacties voor rekening van een – niet-professionele – belegger.² Onder saldi worden alle bezittingen van de belegger begrepen, waaronder ook een kredietfaciliteit waarover de belegger beschikt.³

In geval van een dekkingstekort bestaat er voor de beleggingsonderneming een verplichting tot waarschuwen van de belegger en een plicht zich te onthouden van het uitvoeren van transacties voor rekening van de belegger, maar – anders dan bij margintekort – niet de verplichting om de door de belegger ingenomen posities op een zo kort mogelijke termijn te sluiten.⁴

De beleggingsonderneming moet derhalve *voorafgaand* aan het uitvoeren van een bepaalde transactie nagaan of er voldoende saldi (*dekking*) aanwezig is om de voorgenomen transactie uit te voeren. Deze verplichting geldt ter bescherming van de belegger.

2. Marginbewaking⁵

De marginbewakingsplicht is thans opgenomen in artikel 86 BGfo (voorheen art. 28 lid 3 en 4 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002):

‘1. Een beleggingsonderneming ziet er op toe dat cliënten die posities hebben in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortvloeien voortdurend over voldoende saldi beschikken om aan de actuele verplichtingen die uit die posities voortvloeien te voldoen.

2. Indien een cliënt als bedoeld in het eerste lid over onvoldoende saldi beschikt om te voldoen aan de actuele verplichtingen die voortvloeien uit posities in financiële instrumenten, ziet de beleggingsonderneming er op toe dat deze cliënt zekerheden stelt waaruit die verplichtingen kunnen worden voldaan. Indien de cliënt geen zekerheden kan stellen, sluit de beleggingsonderneming de posities zo spoedig mogelijk doch uiterlijk binnen vijf werkdagen tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen.’

De marginbewakingsplicht houdt in dat de beleggingsonderneming voortdurend erop toeziet dat een (niet-professionele) belegger die posities heeft ingenomen in financiële instrumenten waaruit verplichtingen kunnen voortkomen (zoals opties en futures), steeds over voldoende saldi beschikt om aan de actuele verplichtingen die uit die posities kunnen voortvloeien te voldoen.

Zodra de beleggingsonderneming constateert dat een belegger niet over voldoende saldi beschikt om te voldoen aan zijn actuele verplichtingen (*margintekort*), moet de beleggingsonderneming ervoor zorgen dat de belegger (additionele) zekerheden (*margin*) stelt waaruit die verplichtingen kunnen worden voldaan. Doet de belegger dat niet, dan is de beleggingsonderneming verplicht de door de belegger ingenomen posities zo spoedig mogelijk – maar uiterlijk binnen vijf werkdagen – te sluiten (*liquidatieplicht*), tenzij er zich bijzondere omstandigheden voordoen.

De ratio achter de marginbewaking en liquidatieplicht is het beperken van verliezen voor de belegger. Een margintekort kan, wanneer het niet tijdig wordt gezuiverd, namelijk zeer snel en zeer hoog oplopen door waardefluctuaties in onderliggende waarden. Marginbewaking geldt ook ter bescherming van de wederpartij van de belegger die zich blootstelt aan het risico dat de belegger zijn verplichtingen jegens haar niet nakomt.

Het arrest Nabbe/Staalbankiers⁶

Kern van de zaak

In deze zaak verwijt de belegger in kwestie, Nabbe, de beleggingsonderneming in kwestie, Staalbankiers B.V. (hierna: Staalbankiers), dat Staalbankiers in de jaren 1997 tot en met 2001 stelselmatig margin- en dekkingstekorten heeft laten bestaan in de effectenportefeuille van Nabbe en gedurende de perioden van margin- en dekkingstekorten nieuwe transacties heeft toegestaan, althans bepaalde posities niet heeft gesloten. Nabbe stelt Staalbankiers aansprakelijk voor de door hem geleden koersverliezen.

Feiten

De relevante feiten kunnen als volgt worden samengevat. Tus- sen Nabbe – een gepensioneerd bankdirecteur – en Staalbankiers bestaat sinds 1978 een beleggingsadviesrelatie. In dat

2. C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 572.

3. Grundmann-van de Krol 2010, p. 572.

4. Hof Den Haag 28 februari 2008, JOR 2008, 103 m.nt. F.M.A. 't Hart.

5. W.M. Schonewille & G.J. Brugman, Wie houdt de wacht bij effectenkrediet?, in: J.T. Anema (red.), Bouwen en bezinning: regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht, Lustrumbundel 2007 Vereniging voor Effectenrecht, Deventer: Kluwer 2007, p. 305-319.

6. HR 4 december 2010, NJ 2010, 67 m.nt. M.R. Mok (Nabbe/Staalbankiers).

kader belegde Nabbe tot 1994 uitsluitend in aandelen en sinds 1994 ook in derivaten, waaronder opties.

In augustus 1995 heeft Staalbankiers aan Nabbe krediet verstrekt ten behoeve van het verrichten van effectentransacties. In aanvulling op het krediet heeft Staalbankiers aan Nabbe een effectenkrediet verstrekt in de vorm van een krediet in rekening-courant ter grootte van het toepasselijke dekkingspercentage.

Tussen oktober 1997 en september 2001 is er gedurende vier perioden sprake geweest van margin- dan wel dekkingsstekorten. Slechts gedurende de laatste twee perioden – waarin enkel sprake was van een dekkingsstekort – heeft Staalbankiers Nabbe bericht dat de dekkingswaarde van zijn effectenportefeuille niet langer in overeenstemming was met de door haar gehanteerde bevoorschottingsnormen, en Nabbe verzocht het dekkingsstekort op te heffen.

Nabbe heeft Staalbankiers aansprakelijk gesteld voor de door hem geleden schade als gevolg van de koersdaling van de in zijn opdracht tijdens perioden van dekkings- en margintekorten aangekochte aandelen. De koersen van de door Nabbe aangekochte aandelen zijn namelijk in de loop van de tijd zeer sterk gedaald met wel 97 tot 99%. Staalbankiers heeft elke aansprakelijkheid van de hand gewezen. Opmerkelijk is dat uit rechtsoverwegingen 3.3 en 3.4 van de Hoge Raad volgt dat slechts gedurende de tweede periode van dekkings- en margintekort verliesgevende aandelen zijn aangekocht.

In feitelijke instanties

In eerste aanleg heeft Nabbe het over de boeg van zorgplicht gegooid. Ofschoon de Rechtbank Den Haag heeft aangenomen dat Staalbankiers een zorgplicht heeft geschonden, is de vordering van Nabbe niet toegekend, omdat hij onvoldoende aannemelijk heeft gemaakt dat hij als gevolg van de handelwijze van Staalbankiers enigerlei schade heeft geleden.

Nabbe heeft vervolgens hoger beroep ingesteld bij het Gerechtshof Den Haag. Nabbe verweet Staalbankiers dat zij stelselmatig en vaak langdurig margin- en dekkingsstekorten heeft laten bestaan in zijn effectenportefeuille en nieuwe, risicovolle transacties heeft toegestaan zonder aan te dringen op opheffing van de bestaande tekorten. Evenals de rechtbank heeft het hof het beroep van Nabbe verworpen. Het hof heeft daarbij geoordeeld dat de geschonden norm (saldibewakingsplicht) niet strekt tot bescherming tegen de schade zoals Nabbe die heeft geleden (koersverliezen):

‘3.4 (...). De verplichting voor de bank om bij een saldo-tekort geen nieuwe transacties uit te voeren en de margin strict te handhaven, is niet bedoeld om te voorkomen dat de belegger verlies lijdt op de door hem verworven posities. Verliezen kunnen immers evengoed worden geleden als de in art. 28 lid 2 NR vermelde verplichting en de marginverplichting (alsnog) wèl worden nageleefd. Het doel van deze verplichtingen is dan ook veeleer hierin gelegen, dat voorkomen moet worden dat de belegger schade lijdt die hij niet wil of kan dragen. (...) Wordt deze ruimte tijdelijk

overschreden en/of de marginverplichting geschonden maar blijkt het verloop van de effectenportefeuille later zo uit te pakken dat die bestedingsruimte niet langer is overschreden, dan is er geen vergoedingsplicht, althans wanneer, zoals in dit geval, de belegger niet tussentijds gelden heeft hoeven bijstorten.’

Tegen het arrest van het hof heeft Nabbe cassatie ingesteld. Onderdeel 1 van het tegen rechtsoverweging 3.4 van het arrest van het hof gerichte middel voert in de kern aan dat het hof heeft miskend dat de saldibewakingsregels, gezien het beschermingskarakter daarvan, strekken tot bescherming van alle schade die het onmiddellijke en dadelijke gevolg is van de overtreding van de daarin besloten normen. Ten aanzien van dit onderdeel overwoog de Hoge Raad:

‘3.7 Bij de beoordeling van het onderdeel wordt vooropgesteld dat, anders dan bijvoorbeeld het geval was in het arrest van de Hoge Raad van 26 juni 1998, nrs. 16621 en C97/100, LJN ZC2686, NJ 1998, 660, in deze zaak niet sprake is van een geval waarin een cliënt, voor wie een bank (ongedekte) optietransacties heeft uitgevoerd hoewel niet aan de marginverplichting werd voldaan, bij sluiting van zijn posities een (aanzienlijk) debetsaldo heeft op zijn in verband met die transacties bij de bank aangehouden rekening. Ook al heeft Nabbe in de hiervoor in 3.3 vermelde perioden ten aanzien van de in 3.4 vermelde aandelen (zeer) grote verliezen geleden, hij heeft *per saldo een positief beleggingsresultaat behaald* met de in zijn opdracht door de bank uitgevoerde transacties. In dit licht faalt het onderdeel omdat *de in art. 28 leden 2-4 NR besloten normen wel strekken tot bescherming van de cliënt tegen relatief te grote financiële risico's, maar niet tot een zo selectieve bescherming tegen elk (koers)verlies* dat de belegger op een transactie lijdt als door Nabbe bepleit [curs. MT].’

Slotsom

De Hoge Raad heeft de saldibewakingsplicht van een beleggingsonderneming gerelativeerd door te bepalen dat deze plicht niet strekt tot bescherming van beleggers tegen elk (koers)verlies. Hierin ligt besloten dat voor het bepalen van de schadevergoedingsplicht van een beleggingsonderneming, die transacties heeft verricht ten tijde van dekkings- en margintekorten, gekeken moet worden naar het eindresultaat. Wanneer het eindresultaat voor de belegger positief is, is de beleggingsonderneming niet schadeplichtig. Dit uitgangspunt lijkt mij juist: net zoals eventuele koerswinsten die voortvloeien uit transacties die in weerwil van de saldibewakingsplicht zijn verricht, de belegger toekomen, dienen ook incidentele verliezen voor de rekening van de belegger te blijven, mits het eindresultaat na saldering positief is.