

# Impressies

## Gedifferentieerde financiële zorgplichten

Mr. G.T.M.J. Raaijmakers

Zorgplicht is een van de grote hedendaagse thema's van het recht. Sterk speelt de discussie daarover in het privaatrecht, maar ook in het effectenrecht. Er was al geruime tijd groeiende aandacht voor het feit dat de zwakke positie van de individuele belegger tegenover ondernemingen, financiële instellingen en financiële dienstverleners compensatie behoeft. Die instellingen hebben superieure informatie en een veel betere onderhandelingspositie dan de belegger. Sinds de boekhoudschandalen van Enron, Ahold en andere ondernemingen en de daaropvolgende malaise op de beurs is de roep om versterking van de positie van de belegger alleen nog maar sterker geworden. Het vertrouwen in de integriteit van de financiële markten en de spelers op die markten is zwaar aange-tast. Bovendien bleken mensen veel geld verloren te hebben omdat zij in de hoogtijdagen van de economie financiële contracten waren aangegaan die achteraf, gezien de risico's, onverantwoord zijn geweest.

Zo zijn er nu discussies over de risico's van de vele beleggingshy-potheken uit die periode, maar in het oog springt uiteraard de hele kwestie over de aandelenleaseproducten. Het debacle is niet alleen een drama voor de vele beleggers die nu met een voor hen onbe-taalbare restschuld blijven zitten, maar ook voor het Nederlandse effectenrecht dat hiervoor geen passende antwoorden biedt. De grote moeite die het kost om voor de ontstane problemen met oplossingen te komen (de commissie-Oosting slaagde er niet in een allesomvattende schikking te bereiken, rechters komen met verschillende oordelen over de materie), is illustratief voor de nog altijd voortdurende zoektocht naar maatregelen om dit in de toe-komst te voorkomen. Het invoeren van een verplichte financiële bijsluiter bij complexe financiële producten was een van de belangrijke maatregelen. De gedachte was dat beleggers daarmee in staat werden gesteld om zelf te beoordelen of een product voor hen geschikt was. Nu, twee jaar na de invoering, blijkt daar echter niets van terecht gekomen. In opdracht van het ministerie van Financiën is de financiële bijsluiter geëvalueerd en daar is uit gekomen dat beleggers er kort gezegd weinig waarde aan hechten. En dat terwijl financiële instellingen klagen over de hoge kosten die het maken van financiële bijsluiters met zich brengt. De minister beraadt zich op een reactie, zo liet hij onlangs nog bij de behandeling van het wetsvoorstel voor de Wet financiële dienst-verlening weten.

Laten we eens een paar stappen terug doen. Wat is het probleem? Dat is in wezen dat te veel mensen risicovolle producten gekocht hebben of contracten zijn aangegaan, terwijl zij dat gezien hun eigen (financiële) situatie niet hadden moeten doen. Er zouden dus eigenlijk minder van dit soort producten moeten worden ver-kocht of contracten worden aangegaan, namelijk alleen maar met die mensen die zich dit soort risico's kunnen veroorloven of bij wie dat anderszins past. Zou de financiële bijsluiter in dit licht het aandelenleasedrama hebben kunnen voorkomen? Dat is maar zeer de vraag. Een van de eigenschappen van mensen is dat zij vaak irrationeel zijn in hun gedragingen. Als het goed gaat, hebben zij blind vertrouwen dat het goed zal blijven gaan. Zij bekommeren zich dan niet om risico's en baseren zich op irrationele veronder-stellingen. Een financiële bijsluiter kan dan zelfs op verschillende manieren een averechts effect hebben. Het creëert ten onrechte de schijn van betrouwbaarheid. Het leidt tot een *moral hazard*: er zijn al anderen die op mijn belangen letten, dus hoef ik het niet meer te doen. En het verschaft een legitimatie aan bedenkelijke produc-ten; de opstellers van de bijsluiter kunnen zich erachter verschui-len door erop te wijzen dat de belegger het had kunnen weten, beseffend dat het stuk toch niet wordt gelezen.

Moet de financiële bijsluiter dan maar worden afgeschaft? Dat denk ik niet. Ten eerste kan er veel worden gewonnen met het ver-eenvoudigen ervan. De financiële bijsluiter is nu vaak zelf al een complex product. Als regel zou een product in één A4'tje volgens een vaste format moeten worden beschreven met de belangrijkste risico's in klare taal opgesomd. Bovendien zorgt transparantie voor meer disciplineren, ook omdat aanbieders weten dat ande-ren er ook naar kunnen kijken. Denk bijvoorbeeld aan financiële journalisten, maar vooral ook de AFM. Die laatste zou als 'gate-keeper' een grotere rol moeten opeisen. Wat er zij van verwijten dat de AFM eerder had moeten ingrijpen bij de aandelenlease-kwestie, er kan veel mee worden gewonnen als de AFM vaker en indringender steekproeven doet naar de inhoud van bijsluiters.

Maar van het effect van de bijsluiter op beleggers moeten geen hooggespannen verwachtingen worden gekoesterd. Mensen blij-ven irrationeel handelen. Dat is een van de redenen waarom in wezen het marktmechanisme hier faalt. Vraag en aanbod sluiten niet aan bij de werkelijkheid, dat wil zeggen, er komen onwense-lijke transacties tot stand. Banken, ondernemingen en financiële dienstverleners maken rationele(re) afwegingen. Is er vraag, dan

komt er aanbod. Zijn er kosten wegens claims, dan zullen ze voorzichtiger worden. Als er strenge regels zijn, zal het merendeel zich daaraan willen houden uit angst voor afbreukrisico's en nog meer claims. Wie daarom wil dat risicovolle producten en contracten niet terechtkomen bij mensen die deze risico's niet kunnen dragen, moet zich dan ook vooral richten op die aanbodzijde. Transparantie is goed, maar soms is er sprake van marktfalen dat ook transparantie niet kan oplossen. Bij maatregelen voor de aanbodzijde moet dan bijvoorbeeld worden gedacht aan de reeds bestaande plicht om risicoprofielen op te stellen voor klanten om vast te stellen of een bepaald product bij die klant past. Sommige banken hebben inmiddels interne richtlijnen dat zij niet alleen sterk afraden aan bepaalde klanten om producten te nemen, maar dat soms zelfs weigeren. Op de verdere invulling hiervan zou mijns inziens de nadruk moeten liggen. Het verdient daarbij aanbeveling om te onderzoeken of de nu door banken aan zichzelf opgelegde norm om in sommige gevallen producten te weigeren, niet regel zou moeten zijn.

Over de invulling van dergelijke zorgplichten (zowel aan de aanbodzijde als aan de vraagzijde) tot slot het volgende. In de toelichting bij het ontwerp voor de Wet financieel toezicht staat te lezen (in par. 4) dat aanbieders van financiële producten en diensten bij het verstrekken van informatie uit moeten kunnen gaan van een

'gemiddelde cliënt'. Dat is niet 'een goedgelovige cliënt die zich niet verdiept in wat hij koopt en (daardoor) eenvoudig te misleiden is', maar iemand die 'bereid is zich in de aangeboden informatie te verdiepen om aldus na te gaan wat de kenmerken en risico's van een financieel product zijn en om te achterhalen of het product voor hem geschikt is'. Tekenend is in dit verband dat uit onderzoek naar de financiële bijsluiters ook is gebleken dat het vooral de hoogopgeleiden zijn die het stuk wél bestuderen. Neemt men 'de gemiddelde cliënt' als uitgangspunt, dan valt de groep die onder het gemiddelde zit wat kennis, ervaring en inzicht betreft, buiten de boot. En dat zijn daarmee waarschijnlijk precies die beleggers waar het allemaal om begonnen is. Misschien zou zowel wat kwaliteit van de zorgplicht betreft als de kosten ervan winst geboekt kunnen worden als met dit gegeven in de zorg een verdergaande differentiatie wordt aangebracht naar de kennis, ervaring, maar juist ook het opleidingsniveau van de cliënt dan nu al het geval is. Zo zal in een vroeg stadium een groep kunnen worden geïdentificeerd waarvan een grote eigen verantwoordelijkheid mag worden verwacht en een groep waaraan de extra bescherming het best besteed is.

*Mr. G.T.M.J. Raaijmakers, bedrijfsjurist ABP  
Vermogensbeheer te Heerlen*