

Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming

3

M.W. Wallinga*

In het artikel wordt de privaatrechtelijke handhaving van de MiFID II-gedrageregels besproken door middel van aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen tegenover cliënten. Civiele rechters zijn naar Europees recht in principe niet verplicht om bij schending van deze gedragsregels beleggingsondernemingen aansprakelijk te houden voor geleden beleggingsschade. Bij de invulling van de vereisten voor aansprakelijkheid kan desalniettemin rekening worden gehouden met de MiFID II-gedrageregels volgens een complementariteitsmodel. In dit model faciliteren de vereisten voor aansprakelijkheid, zoals de vereiste mate van zorg, het relativiteitsvereiste en causaal verband, de doorwerking van gedragsregels van Europese origine in het nationale aansprakelijkheidsrecht. De wijze waarop civiele rechters in Nederland, Duitsland en Engeland de MiFID II-gedrageregels toepassen, sluit grotendeels aan bij het complementariteitsmodel. Dit resulteert in een 'hybridisering' van de rechtsmiddelen. Deze hybridisering illustreert de potentie van privaatrechtelijke handhaving om bij te dragen aan beleggersbescherming en daarmee aan de effectiviteit van het Europese recht op het gebied van beleggingsdienstverlening.

selling schandalen, waarbij ongeschikte financiële producten worden verkocht of onvoldoende informatie wordt verstrekt over deze producten, hebben grote gevolgen voor de financiële markten en de huishoudens die zich tot deze markten hebben gewend.³ Deze schandalen tonen de kwetsbaarheid van consumenten als niet-professionele beleggers. Ter bescherming van deze beleggers wordt op Europees niveau onder meer ingezet op de gedragsregels die zijn neergelegd in de *Markets in Financial Instruments Directive II* (hierna: MiFID II).³ De gedragsregels leggen verplichtingen op aan beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen zoals het uitvoeren van orders, het geven van advies en het beheren van vermogen. Voorbeelden van gedragsregels zijn de verplichting om informatie te verstrekken over aan beleggingen verbonden risico's en om informatie in te winnen bij een klant over diens kennis, ervaring, financiële positie, doelstellingen en risicobereidheid en vervolgens daarop de dienstverlening af te stemmen. Hoewel het geen twijfel lijdt dat privaatrechtelijke handhaving van deze gedragsregels bij kan dragen aan de effectiviteit van deze gedragsregels, is deze vorm van handhaving onderbelicht gebleven. Deze bijdrage onderzoekt de potentie van privaatrechtelijke handhaving van de MiFID II-gedragsregels in de vorm van het aansprakelijk houden van beleggingsondernemingen voor beleggingsverliezen om bij te dragen aan beleggersbescherming. Deze vraagstelling is niet slechts relevant voor het terrein van beleggingsdienstverlening onder MiFID II. De vraag naar de (ondersteunende) rol van privaatrechtelijke handhaving rijst ook op andere gebieden van financiële regulering waar de Europese wetgever op vergelijkbare wijze hoofdzakelijk inzet op publiek toezicht en bestuursrechtelijke handha-

I. Inleiding

Europese huishoudens zijn in toenemende mate aangevoelen op beleggen op de financiële markten om hun financiële toekomst zeker te stellen.¹ Grootschalige mis-

* Mr. dr. Marnix Wallinga is advocaat te Amsterdam; ten tijde van het schrijven van het artikel was hij postdoctoral research fellow aan de Rijksuniversiteit Groningen en verbonden aan het Groningen Centre for European Financial Services Law.

¹ N. Moloney, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge: CUP 2010, p. 2 en 39.

² Denk naast de bekende effectenlease- en woekerpolisaffaire in Nederland aan bijvoorbeeld de verkoop van certificaten in Lehman Brothers in Duitsland (C. Hoffmann, 'Central bank collateral and the Lehman collapse', *CMLJ* 2011, afl. 4) en de verkoop van zogenaamde *payment protection insurance* producten in Engeland (E. Ferran, 'Regulatory Lessons From the Payment Protection Insurance Mis-Selling Scandal in the UK', *EBOR* 2012, afl. 2).

³ Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L173/349). Daarnaast introduceren MiFID II en MiFIR ter bescherming van beleggers productgovernanceregels en productinterventiebevoegdheden die ik hier verder onbesproken laat.

ving van gedragsregels, zoals de regulering voor prospectussen, marktmisbruik en kredietbeoordelaars.⁴

In dit artikel staat de mogelijkheid van beleggers om een beroep te doen op (schending van) de in het nationale financieel toezichtrecht geïmplementeerde MiFID II-gedragsregels bij het instellen van een vordering tot schadevergoeding op grond van het contractuele en buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht centraal. Het doel van dit artikel is om een bijdrage te leveren aan de discussie over de invloed van het Europese recht op nationale privaatrechtelijke rechtsmiddelen.⁵ Meer specifiek wordt beoogd om inzicht te verschaffen in de wijze waarop civiele rechters gedragsregels van Europese origine toepassen bij de beoordeling van privaatrechtelijke aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen in de nationale rechtsorde en de mate waarin dit kan bijdragen aan het op Europees niveau vastgestelde doel van beleggersbescherming.⁶ De doorwerking van de MiFID II-gedragsregels in privaatrechtelijke aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen om geleden beleggingsschade te vergoeden wordt onderzocht in twee stappen.⁷ Allereerst wordt in paragraaf 2 aangevangen met het schetsen van de verhouding tussen MiFID II en het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht naar Europees recht. Vervolgens wordt in paragraaf 3 gekeken naar de privaatrechtelijke handhavingsmechanismen van de implementatie van de MiFID II-gedragsregels in de specifieke verhouding tussen beleggingsonderneming en belegger. Hierbij wordt het Nederlandse recht vergeleken met dat van Duitsland en Engeland en Wales. De keuze voor een vergelijking met het Duitse recht is ingegeven door de aandacht die aldaar wordt besteed aan de theorievorming van de doorwerking van gedragsregels van Europese origine in het nationale privaatrecht. Een vergelijking met het recht van Engeland en Wales is interessant met het oog op mogelijke verschillen in de benadering van deze wisselwerking naar common law. De conclusie volgt in paragraaf 4.

2. Verhouding tussen MiFID II en privaatrechtelijk aansprakelijkheidsrecht naar Europees recht

2.1. Algemeen

Er bestaat een zekere spanning tussen de in MiFID II opgenomen gedragsregels en de privaatrechtelijke vereisten voor de aansprakelijkheid van een beleggingsonderneming en geleden schade, zoals de in het privaatrecht vereiste mate van zorg, het relativiteitsvereiste, verjaring en (bewijs van) causaal verband.⁸ Deze spanning wordt veroorzaakt doordat de richtlijn de gedragsregels, die vergelijkbaar zijn met door civiele rechters in het kader van de beslechting van individuele geschillen ontwikkelde verplichtingen van beleggingsondernemingen, onderwerpt aan publiek toezicht en bestuursrechtelijke handhaving. De MiFID II-gedragsregels zien in de eerste plaats op de verhouding tussen een beleggingsonderneming en de toezichthouder die belast is met de handhaving van deze regels. Tegelijkertijd leggen de gedragsregels gedetailleerde plichten op aan beleggersondernemingen wanneer zij gereguleerde beleggingsdiensten verlenen aan cliënten. Door dergelijke verplichtingen te vertalen in financieel toezichtrechtelijke normen die ook relevant zijn voor privaatrechtelijke verhoudingen, creëert MiFID II hybride normen.⁹ Dat de MiFID II-gedragsregels ook van invloed zijn op de van oudsher door het verbintenissenrecht beheerste verhouding tussen private partijen, illustreert de relevantie van deze regels voor het nationale privaatrecht.

De verhouding tussen MiFID II en privaatrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid wordt in de eerste plaats beïnvloed door het feit dat het gaat om een richtlijn.¹⁰ MiFID II dient in beginsel te worden omgezet in het nationale recht om haar werking te hebben in privaatrecht.

- 4 Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2003, L345/64) die per juli 2019 wordt vervangen door Verordening (EU) 2017/1129 (*PbEU* 2017, L168/12); Verordening (EU) 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1); Verordening (EG) 1060/2009 (*PbEU* 2009, L 302/1).
- 5 Zie in het algemeen over de doordenking van de invloed van het Europese recht op nationaal privaatrecht: A.S. Hartkamp, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 3. Vermogensrecht algemeen. Deel I. Europees recht en Nederlands vermogensrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2019; C.H. Sieburgh, 'EU Law and Non-Contractual Liability of the Union, Member States and Individuals', in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), *The Influence of EU Law on National Private Law*, Deventer: Kluwer 2014, p. 542; C.H. Sieburgh, 'A Method to Substantively Guide the Involvement of EU Law in Private Law Matters', *ERPL* 2013, afl. 5/6, i.h.b. p. 1167 en 1172; C.H. Sieburgh, 'Legitimiteit van de confrontatie van Europees recht en burgerlijk recht van nationale origine', in: W.J.M. Voermans, M.J. Borgers & C.H. Sieburgh, *Controverses rondom legaliteit en legitimatie* (Preadviezen NJV), Deventer: Kluwer 2011, i.h.b. p. 189 en 199, waar het nut en de noodzaak bespreekt van een inhoudelijk dialoog tussen het Europees recht en het (privaat)recht van nationale origine.
- 6 Voor een onderzoek vanuit een Europeesrechtelijk en rechtsvergelijkend perspectief over de verhouding tussen de MiFID- en MiFID II-gedragsregels en de privaatrechtelijke vereisten voor de aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen voor geleden beleggingsschade: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Private law. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Liability for Investment Losses* (diss. Groningen), 2018.
- 7 Vergelijk de combinatie van een *top-down*- met een *bottom-up*-benadering voorgesteld door Sieburgh: C.H. Sieburgh, 'A Method to Substantively Guide the Involvement of EU Law in Private Law Matters', *ERPL* 2013, afl. 5/6, i.h.b. p. 1172 en 1173.
- 8 Zie ook: D. Busch, 'De invloed van het Europees financieel toezichtrecht op het Nederlands privaatrecht', *WPNR* 2017, afl. 7175; I.P.M.J. Janssen, *De civielrechtelijke zorgplicht van de beleggingsdienstverlener jegens de niet-particuliere cliënt* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2017; M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35; O.O. Cherednychenko, 'De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen het publiek- en privaatrecht', *NTBR* 2010/11.
- 9 Cherednychenko gebruikt het begrip 'European supervision private law' ter beschrijving van dit regelkader dat de verhoudingen tussen private partijen beheerst en onderworpen is aan publiek toezicht en bestuursrechtelijke handhaving; O.O. Cherednychenko, 'Public Supervision over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?', *ERPL* 2014, afl. 1.
- 10 Overigens zij opgemerkt dat de Commissie de MiFID II-gedragsregels nader heeft uitgewerkt in een Gedelegeerde Verordening (No. 2017/565). Gelet op de hiërarchie tussen de richtlijn waarin de bevoegdheid tot nadere regelgeving is gedelegeerd en de gedelegeerde verordening die is

telijke verhoudingen. Daarbij rust op lidstaten de verplichting alle nodige maatregelen te treffen om de doelstellingen van de richtlijn te bereiken.¹¹ Dit beginsel van loyale samenwerking is verbindend voor alle autoriteiten van de Europese lidstaten, waaronder rechters bij de beslechting van individuele geschillen.¹² Lidstaten zijn in principe vrij om de vorm en middelen – publiekrechtelijk, privaatrechtelijk of een combinatie van beide – te kiezen waarmee zij richtlijnen vertalen in het nationale recht.¹³ Deze vrijheid kan worden beperkt wanneer dat noodzakelijk is om de beoogde doelstellingen te bereiken. Om de verhouding te bepalen tussen de MiFID II-gedragsregels en privaatrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid, dient vastgesteld te worden wat binnen de harmonisatiereikwijdte van MiFID II valt, met welke intensiteit de richtlijn dat wat binnen deze reikwijdte valt, beoogt te harmoniseren en wat vereist is om de effectiviteit van de MiFID II-gedragsregels te realiseren.

De harmonisatiegraad van de MiFID II is in het licht van de harmonisatiereikwijdte van ondergeschikt belang bij de bepaling van de verhouding van de richtlijn met privaatrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid. MiFID II blijft in algemene zin onduidelijk over de *precieze* harmonisatiegraad die wordt nagestreefd. Over de gedragsregels is de richtlijn duidelijker. Art. 24 lid 12 MiFID II staat lidstaten uitdrukkelijk toe om aanvullende of verdergaande gedragsregels op te nemen in het nationaal financieel toezichtrecht, hetgeen wijst op minimumharmonisatie van de gedragsregels.¹⁴ De toenemende inzet van *soft-law*-instrumenten op zowel Europees als nationaal niveau en de nadere concretisering door de Commissie van de MiFID II-gedragsregels in een gedelegeerde verordening kunnen evenwel *de facto* leiden tot een verdergaande mate van (onverplichte) harmonisatie.¹⁵

2.2. Harmonisatiereikwijdte

De harmonisatiereikwijdte van MiFID II bepaalt het gebied dat wordt beheerst door de richtlijn.¹⁶ Ten aanzien van de aspecten die daarbuiten vallen, zijn lidstaten vanuit

een Europeesrechtelijk perspectief in principe vrij om het onderwerp binnen het nationale recht vorm te geven.¹⁷ Er zijn duidelijke aanwijzingen dat de harmonisatiereikwijdte van MiFID II zich niet uitstrekt tot de privaatrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid voor geleden beleggingsschade.

In de eerste plaats is MiFID II, evenals voorgangster MiFID,¹⁸ ontworpen vanuit het perspectief van publiekrechtelijke handhaving door toezichthouders aan de hand van een bestuursrechtelijk instrumentarium.¹⁹ MiFID II is gericht op het verschaffen van toegang aan beleggingsondernemingen tot Europese financiële markten en op de implementatie in het nationale recht van een regime van publiek toezicht en bestuursrechtelijke handhaving. De richtlijn verplicht lidstaten tot het aanwijzen van publieke autoriteiten voor het uitvoeren van de daarin geformuleerde taken en deze uit te rusten met de noodzakelijke toezichtrechtelijke bevoegdheden.²⁰ Zo dienen toezichthouders voorzien te worden van de bevoegdheid om bestuursrechtelijke sancties en maatregelen op te leggen om de gedragsregels te handhaven.²¹ Tegelijkertijd zwijgt MiFID II over de privaatrechtelijke handhaving van de gedragsregels door middel van aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen voor beleggingsschade. In aanloop naar MiFID II heeft de Europese Commissie met op het oog op dat stilzwijgen input gevraagd over de wenselijkheid van een *'principle of civil liability'*.²² De Commissie overweegt dat MiFID niet voorziet in aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen indien schending van de gedragsregels schade toebrengt aan beleggers. Het beginsel van civiele aansprakelijkheid, dat privaatrechtelijke handhaving van de gedragsregels door middel van aansprakelijkheid binnen de harmonisatiereikwijdte van MiFID II zou brengen, is uiteindelijk verworpen. Ondertussen bevat MiFID II een interessant element in art. 69 lid 2 *in fine* MiFID II. De bepaling vereist dat lidstaten voorzien in een mechanisme op basis waarvan compensatie wordt betaald of een andere herstelmaatregel wordt genomen voor schade geleden als gevolg van een inbreuk op de richtlijn. Dat de verplichting is opgenomen

aangenomen op basis daarvan, is het feit dat de MiFID II-gedragsregels zijn neergelegd in een richtlijn bepalend bij de vaststelling van de verhouding van dit regime tot nationaal privaatrecht.

11 Art. 4 lid 3 VWEU.

12 HvJ EG 10 april 1984, C-14/83, ECLI:EU:C:1984:153, punt 26 (*Von Colson*).

13 S. Prechal, *Directives in EC Law*, Oxford: OUP 2005, p. 73 e.v.

14 Dit wordt ondersteund door de lezing van een vergelijkbare bevoegdheid in de Derde levensrichtlijn om aanvullende informatieplichten op te leggen aan verzekeraars als dat de richtlijn minimumharmonisatie van deze verplichtingen beoogt: HvJ EU 29 april 2015, ECLI:EU:C:2015:286 (*Nationale-Nederlanden/Van Leeuwen*). Zie anders: P.W.J. Verbruggen, 'Privaatrechtelijke zorgplichten en Europese maximumharmonisatie', *WPNR* 2018, afl. 7215 en ten aanzien van voorganger MiFID waarbij een vergelijkbare bepaling is opgenomen in art. 4 MiFID Uitvoeringsrichtlijn (Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie (*PbEU* 2006, L 241/26)): O.O. Cherednychenko, 'Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?', *ERCL* (10) 2014, afl. 4; V. Mak, 'De grenzen van maximumharmonisatie in het Europees consumentenrecht', *NTBR* 2011/77.

15 In meer detail: M.W. Wallinga, 'Invloed van Europese *soft law* op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/40. Het gaat om Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 (*PbEU* 2017, L 87/1).

16 R. Schütze, *European Union Law*, Cambridge: CUP 2018, p. 570.

17 Het belang van de harmonisatiereikwijdte in dit kader wordt inmiddels breed erkend, zie o.m.: D. Busch, 'Handelen voor eigen rekening en beleggingsdienstverlening volgens MiFID I & II', *AA* 2018, afl. 6, p. 392; M.W. Wallinga & A.C.W. Pijs, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1; M.W. Wallinga, 'Invloed van Europese *soft law* op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/40.

18 Richtlijn 2004/39/EG (*PbEU* 2004, L 145/1).

19 Daarnaast wordt van lidstaten verwacht dat zij voorzien in mogelijkheden voor buitengerechtelijke handhaving, zie art. 52 lid 2 MiFID, art. 53 MiFID; art. 74 lid 2 MiFID II, art. 75 MiFID II.

20 Art. 48 MiFID, art. 50 MiFID; art. 67 MiFID II, art. 69 MiFID II.

21 Art. 51 lid 1 MiFID; art. 70 MiFID II.

22 Commissie, 'Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments (MIFID)', Brussel: 8 december 2010, p. 63.

in een bepaling over bestuursrechtelijke handhavings- en sanctioneringsbevoegdheden waarmee bevoegde autoriteiten worden uitgerust,²³ wijst erop dat de bepaling niet ziet op privaatrechtelijke handhaving door middel van aansprakelijkheid voor geleden beleggingsschade. De bepaling verplicht lidstaten om toezichthouders in staat te stellen om zorg te dragen voor vergoeding van beleggingsschade die geleden is als gevolg van schending van MiFID II. Het mechanisme doet denken aan de compensatiebevoegdheden van de Engelse FCA.²⁴ In het kader van de verkoop van renteswaps aan het midden- en kleinbedrijf heeft de AFM voorgesteld om te worden uitgerust met een vergelijkbare bevoegdheid om externe experts aan te wijzen die onderzoek doen naar het gedrag van gereguleerde ondernemingen en om collectieve herstellkaders op te leggen in het geval van grootschalige schending van gedragsregels.²⁵ Deze mechanismen hebben gemeen dat zij beleggers geen recht geven om een vordering tot schadevergoeding in te stellen tegen beleggingsondernemingen op basis van het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht, maar toezichthouders in staat stellen tot het nemen van bestuursrechtelijke maatregelen met als doel schadeloosstelling van beleggers.

Genil/Bankinter is de eerste uitspraak waarin het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: HvJ) aandacht besteedt aan de verhouding tussen MiFID en het privaatrecht.²⁶ Aan het HvJ werd de vraag voorgelegd of schending van de verplichting om, kort gezegd, informatie in te winnen over de cliënt om vast te kunnen stellen of financiële diensten of producten passen bij deze cliënt, leidt – of zou moeten leiden – tot contractenrechtelijke gevolgen. Volgens het HvJ is sprake van een gebrek aan een Unieregeling op dit gebied. Het HvJ voorziet de vraag van een afwijzend, op publiek toezicht en bestuursrechtelijke handhaving-georiënteerd antwoord,²⁷ waarmee het lijkt te bevestigen dat privaatrechtelijke aansprakelijkheid buiten de harmonisatiereikwijdte valt van MiFID.²⁸ Het HvJ legt bij de beantwoording van de voorgelegde vraag de nadruk op art. 51 MiFID. Deze bepaling, die in

vergelijkbare bewoordingen is opgenomen in art. 70 MiFID II, verlangt dat lidstaten voorzien in handhaving van in de richtlijn opgenomen regels door middel van bestuursrechtelijke maatregelen en sancties. Echter, het HvJ laat na om in *Genil/Bankinter* een definitieve keuze te maken omtrent de invloed van MiFID in privaatrechtelijke verhoudingen. Dit valt te verklaren hetzij door de vrij specifieke formulering van de voorgelegde vraag of door de terughoudendheid van het HvJ om een *one-size-fits-all*-benadering toe te passen op de omstreden verhouding tussen MiFID en privaatrecht.²⁹

2.3. Effectiviteit van de gedragsregels

De plicht van lidstaten om de effectiviteit van het Europese recht te garanderen is eveneens van belang bij het achterhalen van de verhouding tussen de MiFID II-gedragsregels en privaatrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid. De vraag is of de maatstaf van voldoende effectieve beleggersbescherming in het kader van MiFID II verlangt dat beleggers op basis van privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht een vordering kunnen instellen jegens beleggingsondernemingen tot vergoeding van beleggingsschade geleden door schending van MiFID II-gedragsregels.³⁰ Effectiviteit meer in het algemeen (*effet utile*) zou de grondslag kunnen vormen voor een verplichting voor lidstaten om te voorzien in de mogelijkheid voor beleggers om schadevergoeding te vorderen op basis van het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht in geval van schending van de MiFID II-gedragsregels.³¹ Meer specifiek moet zulks dan nodig zijn om de volle werking van MiFID II en, in het bijzonder, het nuttig effect te garanderen van de daarin opgenomen gedragsregels.³² Het recht op een effectief rechtsmiddel op basis van het beginsel van effectieve rechtsbescherming (art. 47 EU-Handvest en art. 19 lid 1 VEU) zou op vergelijkbare wijze een grondslag kunnen vormen voor een dergelijke verplichting wanneer in het nationale recht geen rechtsmiddel bestaat om door het EU-recht verleende rechten af te dwingen.³³

23 A7-0306/2012.

24 FSMA 2000, s. 382, 384 en 404-404G.

25 AFM, 'Wetgevingsbrief', Amsterdam: 27 juni 2016, p. 6 en 7. Ministerie van Financiën, 'Kamerbrief: Resultaten consultatie effectiviteit en gewenste mate van bescherming voor zzp-ers en mkb-ers bij financiële diensten en producten en vervolgstappen', Den Haag: 12 april 2017.

26 HvJ EU 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344 (*Genil/Bankinter*).

27 HvJ EU, punt 57 (*Genil/Bankinter*).

28 Het HvJ heeft deze koers voortgezet in het kader van de privaatrechtelijke gevolgen van schending van uit de Prospectusrichtlijn: HvJ EU 19 december 2013, C-174/12, ECLI:EU:C:2013:856, punt 39 en 40. Zie ook: M. Haentjens, 'Incoherentie verenigd. Privaatrechtelijke concepten onder druk van Europees financieel recht', *TPR* 2017, afl. 4.

29 O.O. Cherednychenko, 'Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law', *ELJ* 2015, afl. 4, p. 505; S. Grundmann, 'The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law', *ERCL* (9) 2013, afl. 3, p. 275.

30 Reeds in 2010 opgeworpen door Tison: M. Tison, 'The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective', in: S. Grundmann e.a. (red.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, Berlin: De Gruyter 2010. Vergelijkbaar: R. Veil, 'Anlageberatung im Zeitalter der MiFID – Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung', *WM* 2007/39, p. 1821-1826.

31 Zie o.m. HvJ EG 20 september 2001, C-453/99, punt 26 (*Courage/Crehan*).

32 Hoewel ontwikkeld op het gebied van het mededingingsrecht, zie HvJ EG 20 september 2001, C-453/99, punt 26 (*Courage/Crehan*) HvJ EG 13 juli 2006, gevoegde zaken C-295/04-C-298/04 (*Manfredi*), wordt deze benadering ook buiten dat gebied toegepast in bijvoorbeeld HvJ EG 17 september 2002, C-253/00, punt 30 (*Muñoz*).

33 Voor het eerst geformuleerd in HvJ EG 15 mei 1986, C-222/84, ECLI:EU:C:1986:206 (*Johnston*). Over de verhouding tussen effectiviteit meer in het algemeen (*effet utile*) en het beginsel van effectieve rechtsbescherming zie J. Krommendijk, 'Is there light on the horizon? The distinction between "Rewe effectiveness" and the principle of effective judicial protection in Article 47 of the Charter after *Orizzonte*', *CMLR* 2016, afl. 5; S. Prechal & R.J.G.M. Widdershoven, 'Redefining the Relationship between "Rewe-effectiveness and Effective Judicial Protection', *REALaw* (4) 2011, afl. 2.

Het blijft door de besproken focus op publiek toezicht en bestuursrechtelijke handhaving van MiFID II onduidelijk of de richtlijn ertoe strekt om belegger in staat te stellen om beleggingsondernemingen op basis van het nationale privaatrecht aansprakelijk te houden voor schending van de gedragsregels. De nadruk van de MiFID II-gedragsregels op beleggersbescherming leidt niet automatisch tot de conclusie dat beleggers aan deze regels het recht ontleen op schadevergoeding op basis van het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht.³⁴ De afwijzing van een ‘*principle of civil liability*’ doet veeleer vermoeden dat met de richtlijn niet is beoogd een recht te verlenen tot het instellen van een vordering tot vergoeding van schade geleden als gevolg van schending van de gedragsregels. Dat MiFID II de inzet van handhaving door middel van alternatieve geschilbeslechting stimuleert ter vervanging van privaatrechtelijke handhaving in de vorm van aansprakelijkheid voor geleden schade,³⁵ wijst in dezelfde richting.

Lidstaten zijn verplicht om te voorzien in de rechtsmiddelen die een voldoende niveau van beleggersbescherming kunnen realiseren, niet de middelen die het hoogst mogelijke niveau bewerkstelligen.³⁶ Het Europese recht vereist niet noodzakelijkerwijs dat een partij op basis van het nationale privaatrecht aansprakelijk wordt gehouden tot vergoeding van als gevolg van schending van het Unierecht geleden schade.³⁷ Andere mogelijk effectieve rechtsmiddelen zijn bijvoorbeeld de voorlopige voorziening, nietigheid van contractbepalingen, ontbinding van een contractuele relatie en restitutie. Van voldoende effectieve beleggersbescherming in het kader van MiFID II zou sprake kunnen zijn wanneer lidstaten zorgen voor een adequate werking zowel van bestuursrechtelijke handhaving door publieke toezichthouders, inclusief het uitrusten van deze toezichthouders met de bevoegdheid tot schadeloosstelling van beleggers, als van buitengerechtelijke handhaving door alternatieve geschilbeslechting zoals voorgeschreven door de richtlijn. Tegelijkertijd lijdt het geen twijfel dat handhaving van de MiFID II-gedragsregels door middel van het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht kan bijdragen aan de effectiviteit van deze gedragsregels.³⁸

Wanneer lidstaten voorzien in de mogelijkheid tot privaatrechtelijke handhaving van de gedragsregels, dan is zij

onderworpen aan het effectiviteitsbeginsel en het gelijkwaardigheidsbeginsel als randvoorwaarden.³⁹ Een privaatrechtelijk vereiste van aansprakelijkheid kan in een procedure als obstakel voor schadevergoeding strijd opleveren met het effectiviteitsbeginsel wanneer dit vereiste het ‘praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk’ maakt om aan het EU-recht ontleende rechten uit te oefenen. De contextuele benadering die door het HvJ is geformuleerd in *Peterbroeck* en *Van Schijndel* om vast te stellen of sprake is van strijd met het effectiviteitsbeginsel, benadrukt de aanzienlijke vrijheid van lidstaten bij de vormgeving van de doorwerking van (schending van) de MiFID II-gedragsregels in de vereisten van privaatrechtelijke aansprakelijkheid.⁴⁰ Schending van het effectiviteitsbeginsel volgt in ieder geval niet zonder meer uit de afwijzing van een vordering tot schadevergoeding omdat in een concreet geval op een beleggingsonderneming een minder vergaande privaatrechtelijke zorgplicht rust dan blijkt uit MiFID II of wanneer de belegger er niet in slaagt om het causaal verband te bewijzen.⁴¹ Wil sprake zijn van schending van het effectiviteitsbeginsel, dan dient in de specifieke context de procedurele of materiële regel privaatrechtelijke handhaving praktisch onmogelijk of uiterst moeilijk te maken, bijvoorbeeld door een onmogelijkheid voor een belegger om met succes geleden schade vergoed te krijgen van een beleggingsonderneming. Nader onderzoek van de specifieke context kan ook uitwijzen dat nationaal privaatrecht als geheel voorziet in procedureel- of materieelrechtelijke oplossingen voor een specifiek obstakel voor handhaving. Beleggers zouden in het kader van MiFID II een beroep kunnen doen op de gedragsregels, en de onderliggende doelstelling van beleggersbescherming, om de weg naar schadevergoeding te vergemakkelijken.

2.4. Een verhouding van complementariteit

Het voorgaande laat zien dat naar Europees recht civiele rechters niet verplicht zijn om beleggingsondernemingen aansprakelijk te houden voor geleden beleggingsschade bij schending van in het Nederlands financieel toezichtrecht geïmplementeerde MiFID II-gedragsregels. Lidstaten en civiele rechters zijn daarmee – binnen de grenzen gesteld door de beginselen van effectiviteit en gelijkwaardigheid – vrij in hoe zij de handhaving van deze gedrags-

34 HvJ EG 12 oktober 2004, C-222/02, ECLI:EU:C:2004:606, punt 40 (*Peter Paul*); HvJ EU 16 februari 2017, C-219/15, ECLI:EU:C:2017:128, punt 55 (*Schmitt/TÜV*).

35 Art. 75 MiFID II.

36 F. Cafaggi & P. Iamiceli, ‘The Principles of Effectiveness, Proportionality, and Dissuasiveness in the Enforcement of EU Consumer Law’, *ERPL* 2017, afl. 3, p. 578.

37 Zie meer uitgebreid: C.H. Sieburgh, ‘EU Law and Non-Contractual Liability of the Union, Member States and Individuals’, in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), *The Influence of EU law on National Private Law*, Deventer: Kluwer 2014.

38 Zie in het algemeen over de handhavende werking van het privaatrecht: J.S. Kortmann & C.H. Sieburgh, ‘Handhaving door het Nederlands privaatrecht’, in: A. Scheltema e.a., *Toezicht op de financiële markt en de energiemarkt. Staatsgeheimen en het strafproces. Rechtshandhaving door het privaatrecht* (Preadvies van de Vergelijkende Studie van het Recht van België en Nederland), Den Haag: Bju 2009.

39 HvJ EG 16 december 1976, C-33/76, ECLI:EU:C:1976:188, punt 5 (*Rewe-Zentralfinanz*); HvJ EG 16 december 1976, C-45/76, ECLI:EU:C:1976:191, punt 16 (*Comet*).

40 HvJ EG 14 december 1995, C-312/93, ECLI:EU:C:1994:437 (*Peterbroeck*); HvJ EG 14 december 1995, gevoegde zaken C-430/93 en C-431/93, ECLI:EU:C:1994:441 (*Van Schijndel*). Zie ook meer in het algemeen over de *Rewe*-randvoorwaarden en de ruimte die dit verschaft aan lidstaten: S. Prechal, ‘Europeanisation of National Administrative Law’, in: J. Jans, S. Prechal & R.J.G.M. Widdershoven, *Europeanisation of Public Law*, Groningen: Europa Law Publishing 2015, p. 58 e.v.; S. Prechal & R.J.G.M. Widdershoven, ‘Redefining the Relationship between ‘Rewe-effectiveness and Effective Judicial Protection’, *REALaw* (4) 2011, afl. 2, p. 39.

41 Kennelijk anders: D. Busch, ‘The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond’, *ERCL* 2017, afl. 1, p. 86 en 90.

regels door middel van privaatrechtelijke aansprakelijkheid vormgeven. Tegelijkertijd zijn er goede redenen voor civiele rechters om desalniettemin rekening te houden met de gedragsregels, zoals geïmplementeerd in het Nederlands financieel toezichtrecht, bij de vaststelling of in individuele geschillen is voldaan aan de privaatrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid. De eerste reden is dat het Europese recht afhankelijk is van de handhaving door nationale rechters in hun hoedanigheid van Unierechters.⁴² Wanneer op Europees niveau een bepaald doel wordt gesteld, zoals dat van beleggersbescherming, kan van civiele rechters worden verwacht dat zij zich zo veel mogelijk inspannen om dat te bereiken.⁴³ Ten tweede kunnen rechters te veel discrepantie tussen nationaal privaatrecht en financieel toezichtrecht willen voorkomen gelet op hun verantwoordelijkheid om de eenheid en werkbaarheid van het nationale rechtssysteem te waarborgen.⁴⁴ Dit geldt in het bijzonder voor hoogste rechtscolleges zoals de Hoge Raad. Als laatste kunnen rechters gebruik willen maken van de kennis en ervaring die schuilt in de MiFID II-gedragsregels afkomstig van niet alleen de Uniewetgever, maar ook de ESMA die deze gedragsregels verder uitwerkt in *soft law*,⁴⁵ bij de beslechting van individuele geschillen.

Aldus kunnen rechters de verhouding tussen de MiFID II-gedragsregels en de privaatrechtelijke vereisten voor het aannemen van aansprakelijkheid van beleggingsondernemingen opvatten volgens een complementariteitsmodel. Dit model gaat ervan uit dat civiele rechters de MiFID II-gedragsregels, en de onderliggende doelstelling van beleggersbescherming, in acht nemen bijvoorbeeld bij de vaststelling van de vereiste mate van zorg in het privaatrecht of bij de beoordeling of het bestaan van een causaal verband moet worden vermoed. Daarmee faciliteren deze privaatrechtelijke vereisten de doorwerking van de gedragsregels van Europese origine in het nationale privaatrecht.⁴⁶ Deze manier van doorwerking van de MiFID II-gedragsregels kan gelaedeerde beleggers in staat stellen om mogelijke obstakels in het nationale recht op weg naar schadevergoeding te overwinnen.

3. Handhavingsmechanismen

3.1. Twee handhavingscategorieën

De beschikbare handhavingsmechanismen van de gedragsregels kunnen in twee categorieën worden onderverdeeld: aansprakelijkheid wegens schending van een ongeschreven zorgplicht en aansprakelijkheid wegens schending van een wettelijke verplichting. Hoewel rechtssystemen doorgaans dergelijke mechanismen bevatten, verschilt de wijze waarop civiele rechters de MiFID II-gedragsregels, zoals geïmplementeerd in het nationale financieel toezichtrecht, toepassen bij de beoordeling van aansprakelijkheid en daarmee de mate waarin beleggers een beroep (kunnen) doen op deze regels om hun beleggingsschade vergoed te krijgen.

3.2. Aansprakelijkheid wegens strijd met ongeschreven zorgplicht

Aansprakelijkheid wegens schending van een ongeschreven zorgplicht faciliteert een meer indirect effect van de MiFID II-gedragsregels op privaatrechtelijke aansprakelijkheid. Dit effect berust op de invloed van de gedragsregels op de inhoud en reikwijdte van de privaatrechtelijke zorgplicht van beleggingsondernemingen tegenover hun cliënten. Dit stelt beleggers in staat om een beroep te doen op de gedetailleerde wijze waarin MiFID II voorschrijft welk gedrag is vereist van beleggingsondernemingen. Meer concreet kunnen beleggers schending van de implementatie van de MiFID II-gedragsregels aanvoeren ter motivering van de stelling dat de beleggingsonderneming in strijd handelde met de op haar rustende privaatrechtelijke zorgplicht.

Een goed voorbeeld hiervan is de wisselwerking tussen de gedragsregels die zijn geïmplementeerd in het Nederlands financieel toezichtrecht en de door de Hoge Raad (hierna: HR) geformuleerde bijzondere zorgplicht van beleggingsondernemingen.⁴⁷ Beleggers gebruiken de schending van deze bijzondere zorgplicht doorgaans als grondslag voor hun vordering tot schadevergoeding op basis van wanprestatie of onrechtmatige daad. Deze privaatrechtelijke zorgplicht verlangt van beleggingsonder-

42 R. Schütze, *European Constitutional Law*, Cambridge: CUP 2018, p. 351; C.H. Sieburgh, 'Legitimiteit van de confrontatie van Europees recht en burgerlijk recht van nationale origine', in: W.J.M. Voermans, M.J. Borgers & C.H. Sieburgh, *Controverses rondom legaliteit en legitimatie* (Preadviezen NJV), Deventer: Kluwer 2011, p. 228; T. Nowak e.a., *National Judges as European Union Judges*, Den Haag: Eleven International Publishing 2011; S. Prechal, 'National Courts in EU Judicial Structures', *YEL* 2006, afl. 1.

43 Vergelijk art. 4 lid 3 TEU. Zie ook over de ondersteunende rol van privaatrechtelijke rechtsmiddelen in het licht van de effectiviteit van het Unierecht: C.H. Sieburgh, 'A Method to Substantively Guide the Involvement of EU Law in Private Law Matters', *ERPL* 2013, afl. 5/6, p. 1186; C.H. Sieburgh, 'Principles in Private Law: From Luxury to Necessity – Multi-layered Legal Systems and the Generative Force of Principles', *ERPL* 2012, afl. 2, p. 300 en 301.

44 In vergelijkbare zin: C.H. Sieburgh, 'Legitimiteit van de confrontatie van Europees recht en burgerlijk recht van nationale origine', in: W.J.M. Voermans, M.J. Borgers & C.H. Sieburgh, *Controverses rondom legaliteit en legitimatie* (Preadviezen NJV), Deventer: Kluwer 2011, p. 232.

45 Over dit laatste: M.W. Wallinga, 'Invloed van Europese *soft law* op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/40.

46 Vergelijk wat Hartkamp omschrijft als indirecte horizontale werking waarbij Europese richtlijnbevestigingen een specifieke horizontale verhouding beïnvloeden via op die verhouding toepasselijke wetsbepalingen of open privaatrechtelijke normen: A.S. Hartkamp, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 3. Vermogensrecht algemeen. Deel I. Europees recht en Nederlands vermogensrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2019/18 en 42; C.H. Sieburgh, 'EU Law and Non-Contractual Liability of the Union, Member States and Individuals', in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), *The Influence of EU Law on National Private Law*, Deventer: Kluwer 2014, p. 469.

47 M.W. Wallinga, 'De bijzondere zorgplicht: de loper van het verbintenissenrecht op financieel gebied?', *WPNR* 2016, afl. 7116.

nemingen, kort gezegd, dat zij als professioneel en deskundige partij klanten tegen zichzelf beschermen. Hoewel de bijzondere zorgplicht is ontwikkeld in de verhouding tot particuliere beleggers, ligt het voor de hand dat beleggingsondernemingen deze zorgplicht, en daarmee de meer specifieke plichten die daaruit voortvloeien, ook in acht moeten nemen wanneer zij hun diensten verlenen aan het midden- en kleinbedrijf.⁴⁸ In de veelbesproken effectenlease-arresten voeren de aangesproken banken aan dat zij niet aansprakelijk zijn vanwege schending van verdergaande privaatrechtelijke zorgplichten omdat zij hebben voldaan aan de plichten die voortvloeien uit het financieel toezichtrecht. De HR maakt korte metten met deze redenering en volgt de conclusie van plv. P-G De Vries Lentsch-Kostense. Zij overweegt dat het Nederlandse recht wordt gekenmerkt door een dubbel stelsel van zorgplichten en dat hoewel publiekrechtelijke gedragsregels de privaatrechtelijke zorgplicht kunnen beïnvloeden, zij de inhoud daarvan niet bepalen.⁴⁹ De HR heeft deze visie op de wisselwerking tussen de bijzondere zorgplicht en financieel toezichtrechtelijke gedragsregels recent bevestigd in een arrest over de aansprakelijkheid van banken bij kredietverstrekking.⁵⁰ Volgens vaste jurisprudentie van de HR functioneren de gedragsregels als gezichtspunten bij het vaststellen van de inhoud en reikwijdte van de bijzondere zorgplicht.⁵¹ Financieel toezichtrechtelijke gedragsregels zijn dus niet uitputtend, maar wel degelijk van belang bij het bepalen van de mate van zorg die op basis van het privaatrecht wordt verwacht. Doordat gedragsregels worden gezien als relevante factoren bij de invulling van ongeschreven zorgplichten in overeenstemming met het complementariteitsmodel, kunnen beleggers hun vordering tot schadevergoeding uit wanprestatie of onrechtmatige daad onderbouwen met een beroep op schending van die gedragsregels.

De verhouding tussen gedragsregels opgenomen in het financieel toezichtrecht en de zorgplicht van financiële instellingen wordt op vergelijkbare wijze benaderd in het Engelse recht.⁵² De relevantie van privaatrechtelijke handhaving door (particuliere) beleggers is overigens beperkt in het Engelse recht. De *Financial Ombudsman Service* beslecht de meeste geschillen tussen financiële instellingen en beleggers. De FOS biedt een goedkoop en informeel alternatief voor dure en langdurige juridische

procedures. Beleggers kunnen er toch de voorkeur aan geven om een vordering tot schadevergoeding in te stellen bij een rechter, bijvoorbeeld als zij ontevreden zijn met de beslissing van de FOS of als de verliezen het maximumbedrag aan schadevergoeding (£ 150 000, per 1 april verhoogd naar £ 350 000) dat de FOS kan toekennen, overschrijdt.

De beschikbare jurisprudentie laat zien dat Engelse rechters in het algemeen van oordeel zijn dat de gedragsregels van Europese origine de inhoud invullen van de contractuele zorgplicht van financiële instellingen wanneer zij beleggingsdiensten verlenen aan particuliere beleggers.⁵³ De wisselwerking tussen financieel toezichtrechtelijke gedragsregels en de zorgplicht op basis van het Engelse common law kwam aan bod in *Gorham & Others v British Telecommunications Limited plc*.⁵⁴ De aangesproken verzekeraar voert aan dat de bestaande toezichtrechtelijke regels de omvang van de op hem rustende zorgplicht bepalen en dat geen sprake kan zijn van aansprakelijkheid omdat deze regels niet zijn geschonden. De *Court of Appeal* wijst deze redenering van de hand en onderstreept daarmee de vrijheid van rechters om de vereiste mate van zorg vast te stellen in afwijking van het financieel toezichtrechtelijk kader.⁵⁵ Tegelijkertijd beschouwt de *Court of Appeal* de toezichtrechtelijke gedragsregels als relevante gezichtspunten bij het vaststellen van de inhoud van de zorgplicht. Deze benadering wordt consequent toegepast in latere jurisprudentie.⁵⁶ Een goed voorbeeld hiervan is de meer recente beslissing uitspraak in *O'Hare v Coutts & Co*. Kerr J overweegt dat naleving van de verplichtingen opgenomen in het financieel toezichtrecht normaliter voldoende is om te voldoen aan de zorgplicht op basis van common law, terwijl schending van deze verplichtingen doorgaans leidt tot schending van die zorgplicht.⁵⁷ Hoewel het toezichtrechtelijk kader dus niet bepalend is voor de mate van zorg die wordt verwacht op basis van common law, leveren de in dit kader opgenomen plichten desalniettemin relevant bewijs op van het gedrag dat verwacht mag worden van beleggingsondernemingen.⁵⁸

Hoewel de wisselwerking tussen toezichtrechtelijke gedragsregels en common-law-zorgplichten op vergelijkbare wijze als in het Nederlandse recht wordt opgevat volgens het complementariteitsmodel, kan het resultaat van de

48 Zie ook A-G M.H. Wissink ECLI:NL:PHR:2017:1057, punt 3.8; I.P.M.J. Janssen, *De civielrechtelijke zorgplicht van de beleggingsdienstlerener jegens de niet-particuliere cliënt*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 138 e.v. en 234.

49 Conclusie plv. P-G C.L. de Vries Lentsch-Kostense in HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, punt 3.21 (*Dexia/De Treek*).

50 HR 14 december 2018, ECLI:NL:HR:2018:2298, r.o. 3.4.2; HR 16 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1107, r.o. 4.2.5 (*SNS/Stichting Gedupeerden Overwaardeconstructie W&P*).

51 In meer detail: M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35.

52 Onder het Engelse recht wordt verstaand het rechtssysteem van Engeland en Wales.

53 Het Engelse recht kent niet een overkoepelende 'duty of good faith'. Rechters gaan desalniettemin in het algemeen ervan uit dat voor beleggingsondernemingen een 'duty to exercise reasonable care and skill' voortvloeit uit de contractuele verhouding en uit *tort law*. Zie in meer detail: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Private law. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Liability for Investment Losses* (diss. Groningen), 2018, § 5.4.

54 [2000] EWCA Civ 234.

55 Zie ook in deze zin: *Green & Rowley v RBS* [2013] EWCA Civ 1197.

56 *Rubenstein v HSBC Bank plc* [2011] EWHC 2304 QB; *Loosemore v Financial Concepts (a firm)* [2001] Lloyd's Rep PN 235; *Seymour v Caroline Ockwell & Co* [2005] EWHC 1137 (QB); *Shore v Sedgwick* [2007] 2509 (QB).

57 [2016] EWHC 2224 (QB), [2018].

58 [2016] EWHC 2224 (QB), [2017].

invloed van de MiFID II-gedragsregels op aansprakelijkheid aanzienlijk verschillen in de praktijk. Dit heeft te maken met de opkomst van de doctrine van *contractual estoppel*.⁵⁹ Beleggingsondernemingen kunnen in het contract met cliënten regelen dat hun verhouding is gebaseerd op een bepaald feitencomplex, bijvoorbeeld dat geen advies wordt gegeven of dat de belegger zich niet baseert op het advies. De doctrine kan er vervolgens aan in de weg staan dat cliënten aanvoeren dat toch advies is gegeven of dat zij wel zijn afgegaan op dat advies.⁶⁰ Hoewel rechters de inhoud van de zorgplicht naar common law invullen met behulp van de gedragsregels, kunnen beleggingsondernemingen via de doctrine het bestaan van deze zorgplicht uitsluiten. De voorkeur van Engelse rechters voor contractueel formalisme kan daarmee de bescherming beperken die beleggers ontleen aan toepassing van de gedragsregels bij de beoordeling van privaatrechtelijke aansprakelijkheid.⁶¹

Hoewel het *Bundesgerichtshof* (hierna: het BGH) de banden doorgesneden lijkt te hebben tussen financieel toezichtrechtelijke gedragsregels en het Duitse privaatrecht, bestaat toch ruimte voor een zekere invloed van deze gedragsregels op de inhoud van ongeschreven zorgplichten. Aansprakelijkheid voor beleggingsschade wegens schending van een dergelijke zorgplicht heeft in het Duitse recht hoofdzakelijk een contractuele grondslag.⁶² In eerdere jurisprudentie leek het BGH de gedragsregels een uitstralend effect op (pre)contractuele verplichtingen toe te dichten.⁶³ Deze *Ausstrahlungswirkung* houdt in dat de gedragsregels in acht worden genomen bij het afleiden van specifieke contractuele verplichtingen uit open normen.⁶⁴ Het BGH heeft inmiddels afstand genomen van deze *Ausstrahlungswirkung*.⁶⁵ Een goed voorbeeld hiervan is het arrest uit 2013. Hierin maakt het BGH duidelijk dat de in het *Wertpapierhandelsgesetz* opgenomen gedragsregels niet opgevat moeten worden als (pre)contractuele verplichtingen.⁶⁶ Volgens het BGH zijn de financieel toezichtrechtelijke gedragsregels slechts publiekrechtelijk van aard en is de invloed van deze gedragsregels op het contractenrecht daarom beperkt.⁶⁷ Deze benadering is in 2014 bevestigd.⁶⁸ Daarmee is duidelijk geworden dat de financieel toezichtrechtelijke gedragsregels niet bepa-

lend zijn voor de vereiste mate van zorg van beleggingsondernemingen in de contractuele verhouding met hun cliënten. Het BGH laat evenwel de mogelijkheid voor een bepaalde mate van doorwerking van financieel toezichtrechtelijke normen in privaatrechtelijke zorgplichten. Een zekere vorm van indirecte invloed van de gedragsregels op het bestaan en de omvang van (pre)contractuele verplichtingen is mogelijk voor zover deze regels leiden tot een bijna alomvattend rechtsbeginsel.⁶⁹ Met het toevoegen van een aanvullende drempel voor de wisselwerking, kan de huidige benadering van het BGH omschreven worden als een soort 'light version' van het complementariteitsmodel. Deze benadering lijkt beleggers nog steeds in staat te stellen om een beroep te doen op de gedragsregels bij het instellen van een vordering tot schadevergoeding.

3.3. Aansprakelijkheid wegens strijd met een wettelijke plicht

Buitencontractuele aansprakelijkheid wegens strijd met een wettelijke plicht biedt een meer directe manier van handhaving van de MiFID II-gedragsregels zoals geïmplementeerd in het nationale financieel toezichtrecht. Bij deze manier van toepassing van de gedragsregels van Europese origine is de invloed daarvan op privaatrechtelijke aansprakelijkheid niet afhankelijk van het bestaan van een ongeschreven zorgplicht. Rechtssystemen bevatten in de regel een mechanisme in bijvoorbeeld een burgerlijk wetboek of toezichtwetgeving dat aansprakelijkheid verbindt aan strijd met een wettelijke plicht. In het Nederlandse recht kunnen beleggers een rechtstreeks beroep doen op de MiFID II-gedragsregels zoals geïmplementeerd in Nederlandse toezichtwetgeving op de voet van het onrechtmatigheids criterium van strijd met een wettelijke plicht.⁷⁰ Het relativiteitsvereiste kan deze directe invloed van de gedragsregels op de buitencontractuele aansprakelijkheid van financiële instellingen beperken.⁷¹ Op basis van dit vereiste leidt schending van de gedragsregels alleen tot aansprakelijkheid wanneer de regel beoogt de belangen van de belegger te beschermen tegen de schade die en de wijze waarop hij of zij die heeft geleden.⁷² Dat een financieel toezichtrechtelijke regel bepaald gedrag verlangt van een beleggingsonder-

59 Zie meer uitgebreid met verdere verwijzingen: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Private law. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Liability for Investment Losses* (diss. Groningen), 2018, § 5.4.2.

60 Raiffeisen, as per Clarke J at [250]; Thornbridge, as per Moulder HHJ at [11].

61 Recente rechtspraak lijkt aan te tonen dat de negatieve invloed van de doctrine van *contractual estoppel* op beleggersbescherming afneemt. Zie bijvoorbeeld: *First Tower Trustees v CDS* [2018] EWCA Civ 1396; *Parmar v Royal Bank of Scotland Plc* [2018] EWHC 1027 (Ch).

62 § 826 BGB speelt in deze context nauwelijks een rol van betekenis.

63 Zie bijvoorbeeld BGH 19 december 2006, XI ZR 56/05, nr. 18, NJW 2007, 1876, bevestigd in: BGH 19 februari 2008, XI ZR 170/07, nr. 14, NJW 2008, 1734.

64 G. Spindler, 'Grundlagen', in: K. Langenbucher, D.H. Bliesener & G. Spindler (red.), *Bankrechts-Kommentar*, München: C.H. Beck 2016, nr. 28 e.v.; A. Fuchs, in: A. Fuchs (red.), *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, München: C.H. Beck Verlag 2016, Vorbemerkung § 31, nr. 80 e.v.

65 Zie ook S. Grundmann, 'Privatrecht und Regulierung', in: H.C. Grigoleit & J. Petersen (red.), *Privatrechtsdogmatik im 21. Jahrhundert*, Berlin: De Gruyter 2017, p. 933.

66 BGH 17 september 2013, XI ZR 332/12, nr. 15. De uitspraak bouwt voort op eerdere uitspraken: BGH 27 September 2011, XI ZR 178/10, NJW-RR 2012, 43 & XI ZR 182/10, NJW 2012, 66.

67 BGH 17 september 2013, XI ZR 332/12, WM 2013, 1983 nr. 16 en 20.

68 BGH 3 juni 2014, XI ZR 147/12, nr. 35, NJW 2014, 2947.

69 BGH 3 juni 2014, XI ZR 147/12, nr. 37 ('eines allgemeinen – nunmehr nahezu flächendeckenden – Rechtsprinzip').

70 Art. 6:162 lid 2 BW.

71 Art. 6:163 BW. Zie ook HR 4 december 2009, ECLI:NL:HR:2009:BJ7320 (*Nabbe/Staalbankiers*).

72 Art. 6:163 BW.

neming tegenover een belegger, betekent niet automatisch dat de regel deze belegger beoogt te beschermen tegen de verliezen waarvan hij of zij vergoeding vordert.⁷³ Dit kan verklaren waarom beleggers in de praktijk weinig gebruik lijken te maken van dit handhavingsmechanisme en doorgaans een beroep doen op schending van de bijzondere zorgplicht waarmee dergelijke moeilijkheden worden omzeild.⁷⁴

Het relativiteitsvereiste zou een minder hoge drempel kunnen opwerpen wanneer beleggers een beroep doen op de strekking van beleggersbescherming van MiFID II. Dit heeft te maken met de wijze waarop de beschermingsstrekking van de gedragsregels is uitgewerkt. De informatieverplichting en geschiktheidsregel beogen bijvoorbeeld te beschermen tegen verliezen als gevolg van het niet in staat zijn om onafhankelijke, goed geïnformeerde beslissingen te nemen respectievelijk tegen verliezen als gevolg van ongeschikte beleggingstransacties. De strekking van de MiFID II-gedragsregels biedt een aanwijzing voor de beschermingsreikwijdte van de implementatie van die regels in de Nederlandse financiële toezichtwetgeving waarop beleggers een vordering tot schadevergoeding kunnen baseren. Op basis van de complementariteitsbenadering van de doorwerking van MiFID II-gedragsregels in het nationale privaatrecht kan van rechters worden verlangd dat zij acht slaan op de beschermingsstrekking van de gedragsregels bij de bepaling of aan het relativiteitsvereiste is voldaan bij de beslechting van individuele geschillen.

Beleggers kunnen ook een rechtstreeks beroep doen op de MiFID II-gedragsregels als gevolg van de implementatie van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken als onderdeel van de onrechtmatige daad.⁷⁵ De richtlijn definieert de informatie die op basis van MiFID II aan beleggers moet worden verstrekt als essentieel in het kader van misleidende omissies.⁷⁶ Schending van de in het Nederlands financieel toezichtrecht geïmplementeerde informatieplicht heeft te gelden als een oneerlijke handelspraktijk en daarmee als een onrechtmatige daad.⁷⁷

Gelet op het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel lijkt het relativiteitsvereiste in mindere mate de directe invloed van de gedragsregels op de privaatrechtelijke aansprakelijkheid te beperken. Door de Richtlijn OHP te implementeren als *species* van de onrechtmatige daad, heeft de wetgever het privaatrecht aangewezen als primair handhavingssysteem voor de in de richtlijn opgenomen gedragsnormen.⁷⁸ Het onrechtmatigedaadsrecht dient aldus te voorzien in passende en doeltreffende middelen om oneerlijke handelspraktijken tegen te gaan.⁷⁹ Dit kan gevolgen hebben voor toepassing van het relativiteitsvereiste. Met het oog op het realiseren van de effectiviteit van de richtlijn kunnen rechters gehouden zijn om eerder relativiteit aan te nemen wanneer particuliere beleggers een beroep doen op de regeling OHP. Net als het geval is bij het onrechtmatigheids criterium van strijd met een wettelijke plicht, maken particuliere beleggers in de praktijk overigens (nog) weinig gebruik van deze grondslag.

Een vergelijkbaar relativiteitsvereiste beperkt de directe invloed van de MiFID II-gedragsregels op de buitencontractuele aansprakelijkheid in het Duitse recht.⁸⁰ Wil de belegger schadevergoeding vorderen over de band van § 823 II BGB, dan dienen de gedragsregels zoals geïmplementeerd in de Duitse toezichtwetgeving te kwalificeren als zogenaamde *Schutzgesetze*. Hiervoor is vereist dat de verplichting in kwestie niet alleen beoogt om algemene belangen te beschermen, maar ook de individuele belangen van de specifieke belegger. De vraag of financieel toezichtrechtelijke gedragsregels kwalificeren als *Schutzgesetze* is onderwerp geweest van intens debat. In de literatuur wordt thans in beginsel aangenomen dat de in het financieel toezichtrecht geïmplementeerde MiFID II-gedragsregels ook de individuele belangen van particuliere beleggers beogen te beschermen.⁸¹ Ook het BGH lijkt te erkennen dat dit het geval is.⁸²

Het is dan ook opvallend dat het BGH in recente rechtspraak een rechtstreeks beroep op de gedragsregels via de band van § 823 II BGB blokkeert. Het BGH heeft meerdere vorderingen tot schadevergoeding van beleggers

73 *Nabbe/Staalbankiers*, r.o. 3.7.

74 De relativiteit van dergelijke zorgplichten is doorgaans een gegeven. Zie P.H. Smits, 'Iets over de vraag der relativiteit van de onrechtmatigheid bij onrechtmatige daad in verband met de door den Hoogen Raad onderscheiden onrechtmatigheidsvormen', *WPNR* 1938, afl. 3587, p. 448; A.J. Verheij, *Onrechtmatige daad* (Monografieën Privaatrecht, deel 4), Deventer: Wolters Kluwer 2015, nr. 12; HR 30 september 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1460, r.o. 3.8.4 (*Staat/Shell*).

75 Zie ook: M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1, § 4.

76 Art. 7 lid 5 Richtlijn OHP; Richtlijn OHP, preambule 15. De bijlage bij de richtlijn verwijst naar art. 19 MiFID, hetgeen ook een verwijzing naar art. 24 en 25 MiFID II inhoudt (art. 94 MiFID II).

77 Afdeling 6.3.3.A BW. Hoewel in de MiFID II de geschiktheidstoets niet genoemd wordt, kan betoogd worden dat beleggers ook een vordering tot schadevergoeding op deze afdeling kunnen baseren wanneer een beleggingsonderneming nagelaten heeft deze toets uit te voeren, zie in meer detail: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Private Law. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Liability for Investment Losses* (diss. Groningen), 2018, § 6.3.4.

78 Zie ook: M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht', *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 19.

79 Art. 11 en 13 Richtlijn OHP.

80 § 823 II BGB.

81 Zie inclusief verdere verwijzingen: S. Grundmann, in: *Staub Handelsgesetzbuch Großkommentar*, no. 223; A. Fuchs, in: A. Fuchs (red.), *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, München: C.H. Beck Verlag 2016, Vorbemerkung § 31, no. 101 e.v.

82 BGH 17 september 2013, *XI ZR 332/12*, nr. 23, *WM* 2013, 1983; BGH 19 februari 2008, *XI ZR 170/07*, nr. 17, *NJW* 2008, 1734.

wegens schending van de gedragsregels afgewezen omdat dergelijke vorderingen niet passen binnen het systeem van privaatrechtelijke aansprakelijkheid.⁸³ Zo wijst het BGH het beschermende karakter van de verplichting voor het management van een financiële instelling om geen ongeschikte beleggingstransacties te adviseren af. Dit aangezien het een aparte grondslag voor schadevergoeding zou creëren die verder gaat dan het bestaande systeem van aansprakelijkheid.⁸⁴ De afwijzende benadering is in de *Phoenix*-uitspraak bevestigd door de kamer van het BGH die verantwoordelijk is voor zaken op het gebied van buitencontractuele aansprakelijkheid.⁸⁵ Hoewel de uitspraak hevig is bekritiseerd in de Duitse literatuur, lijkt hiermee (vooral nog) de weg afgesloten voor beleggers om een rechtstreeks beroep te doen op de MiFID II-gedragsregels.⁸⁶

Beleggers zouden in het Engelse recht op een meer rechtstreekse wijze de MiFID II-gedragsregels kunnen handhaven. Een mechanisme dat is opgenomen in het financiële toezichtkader verbindt namelijk aansprakelijkheid op de voet van de *tort of breach of statutory duty* aan schending van in dit kader opgenomen gedragsregels.⁸⁷ Beleggers doen doorgaans en beroep op dit mechanisme naast andere beschikbare grondslagen en het mechanisme heeft een grote rol gespeeld bij de beslechting van beleggingsgeschillen met betrekking tot grootschalige *mis-selling*.⁸⁸ Informatievoorziening is een goed voorbeeld van de voordelen van deze wettelijke remedie voor beleggers. Hoewel in *O'Hare v Coutts & Co* mogelijk afscheid is genomen van de benadering van *caveat emptor* in financiële dienstverlening,⁸⁹ blijft evenwel de vraag of en in hoeverre uit common law de plicht voortvloeit voor beleggingsondernemingen om ervoor te zorgen dat beleggers zowel het advies als de aan de aanbevolen transacties verbonden risico's begrijpen. De wettelijke remedie stelt beleggers in staat om een rechtstreeks beroep te doen op de financieel toezichtrechtelijke informatieverplichting zonder (hetzelfde) risico te lopen dat hun vordering wordt afgewezen op grond van het feit dat in common law een vergelijkbare verplichting niet bestaat.

De invloed van de gedragsregels op privaatrechtelijke aansprakelijkheid wordt in het Engelse recht door twee factoren ingeperkt. In de eerste plaats geldt een vergelijk-

baar relativiteitsvereiste. De financieel toezichtrechtelijke gedragsregels in kwestie moeten beogen bescherming te bieden aan de categorie personen waartoe de belegger behoort en aan de schade die hij of zij heeft geleden. De belegger dient te kwalificeren als een *private person*. Dit criterium omvat particuliere beleggers.⁹⁰ Ondernemingen worden uitgesloten, waardoor bijvoorbeeld het midden- en kleinbedrijf geen beroep kan doen op deze wettelijke remedie.⁹¹ In de tweede plaats speelt de eerder besproken doctrine van *contractual estoppel* ook hier een rol. Een contractuele bepaling met de strekking dat een bepaalde beleggingsdienst niet wordt verleend, kan de toepasselijkheid van een gedragsregel uitsluiten. In de literatuur is echter voorgesteld dat beleggers gebruik zouden kunnen maken van de wettelijke remedie om zich tegen de negatieve uitwerking van deze doctrine te verweren.⁹² Een bepaling in de financiële toezichtwetgeving verbiedt beleggingsondernemingen namelijk om verplichtingen of aansprakelijkheid uit te sluiten of te beperken.⁹³ Beleggers zouden een beroep kunnen doen op de wettelijke remedie als een beleggingsonderneming deze bepaling schendt door aan te voeren dat in afwijking van de feitelijke werkelijkheid een bepaalde beleggingsdienst niet is verleend met een beroep op *contractual estoppel*.

4. Conclusie

Naar Europees recht zijn binnen de eisen gesteld door de beginselen van gelijkwaardigheid en effectiviteit lidstaten en civiele rechters niet verplicht om bij schending van MiFID II-gedragsregels beleggingsondernemingen privaatrechtelijk aansprakelijk te houden voor beleggingschade die als gevolg daarvan is geleden. Weliswaar zijn zij dus vrij zijn om de handhaving van gedragsregels door middel van privaatrechtelijke aansprakelijkheid vorm te geven, er zijn goede argumenten voor civiele rechters om rekening te houden met deze regels bij het bepalen of aan de vereisten voor privaatrechtelijke aansprakelijkheid is voldaan bij de beslechting van individuele geschillen volgens een complementariteitsmodel. Privaatrechtelijke vereisten, zoals de vereiste mate van zorg, het relativiteitsvereiste en causaal verband, faciliteren in dit model de doorwerking van de MiFID II-gedragsregels in de aan-

83 A. Fuchs, in: A. Fuchs (red.), *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, München: C.H. Beck Verlag 2016, Vorbemerkung § 31, nr. 102; G. Nobbe & K. Zahrtke, 'Anlageberatung', in: W. Hadding e.a. (red.), *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*, München: C.H. Beck 2014, nr. 399 en 400.

84 BGH 19 February 2008, XI ZR 170/07, no. 16, NJW 2008, 1734.

85 BGH 22 juni 2010, VI ZR 212/09, NJW 2010, 3651 (*Phoenix*).

86 In meer detail en met verdere verwijzingen: M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Private Law. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Liability for Investment Losses* (diss. Groningen), 2018, § 6.2.2.

87 FSMA 2000, s. 138D(2), zoals aangepast door FSA 2012, voorheen s. 150.

88 J.L. Powell & R. Stewart, *Jackson & Powell on Professional Liability*, London: Sweet & Maxwell 2017, nr. 14.082; G. McMeel & J. Virgo, *McMeel and Virgo on Financial Advice and Financial Products*, Oxford: OUP 2014, nr. 4.20.

89 [2016] EWHC 2224 (QB); [2017] 314 EWHC (QB).

90 Financial Services and Markets Act 2000 (Rights of Action) Regulations 2001, regulation 3; *Titan Steel Wheels Ltd v RBS Plc* [2010] EWHC 211 (Comm), at [44] e.v.

91 Zie hierover: G. McMeel, 'The Impact of Exemption Clauses and Disclaimers: Construction, Contractual Estoppel and Public Policy', in: A. Dyson, J. Goudkamp & F. Wilmot-Smith (red.), *Defences in Contract*, Oxford: Hart Publishing 2017, p. 254 en 255.

92 G. McMeel, 'The Impact of Exemption Clauses and Disclaimers: Construction, Contractual Estoppel and Public Policy', in: A. Dyson, J. Goudkamp & F. Wilmot-Smith (red.), *Defences in Contract*, Oxford: Hart Publishing 2017, p. 257.

93 COBS 2.1.2R. Zie ook: *Parmar v Royal Bank of Scotland Plc* [2018] EWHC 1027 (Ch).

sprakelijkheid van beleggingsondernemingen op basis van het nationale recht.

De wijze waarop civiele rechters de MiFID II-gedragsregels zoals geïmplementeerd in nationale toezichtwetgeving toepassen bij de beoordeling van privaatrechtelijke aansprakelijkheid sluit grotendeels aan bij het complementariteitsmodel. Dat deze rechters rekening houden met de gedragsregels van Europese origine bij de beantwoording van de vraag of zij schadevergoeding toekennen op basis van het nationale aansprakelijkheidsrecht, kan omschreven worden als een 'hybridisering' van de rechtsmiddelen. Civiele rechters beschouwen de implementatie van de MiFID II-gedragsregels over het algemeen als factoren die de inhoud van ongeschreven zorgplichten inkleuren. Daarnaast kunnen de gedragsregels naar nationaal privaatrecht worden gezien als wetgeving, waarvan de schending onrechtmatig is wegens strijd met een wettelijke plicht. De hybridisering illustreert de potentie van privaatrechtelijke handhaving om bij te dragen aan de bescherming van beleggers en daarmee de effectiviteit van het Europese recht op het gebied van beleggingsdienstverlening. Het stelt beleggers in staat om te profiteren van de gedetailleerde wijze waarop MiFID II voorschrijft welk gedrag verwacht wordt van beleggingsondernemingen bij het instellen van een vordering tot schadevergoeding op basis van bijvoorbeeld wanprestatie of onrechtmatige daad. De mate van bescherming die beleggers ontlene aan het nationale privaatrecht hangt bovendien af van andere privaatrechtelijke vereisten voor het aannemen van aansprakelijkheid, zoals

(bewijs van) causaal verband, toerekenbaarheid van schade, afwezigheid van eigen schuld en van verjaring. Deze vereisten kunnen aanvullende hordes opwerpen op weg naar schadevergoeding. Hoewel dat buiten het bestek valt van deze bijdrage, kan de doorwerking van de MiFID II-gedragsregels in deze andere vereisten van privaatrechtelijke aansprakelijkheid volgens het complementariteitsmodel de weg naar schadevergoeding vergemakkelijken.⁹⁴

Het grote voordeel van de hybridisering van privaatrechtelijke rechtsmiddelen als gevolg van toepassing van het complementariteitsmodel is dat het de aandacht verlegt van de discussie of civiele rechters verplicht zijn – of zouden moeten worden – om bij te dragen aan beleggersbescherming door middel van het aansprakelijk houden van beleggingsondernemingen vanwege schending van Europeesrechtelijke gedragsregels, naar het vinden van de poorten in nationale rechtssystemen voor de doorwerking van de gedragsregels in privaatrechtelijke aansprakelijkheid. De hybridisering neemt aldus de spanning weg tussen de MiFID II-gedragsregels en de privaatrechtelijke vereisten voor aansprakelijkheid door deze regels in te bedden in het nationale privaatrecht. Dit stelt civiele rechters in staat om bij te dragen, door middel van het nationale privaatrecht, aan het op Europees niveau beoogde doel van beleggersbescherming, terwijl het tegelijkertijd de verantwoordelijkheid erkent van deze rechters om te beslissen over of en zo ja hoe het nationale privaatrecht dat kan doen.

94 M.W. Wallinga, *EU Investor Protection Regulation and Private law. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Liability for Investment Losses* (diss. Groningen), 2018.