

De effectenlease-arresten van de Hoge Raad

Recent heeft de Hoge Raad besloten dat een financiële dienstverlener een effectenlease-product moet ontraden als blijkt dat een consument onvoldoende financiële draagkracht heeft om aan zijn betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Deze consumentenbescherming belet financiële dienstverleners de concurrentiedruk op te voeren door een onverantwoord hoog debiteurenrisico te nemen.

Op 5 juni 2009 heeft de Hoge Raad drie arresten gewezen over verschillende soorten effectenlease-overeenkomsten. Het zijn de KoersExtra-overeenkomst van Dexia Bank NV, de Levob Hefboom Effect-overeenkomst van Levob Bank NV en de Sprintplan-overeenkomst van Aegon Bank NV. De uitspraken vormen een belangrijk sluitstuk van de effectenlease-affaire (Van den Bergen, 2009; Van Baalen, 2009; Wehrmeijer, 2010; Du Perron, 2010). Effectenlease-producten zijn beleggingsproducten bestaande uit een beleggingselement en een kredietelement. Zij hebben als gemeenschappelijk kenmerk dat de afnemer voor een bepaald bedrag in effecten belegt. Het desbetreffende bedrag stelt de aanbieder bij wijze van kredietverschaffing ter beschikking. De afnemer betaalt de rente over het geleende bedrag in één keer vooruit of in termijnen gedurende de looptijd van de overeenkomst, die varieert van drie tot twintig jaar. Een belangrijk onderscheid tussen de verschillende soorten effectenlease-producten is dat tussen restschuldproducten en aflossingsproducten. Bij de restschuldproducten lost de afnemer de geldlening pas aan het einde van de looptijd af. Deze aflossing geschiedt voor zover mogelijk uit de opbrengst van de alsdan te verkopen effecten. Is die opbrengst door geleden koersverliezen niet toereikend, dan resteert een restschuld die de afnemer moet voldoen. Bij de aflossingsproducten lost de afnemer de geldlening wel in termijnen af. Aan het einde van de looptijd resteert dan een koerswinst of koersverlies op de totale waarde van de beleggingsportefeuille. Ook bij aflossingsproducten kan echter een restschuld overblijven, bijvoorbeeld wanneer niet conform de overeenkomst is afgelost of wanneer de overeenkomst voortijdig is beëindigd. Onderzoek op het raakvlak van economie en psychologie heeft afgerekend met de gedachte dat mensen besluiten rationeel nemen (Shleifer, 1999; Bloomfield, 2008). Ook de Hoge Raad houdt in de effectenlease-arresten, zij het impliciet, rekening met de mogelijkheid van niet-rationele besluitvorming van consumenten bij het afnemen van

financiële diensten. De veronderstelling dat consumenten zich mogelijk niet-rationeel gedragen bij het afnemen van financiële diensten zal daarom leidend worden voor gerechtelijke uitspraken in geschillen over financiële dienstverlening aan consumenten. Het idee is dat bescherming van de consument, ook tegen zichzelf, bijdraagt aan het herstel van het vertrouwen in de markt voor financiële diensten aan consumenten.

Zorgplichten van de financiële dienstverlener

In de drie effectenlease-arresten van de Hoge Raad speelt in de eerste plaats de vraag of de particuliere afnemer zich op onvolledige of onjuiste informatieverstrekking kan beroepen. Voorafgaand aan de totstandkoming van een effectenlease-overeenkomst behoort de aanbieder tijdige en voldoende duidelijke inlichtingen over de wezenlijke kenmerken van de effectenlease te verstrekken. Uit de door de aanbieder verstrekte inlichtingen was, aldus de Hoge Raad, voldoende duidelijk kenbaar dat voor eigen

Kader 1

Verondersteld financieel analfabetisme consumenten

De financiële dienstverlener moet volgens de Hoge Raad aan drie precontractuele verplichtingen voldoen: een mededelingsplicht omtrent de wezenlijke kenmerken van de overeenkomst; een plicht om informatie in te winnen over de inkomens- en vermogenspositie van de consument; en een waarschuwplicht voor het risico van een restschuld. De plicht om informatie in te winnen over de inkomens- en vermogenspositie van de consument houdt in dat de aanbieder een consument het product moet ontraden als blijkt dat hij onvoldoende financiële draagkracht heeft om aan zijn betalingsverplichtingen uit de overeenkomst te kunnen voldoen. De waarschuwplicht houdt in dat de consument moet worden beschermd tegen het lichtvaardig aangaan van de overeenkomst en tegen het aangaan van onaanvaardbare of onnodige financiële risico's. De bijzondere omstandigheden van de consument, zoals beleggingservaring of andere voor beleggen relevante beroepservaring, ontslaan de aanbieder niet van deze verantwoordelijkheden. Het komt er dus op neer dat alle potentiële particuliere beleggers verondersteld ondeskundig zijn.

SINDS 1916

ARNALD J. KANNING
Bedrijfsjurist bij ING Bank

risico met geleend geld in effecten werd belegd, dat het periodiek te betalen bedrag uit een rentebetaling bestond en in voorkomend geval uit een aflossing van het geleende bedrag of een restschuldrisico. Deze precontractuele mededelingsplicht strekt niet zo ver dat een aanbieder zich ervan moet vergewissen of een individuele particuliere afnemer de verstrekte informatie ook daadwerkelijk heeft begrepen.

Maar hier blijft het niet bij. De uitspraken van de Hoge Raad zijn de resultante van de huidige maatschappelijke opvatting dat een financiële dienstverlener een bijzondere, zware zorgplicht heeft tegenover particuliere beleggers. De uit de bijzondere zorgplicht voortvloeiende inlichtingplicht en de waarschuwingsplicht reiken verder dan de mededelingsplicht.

In de onderhavige geschillen waren de aanbieders volgens de Hoge Raad tekortgeschoten in hun verplichting vóór het aangaan van de overeenkomst informatie bij de potentiële particuliere wederpartij in te winnen over zijn inkomens- en vermogenspositie. De aanbieders hadden moeten nagaan of de particuliere belegger ook bij een tekortschietende verkoopopbrengst van de beleggingen redelijkerwijze aan zijn betalingsverplichtingen uit de overeenkomst had kunnen voldoen. Als zulks naar het oordeel van de aanbieders niet het geval was, had de particuliere belegger zich tegen eventueel koersverlies moeten indekken. Zonder deze aanvullende maatregel hadden de aanbieders de overeenkomst in beginsel niet mogen aangaan.

Daarnaast waren de financiële dienstverleners volgens de Hoge Raad tekortgeschoten in hun verplichting de particuliere wederpartij, door vermelding op een indringende wijze in het documentatiemateriaal, te waarschuwen voor het aan de overeenkomst verbonden risico dat aan het einde van de looptijd nog een schuld zou kunnen resteren. De verkoopopbrengst van de beleggingen kan namelijk ontoereikend blijken om aan de betalingsverplichtingen uit de overeenkomsten te kunnen voldoen. Deze precontractuele waarschuwingsplicht strekt ertoe de potentiële particuliere belegger te behoeden voor het lichtvaardig op zich nemen van financiële risico's. Het betreft hier een zelfstandige verplichting, ongeacht het antwoord op de vraag of de verplichting inlichtingen in te winnen omtrent inkomen en vermogen is nageleefd.

Eigen schuld particuliere belegger

Schending van de bijzondere zorgplicht brengt in het algemeen met zich mee dat de financiële dienstverlener gehouden is de daarmee verband houdende schade te vergoeden. In relatie tot de vraag welke schade voor vergoeding in aanmerking komt, beslist

De uitspraken van de Hoge Raad zijn de resultante van de huidige maatschappelijke opvatting dat een financiële dienstverlener een bijzondere, zware zorgplicht heeft

de Hoge Raad in de effectenlease-arresten dat de gerealiseerde restschuld altijd voor vergoeding in aanmerking komt. Ook reeds betaalde rente en aflossingen vallen onder de te vergoeden schade, tenzij de inkomens- en vermogenspositie van de particuliere belegger naar redelijke verwachting toereikend zou zijn geweest deze betalingsverplichtingen te kunnen voldoen.

Wel oordeelt de Hoge Raad in de effectenlease-arresten dat de particuliere beleggers de op hen rustende schadebeperkingsplicht hadden geschonden. Mocht een particuliere belegger de verstrekte informatie omtrent de betekenis, gevolgen en risico's van het effectenlease-product niet hebben begrepen, dan is hij gehouden binnen redelijke grenzen maatregelen te treffen om meer duidelijkheid te verkrijgen. Nu de particuliere beleggers geen schadebeperkende maatregelen hadden getroffen, komt een deel van de ontstane schade voor hun eigen rekening. In dit verband overweegt de Hoge Raad dat

fouten van de particuliere afnemer die uit lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht voortvloeien in beginsel minder zwaar wegen dan fouten aan de zijde van de aanbieder waardoor deze in haar bijzondere zorgplicht is tekortgeschoten. Zonder nadere motivering neemt de Hoge Raad vervolgens als uitgangspunt dat veertig procent van de ontstane schade voor rekening van de particuliere beleggers komt. De hoogte van de door de aanbieders te vergoeden schade blijft hierdoor beperkt tot zestig procent.

Nadere invulling inkomens- en vermogenstoets

De vraag wanneer een particuliere afnemer redelijkerwijze in staat moet worden geacht aan zijn betalingsverplichtingen uit de effectenlease-overeenkomst te kunnen voldoen, is een vraag van feitelijke aard. Aan de inkomens- en vermogenstoets heeft de Hoge Raad dan ook geen voorwaarden gesteld. Volgend op de arresten van de Hoge Raad geeft het Hof Amsterdam in zijn uitspraak van 1 december 2009 een nadere invulling aan deze toets. Ter voorkoming van overkreditering moet de aanbieder bij de beoordeling van de financiële draagkracht van de potentiële afnemer de basisnorm van het Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting (Nibud) hanteren. Deze basisnorm is het bedrag dat een huishouden na aftrek van vaste lasten altijd voor levensonderhoud ter beschikking moet hebben. Kort gezegd, het jaarlijks netto gezinsinkomen plus eigen vermogen verminderd met het totale kredietbedrag inclusief debetrente mag niet beneden de verzwaarde Nibud-basisnorm dalen. Het Hof Amsterdam werkt dus met een vuistregel voor de inkomenseis, waarbij de verwachte opbrengst van de alsdan te verkopen beleggingsportefeuille geen rol speelt. In dit opzicht wordt het effectenlease-product gelijkgesteld met een consumptief krediet.

Arresten Hoge Raad werpen toetredingsbarrière op

De aanbieders hadden zich volgens de Hoge Raad van hun mededelingsplicht omtrent de wezenlijke kenmerken van de overeenkomst gekweten. Op grond van de verstrekte informatie waren potentiële afnemers in staat de kwaliteit van de effectenlease-producten van de verschillende aanbieders te beoordelen. Zo beschouwd, was er geen marktfalen als gevolg van asymmetrische informatie (Akerlof, 1970; Stiglitz, 1987). Van een tweedeling in de markt tussen aanbieders van goede en slechte effectenlease-producten door averechtse selectie was dan ook geen sprake.

In de onderhavige geschillen ging het dus niet zozeer om de kwaliteit van de effectenlease-producten, als wel om de kwaliteit van de aanbieders. Bij onvoldoende financiële draagkracht van de potentiële afnemer weigert de goede aanbieder het product eenvoudigweg te verkopen. Een geweigerde particuliere belegger kan mogelijk wel bij een slechte aanbieder terecht. Hierdoor kan toch een tweedeling in de markt voor effectenlease-producten ontstaan, waarbij de slechte aanbieder een verhoogd debiteurenrisico op de koop toe neemt. In relatie tot de financiële draagkracht beschermen de uitspraken van de Hoge Raad de particuliere afnemer desnoods tegen zichzelf. Deze consumenten-

bescherming leidt tot een onbedoelde toetredingsbarrière op de markt. Alle financiële dienstverleners, dus ook toetreders tot de markt, moeten de financiële draagkracht van de particuliere belegger toetsen. Bij onvoldoende financiële draagkracht is de aanbieder gehouden het financiële product aan de potentiële afnemer te ontraden. De financiële dienstverlener die het product had moeten ontraden maar dat heeft nagelaten, kan nu niet meer een incassoprocedure of gerechtelijke procedure opstarten als blijkt dat de particuliere afnemer niet aan zijn betalingsverplichtingen uit de overeenkomst kan voldoen. Deze toetredingsbarrière op de markt voor effectenlease-producten damt het gevaar van dynamisch moreel risico in, waarvan Hellmann *et al.* (2000) de soortgelijke gevolgen bespreken op de spaarmarkt. Door een relatief hoge spaarrente te vergoeden, kan een financiële dienstverlener toetreden tot de spaarmarkt. Wil de toetreders de overeengekomen spaarrente daadwerkelijk kunnen uitkeren, dan zal zij vervolgens hogere risico's moeten nemen. Gevestigde financiële dienstverleners kunnen alleen marktaandeel behouden door hun spaarrentes ook te verhogen. In feite maakt de toetreders hier misbruik van lichtvaardigheid en gebrek aan inzicht aan de kant van de spaarder. De spaarder heeft namelijk niet onderzocht wat voor risico's de financiële dienstverlener op zich gaat nemen om de overeengekomen spaarrente uit te kunnen keren. Hellmann *et al.* (2000) pleiten dan ook voor een maximum spaarrente. Het instellen van een spaarrenteplafond bemoeilijkt toetreding tot de spaarmarkt met behulp van een onverantwoord hoge spaarrente. Vergelijkbaar creëren de arresten van de Hoge Raad een toetredingsbarrière op de markt voor effectenlease-producten. De dreiging van een toetreders op de markt voor zulke producten had gevestigde financiële dienstverleners ertoe kunnen bewegen een verhoogd debiteurenrisico te nemen. De uitspraken van de Hoge Raad beletten financiële dienstverleners de concurrentiedruk op te voeren door een onverantwoord hoog debiteurenrisico te nemen. Hiermee wordt het risico van marktfalen ingeperkt.

Arresten Hoge Raad leiden tot afname vraag

Een belangrijk verschil tussen de aanpak van de Hoge Raad en de voorgestane aanpak van Hellmann *et al.* (2000) is wel dat Hellmann *et al.* met behulp van het spaarrenteplafond doelbewust ingrijpen in het prijsmechanisme, waardoor spaarders simpelweg minder spaargelden zullen gaan aanbieden. In de effectenlease-arresten grijpt de Hoge Raad daarentegen niet direct in het prijsmechanisme in. Hierdoor kan onder invloed van de uitspraken van de Hoge Raad wel een nieuw markt-evenwicht worden bereikt op de markt voor effectenlease-producten. Op twee manieren beïnvloeden de uitspraken van de Hoge Raad de vraag naar effectenlease-producten. In de eerste plaats leidt de inkomens- en vermogensstoets ertoe, dat een aantal potentiële beleggers niet meer in aanmerking kan komen als vragers op deze markt. De potentiële afnemer wie het product is ontraden, zal minder snel geneigd zijn tot koop over te gaan. Dit brengt een afname van de vraag naar effectenlease-producten met zich mee. Een bijkomend gevolg van de inkomens- en vermogensstoets is dat potentiële beleggers die wel in aanmerking komen als vragers op de markt minder risicovolle debiteuren zijn, waardoor de risicopremie omlaag beweegt. Potentiële afnemers die de inkomens- en vermogensstoets doorstaan, hebben namelijk de financiële draagkracht om aan hun betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Ten tweede zal de waarschuwing voor het risico van een restschuld eveneens een aantal potentiële afnemers afschrikken. Bewustwording van de aan het product klevende financiële risico's kan een potentiële afnemer ervan weerhouden tot koop over te gaan. Wellicht dat het negatieve vraageffect uiteindelijk wordt gecompenseerd door een toenemend vertrouwen in financiële markten dat de vraag juist stimuleert. Afgezien daarvan zullen bij een gelijkblijvend aanbod de veranderingen aan de vraagzijde van de markt in combinatie met een lagere risicopremie moeten leiden tot een daling van de debetrente voor effectenlease-producten. Een aannemelijk gevolg is dat

De gedachte dat financiële dienstverleners geen enkel belang zouden hebben bij dwingendrechtelijke consumentenbescherming is dan ook veel te kort door de bocht

de rente op deze producten dichter bij die van het al langer streng gereguleerde consumentief krediet komt te liggen, omdat de risicopremies dichter bij elkaar liggen.

Conclusie

De Hoge Raad benadert de effectenlease-problematiek als een rechtvaardigheidsvraagstuk. De verplichting van de professionele financiële dienstverlener tot het betrachten van bijzondere zorg jegens de particuliere afnemer vloeit volgens de Hoge Raad voort uit de eisen van redelijkheid en billijkheid. Hoewel de overwegingen van de Hoge Raad omtrent de bescherming van de consument zijn te herleiden tot rechtvaardigheidsargumenten, is daarmee niet gezegd dat het nieuwe markt-evenwicht bereikt onder invloed van de drie effectenlease-arresten inefficiënt is. De consumentenbescherming en meer in het bijzonder de bescherming tegen overkreditering als neergelegd in de drie uitspraken van de Hoge Raad heeft tot belangrijk gevolg dat financiële dienstverleners de concurrentiedruk niet meer op kunnen voeren door een onverantwoord hoog debiteurenrisico te nemen. Dat laatste is in het belang van de financiële sector in het algemeen. De gedachte dat financiële dienstverleners geen enkel belang zouden hebben bij dwingendrechtelijke consumentenbescherming is dan ook veel te kort door de bocht.

LITERATUUR

- Akerlof, G.A. (1970) *The market for lemons: Qualitative uncertainty and the market mechanism*. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Baalen, S.B. van (2009) 176 HR 5 juni 2009, 07/11290, LJN BH2811, (RF 2009, 64), LJN BH2815 (RvdW 2009, 683), LJN BH2822, inzake effectenleasegeschillen – Drie recente effectenlease-arresten van de Hoge Raad. *Ondernemingsrecht*, 0(17), 752–758.
- Bergen, A.J.E. van den (2009) *Zorgplicht in effectenlease geschillen: over de waarschuwingsplicht en onderzoeksplicht van banken* (HR 5 juni 2009, LJN BH2815 (De Treek/Dexia), LJN BH2811 (B./Levob) en LJN BH2822 (Stichting GeSp/Aegon)). *Nieuwsbrief Bedrijfsjuridische berichten* (16), 181–190.
- Bloomfield, R. (2008) *Behavioural finance. The New Palgrave Dictionary of Economics*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Hellmann, T.F., K.C. Murdock en J.E. Stiglitz (2000) *Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: are capital requirements enough?* *American Economic Review* 90(1), 147–165.
- Perron, C.E. du (2010) *Effectenlease – The saga continues*. *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk*, 2010(05), 60–66.
- Shleifer, A. (1999) *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*. New York: Oxford University Press.
- Stiglitz, J. (1987) *The causes and consequences of the dependence of quality on price*. *Journal of Economic Literature*, 25 (maart), 1–48.
- Wehrmeijer, Y.A. (2010) *Verdere duidelijkheid over afwikkeling van effectenleaseovereenkomsten: de wijze waarop Hof Amsterdam omgaat met de richtinggevende oordelen van de Hoge Raad*. *Maandblad voor Vermogensrecht*, 2010(2), 1–10.