

# Het csqn-verband in het financiële aansprakelijkheidsrecht

*Mr. J. de Bie Leuveling Tjeenk\**

## 1 Inleiding

In financiële aansprakelijkheidszaken doen aansprakelijk gestelde partijen dikwijls een beroep op ontbreken van het *condicio sine qua non*-verband (hierna: csqn-verband). Dat verweer luidt bijvoorbeeld dat ook wanneer de financiële instelling indringender zou hebben gewezen op de risico's van een bepaalde belegging, de cliënt dezelfde beleggingsbeslissing zou hebben genomen. Dat verweer berust vaak op de ervaringen die de betrokken medewerkers van de financiële instelling met de cliënt hebben gehad. Zij zijn er vaak van overtuigd dat de cliënt bij volle bewustzijn van de risico's heeft gehandeld en kunnen zich dan ook lastig voorstellen dat een andere advisering tot een andere beslissing van de cliënt zou hebben geleid. In rechte wordt echter verlangd dat een dergelijk verweer nader wordt onderbouwd. Het kan in de praktijk knap lastig zijn een dergelijk verweer nader te onderbouwen. Juridische procedures worden gevoerd jaren nadat de litigieuze feiten hebben plaatsgevonden. Bewijsmateriaal, zoals gespreksverslagen, geluidsopnames van telefoongesprekken en schriftelijke vastlegging van advisering, is dan meestal maar in zeer beperkte mate aanwezig. Komt het tot een getuigenverhoor, dan gaat het om het woord van de beleggingsadviseur tegen het woord van de cliënt.

Op grond van art. 150 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Rv) rust de bewijslast op de partij die zich beroept op de rechtsgevolgen van de door haar gestelde feiten of rechten. Dit is de hoofdregel. In financiële aansprakelijkheidszaken wordt over het algemeen niet van die hoofdregel afgeweken, maar worden wel relatief strengere eisen gesteld aan de onderbouwing van het verweer van de financiële instelling dat het csqn-verband ontbreekt. De genoemde praktische moeilijkheden voor een aansprakelijk gestelde partij om nader te onderbouwen dat de belegger ook bij juiste en volledige informatieverstrekking, of bij indringender waarschuwingen, dezelfde beleggingsbeslissing zou hebben genomen, doen zich nog veel sterker voor in gevallen van massaschade. In die gevallen, zoals de World Online-zaak en de effectenlease-geschillen, is de aansprakelijk gestelde partij niet of nauwelijks bekend

met de individuele omstandigheden van de belegger. Het nader onderbouwen van een beroep op het ontbreken van het csqn-verband is alleen al daarom praktisch gesproken erg lastig.

De Hoge Raad heeft nu juist voor massaschadegevallen een regel geformuleerd op grond waarvan de belegger in verregaande mate tegemoet wordt gekomen in het bewijs van het csqn-verband door de aanwezigheid daarvan 'tot uitgangspunt' te nemen.<sup>1</sup> Weliswaar wordt de bewijslast niet omgekeerd, maar de last om het ontbreken van het csqn-verband met concrete feiten en omstandigheden te staven, ook wel bewijsleveringslast genoemd,<sup>2</sup> komt op de aansprakelijk gestelde partij te liggen. Dat is wel verklaarbaar, omdat er juist in massaschadegevallen weinig concrete feiten en omstandigheden bekend zijn om het debat over het al dan niet aanwezig zijn van het csqn-verband te voeren. Zonder het uitgangspunt van de aanwezigheid van het csqn-verband zou dat vereiste dan al snel een niet te nemen horde kunnen vormen. De prijs die hiervoor betaald wordt, is echter dat er gevallen zijn waarin beleggers schadevergoeding krijgen, ook al zouden zij ook bij juiste en volledige informatieverstrekking, of bij indringender waarschuwingen, dezelfde beleggingsbeslissing hebben genomen. Voor de aansprakelijk gestelde partij is het immers juist in massaschadegevallen lastig om het ontbreken van het csqn-verband nader te onderbouwen.

In de commentaren bij deze jurisprudentie is van diverse kanten opgemerkt dat het tot uitgangspunt nemen van de aanwezigheid van het csqn-verband een sterk normatief karakter heeft en dat in zoverre verwantschap bestaat met de omke-

\* Mr. J. de Bie Leuveling Tjeenk is advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek te Amsterdam en redacteur van MvV. Met dank aan mr. M.W. Wallinga voor zijn commentaar op een eerder concept van deze bijdrage. In een aantal van de in deze bijdrage besproken zaken ben ik als cassatieadvocaat van de bank opgetreden. In andere hier besproken zaken is mijn kantoor betrokken.

1. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 (World Online), r.o. 4.11.2; HR 5 juni 2009, NJ 2012/182 (De Treck/Dexia), r.o. 5.5.2 en 5.5.3; HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/183 (Levob/Bolle), r.o. 4.7.9 en 4.7.10.
2. Zie W.D.H. Asser, noot 12, onder HR 29 november 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE7351, NJ 2004/305 (Kastelijn/Gemeente Achterspelen) en A.C.W. Pijs & W.H. van Boom, Handhaving prospectus-aansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectus-aansprakelijkheid, WPNR (2010) 6834, p. 196.

ringsregel.<sup>3</sup> Over het algemeen wordt de omkeringsregel op gevallen van schending van informatie- en waarschuwingsplichten niet toepasbaar geacht.<sup>4</sup> Dat helpt echter de aansprakelijk gestelde partij in dit soort situaties in zoverre niet, dat zij geconfronteerd kan worden met een rechter die de aanwezigheid van causaal verband ‘tot uitgangspunt’ neemt. In de literatuur wordt dit veelal geduid als een bewijsvermoeden.<sup>5</sup> Klaassen wijst erop dat het niet gaat om een rechterlijk of feitelijk vermoeden in de gebruikelijke zin, maar om een ‘regel’.<sup>6</sup> Hartkamp en Sieburgh spreken van een ‘vuistregel’.<sup>7</sup>

In deze bijdrage staat de vraag centraal in welke gevallen deze (vuist)regel toepassing kan vinden.

## 2 World Online-arrest

Het meest expliciete voorbeeld van een normatieve invulling van de eis van het csqn-verband is het World Online-arrest van de Hoge Raad.<sup>8</sup> Daarin overweegt de Hoge Raad:

‘4.11.2 Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan. De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoer-

de argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gereede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing is genomen voordat de desbetreffende misleidende mededeling openbaar gemaakt was. Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis van en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.’

Het tot uitgangspunt nemen van het csqn-verband in geval van prospectusaansprakelijkheid wordt door de Hoge Raad gemotiveerd met een verwijzing naar de verplichting die op de lidstaten rust om te zorgen voor een effectieve rechtsbescherming in geval van het overtreden van de regels uit de Prospectusrichtlijn.<sup>9</sup> Du Perron schrijft in zijn NJ-noot onder het World Online-arrest dat niet goed valt in te zien waarom beschermende normen van nationale oorsprong minder effectieve handhaving zouden verdienen. Klaassen meent daarentegen dat in het beroep op een effectieve rechtsbescherming, ingeval de geschonden norm van nationale oorsprong is, geen ‘zelfstandige rechtvaardiging kan worden gevonden voor de ene of de andere oplossing in geval van causaliteitsonzekerheid’.<sup>10</sup> De Commissie van Beroep Kifid overwoog in een zaak over beleggingsverzekeringen:<sup>11</sup>

‘4.3.3 Wat het beroep van verzekeraar op ontbreken van oorzakelijk verband betreft ligt in hetgeen belanghebbenden hebben aangevoerd wel de stelling besloten dat zij de verzekering bij een juiste voorstelling van zaken niet zouden hebben gesloten. Uit een oogpunt van effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de desbetreffende bepalingen in Riav 1998, de beleidsregels van de verzekeringskamer en CRR beoogde rechtsbescherming van (aspirant) verzekeringnemers tegen de gevolgen van verkeerde of onvolledige informatie, moet tot uitgangspunt worden genomen dat oorzakelijk verband (*sine qua non*-verband) bestaat tussen de onvolledigheid of onjuistheid van de informatie en de beslissing om de verzekering aan te gaan dan wel haar niet te ontbinden. Het was aan verzekeraar om aannemelijk te maken dat dit in het onderhavige geval anders was. Daarvan is in dit geding niet gebleken.’

3. A.J. Akkermans & Chr.H. van Dijk, Proportionele aansprakelijkheid, omkeringsregel, bewijslastverlichting en eigen schuld: een inventarisatie van de stand van zaken, AV&S 2012/17; W.D.H. Asser, Bewijsrecht, TCR 2010, afl. 3, p. 87; I. Giesen, Effectieve rechtsbescherming en causaliteit, AV&S 2010/17; A.C.W. Pijls, Schade effectenlease-overeenkomsten deels vergoed, MvV 2009, afl. 10, p. 261; A.J.P. Schild, Het ‘condicio sine qua non’-verband bij de schending van een zorgvuldigheidsverplichting: enige wegen naar Rome, RMThemis 2009, afl. 6, p. 263-264.
4. Zie conclusie A-G Wissink vóór HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, NJ 2011/251 (Fortis/Bourgonje), voetnoot 48, met verdere verwijzingen, waaraan toe te voegen: D. Busch, De bijzondere zorgplicht van de bank als beleggingsadviseur, Ars Acqui 2012, p. 759 en D. Busch, De invloed van MiFID op aansprakelijkheid in de Europese financiële sector, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen & T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Deventer: Kluwer 2013, p. 47; C.J.M. Klaassen, Bewijs van causaal verband tussen beweerdelijk geleden beleggings schade en schending van een informatie- of waarschuwingsplicht, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen & T.M.C. Arons (red.), Aansprakelijkheid in de financiële sector, Deventer: Kluwer 2013, p. 143-144 en 1098 (met een voorbehoud in geval van een ontradingsplicht met oog op de financiële situatie van de cliënt). Hartkamp en Sieburgh schrijven dat de zaken World Online en effectenlease zich ‘mogelijk’ voor toepassing van de omkeringsregel zouden hebben geleend (Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013/78).
5. Asser 2010, p. 87; I. Giesen & K. Maes, Omgaan met bewijsnood bij de vaststelling van het causaal verband in geval van verzuimde informatieplichten, NTBR 2014/27; Pijls & Van Boom 2010, p. 196.
6. Klaassen 2013, p. 147.
7. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II 2013/78.
8. HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 (World Online).

9. Zie over deze overwegingen van de Hoge Raad uitgebreid B.J. de Jong, Schade door misleiding op de effectenmarkt (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2010, p. 269 e.v. en 351-352.
10. Klaassen 2013, p. 150.
11. Commissie van Beroep Kifid 14 oktober 2010, ECLI:NL:XX:2010:BO8082, JOR 2010/348 m.nt. C.W.M. Lieverse, PJ 2011/41 m.nt. W.A. Kalkman.

De Regeling informatieverstrekking aan verzekeringnemers 1998 (Riav 1998) strekte tot implementatie van een Europese richtlijn, de Derde Levensrichtlijn.<sup>12</sup> Tegen die achtergrond kan ook deze beslissing worden uitgelegd als een toepassing van het Europeesrechtelijke beginsel van effectieve rechtsbescherming.

Minstens zo belangrijk als het aspect van de Europeesrechtelijke herkomst van de geschonden norm is het aspect van de massaschade. Zowel in de World Online-zaak als bij de beleggingsverzekeringen gaat het om massaschade. In een dergelijk geval is het hanteren van een 'uitgangspunt' als de aanwezigheid van het csqn-verband een middel om een oplossing te vinden voor de beslechting van een groot aantal geschillen.<sup>13</sup>

### 3 Effectenlease

Ook in beslissingen van de Hoge Raad in zaken zonder expliciete Europese dimensie spelen de inhoud, aard en strekking van de geschonden norm een rol bij het oordeel omtrent causaal verband. Het belangrijkste voorbeeld daarvan zijn de overwegingen van de Hoge Raad omtrent het csqn-verband in de effectenlease-arresten. Ik geef de overwegingen van de Hoge Raad uit het arrest De Treek/Dexia hierna weer:<sup>14</sup>

‘5.5.2 Indien ervan kan worden uitgegaan dat de inkomens- en vermogenspositie van de afnemer destijds van dien aard was dat de aanbieder had moeten begrijpen dat voldoening van de leasetermijnen en/of de mogelijke (maximale) restschuld naar redelijke verwachting een onaanvaardbaar zware financiële last op de afnemer zou leggen, is de kans dat deze particuliere wederpartij de effectenlease-overeenkomst niet zou zijn aangegaan indien hij zich van die bijzondere risico's waaraan de overeenkomst hem blootstelde bewust was geweest zo aanzienlijk, dat – behoudens zwaarwegende aanwijzingen van het tegendeel – ervan kan worden uitgegaan dat hij zonder dat tekortschieten van de aanbieder in diens zorgplicht de overeenkomst niet zou hebben gesloten.

5.5.3 Indien ervan kan worden uitgegaan dat de financiële positie van de afnemer ten tijde van het aangaan van de overeenkomst toereikend was om zijn betalingsverplichtingen uit die overeenkomst, waaronder de mogelijke (maximale) restschuld, na te komen, zal – in verband met de omstandigheid dat de op de aanbieder rustende waar-

schuwingsplicht ook ertoe strekt te waarschuwen tegen het aangaan van onnodige risico's – het verweer van de aanbieder dat de afnemer de overeenkomst ook zou zijn aangegaan indien de aanbieder niet in zijn zorgplicht was tekortgeschoten, in het licht van de desbetreffende stellingen van de afnemer voldoende concreet moeten zijn onderbouwd. Is deze onderbouwing niet genoegzaam, kan eveneens tot uitgangspunt worden genomen dat de afnemer zonder dat tekortschieten van de aanbieder in diens zorgplicht de overeenkomst niet zou hebben gesloten.’

Ook hier is uitgangspunt dat het csqn-verband aanwezig is. De drempel voor de aanbieder om dat te weerleggen, is hoger wanneer de inkomens- en vermogenspositie van de afnemer destijds van dien aard was dat de aanbieder had moeten begrijpen dat voldoening van de leasetermijnen en een eventuele restschuld een onaanvaardbaar zware financiële last op de afnemer zou leggen. De Hoge Raad oordeelt dat in dat geval de kans dat de afnemer de effectenlease-overeenkomst niet zou zijn aangegaan, indien hij zich van die bijzondere risico's waaraan de overeenkomst hem blootstelde bewust was geweest, zo aanzienlijk is, dat – behoudens zwaarwegende aanwijzingen van het tegendeel – ervan kan worden uitgegaan dat hij zonder dat tekortschieten van de aanbieder in diens zorgplicht de overeenkomst niet zou hebben gesloten. De verklaring hiervoor is kennelijk dat in geval van een onaanvaardbaar zware last de aanbieder had moeten adviseren de effectenlease-overeenkomst niet aan te gaan.<sup>15</sup> Ingeval de financiële positie van de afnemer ten tijde van het aangaan van de overeenkomst toereikend was om zijn betalingsverplichtingen uit die overeenkomst na te komen, behoefde de aanbieder slechts te waarschuwen voor het risico van een restschuld. Daaruit volgt dus een minder grotere kans dat die waarschuwing (die lichter is dan de ontrading) tot gevolg zou hebben gehad dat de belegger de effectenlease-overeenkomst niet was aangegaan.

Vranken heeft in zijn NJ-noot onder de effectenlease-arresten van 5 juni 2009 opgemerkt dat deze vuistregels van de Hoge Raad veronderstellen dat er een directe relatie is tussen informatie en gedrag, maar dat die relatie ingewikkelder en minder rechtlijnig is dan vaak bij causaliteitsvragen in het recht impliciet wordt aangenomen.<sup>16</sup> De beleggingsbeslissingen van consumenten worden ook door hele andere factoren beïnvloed. Ik vind dat een meer dan terechte observatie. Tegen die achtergrond ben ik het met Klaassen eens dat voor het toepassen van de genoemde vuistregels buiten gevallen van prospectusaansprakelijkheid en effectenlease geen aanleiding is.<sup>17</sup> De achtergrond van de genoemde vuistregels is (mede) om gevallen van massaschade tot een oplossing te brengen.<sup>18</sup> In individuele geschillen speelt dat belang niet.

12. Thans is een procedure bij het HvJ EU aanhangig (zaak C-51/13), waarin A-G Sharpston op 12 juni 2014 een conclusie heeft genomen over de prejudiciële vragen die de Rechtbank Rotterdam heeft gesteld over – kort gezegd – de verhouding tussen het Europese recht en het nationale recht: mag het nationale recht verdergaande verplichtingen opleggen over de informatieverstrekking door de verzekeraar dan voortvloeit uit de Riav 1998, de Nederlandse bepaling waarmee de Derde Levensrichtlijn is geïmplementeerd?

13. Zie ook De Jong 2010, p. 271 en 351 en Du Perron, noot 4, onder HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 (World Online).

14. HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (De Treek/Dexia). Vgl. HR 5 juni 2009, ECLI:HR:2009:BH2811, NJ 2012/183 (Levob/Bolle), r.o. 4.7.9 en 4.7.10.

15. HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182 (De Treek/Dexia), r.o. 5.2.2.

16. J.B.M. Vranken, noot 24-26, onder HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184 (Stichting GeSp/Aegon).

17. Klaassen 2013, p. 151.

18. Zie ook J.B.M. Vranken, noot 20, onder HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2822, NJ 2012/184 (Stichting GeSp/Aegon).

#### 4 Individuele geschillen: jurisprudentie van de Hoge Raad

In het arrest inzake Fortis/Bourgonje heeft de Hoge Raad de toepassing die het hof had gegeven aan de leer van de proportionele aansprakelijkheid gecasseerd.<sup>19</sup> De Hoge Raad oordeelde dat de leer van de proportionele aansprakelijkheid met terughoudendheid moet worden toegepast en dat het niet aanvaardbaar was om het in beginsel op de cliënt rustende bewijsrisico omtrent het csqn-verband niet voor rekening van de cliënt te laten. Het betrof een individueel geval – geen geval van massaschade – waarin Fortis onder andere werd verweten onvoldoende indringend te hebben geadviseerd om de omvang van een groot pakket aandelen in één bepaald fonds, Predictive, zo spoedig mogelijk na afloop van de toepasselijke lock-up-periode te verkopen. Bijzondere omstandigheid was dat Bourgonje dat grote pakket had verkregen als gevolg van de verkoop van aandelen in een zelf opgebouwd bedrijf, in ruil waarvoor hij aandelen Predictive verkreeg. De aandelen Predictive werden genoteerd aan NASDAQ. Als gevolg daarvan kon Bourgonje zijn aandelen pas na afloop van de lock-up-periode verkopen. Uit de geluidsopnames van telefoonsprekken bleek dat Bourgonje vanuit zijn achtergrond een duidelijke eigen mening had omtrent het toekomstige koersverloop van Predictive. Het hof nam aan dat Fortis tekort was geschoten in haar adviseringsplicht. Omtrent het csqn-verband overwoog het hof als volgt:<sup>20</sup>

‘3.5.2. Het hof neemt in aanmerking dat Bourgonje in zijn (telefonische) contacten met de medewerkers van Fortis gedurende het jaar 2000 voortdurend uiting is blijven geven aan zijn vertrouwen in Predictive, ook toen hem duidelijk was dat de koers een aanzienlijke daling bleef vertonen. Daarbij heeft hij herhaaldelijk benadrukt dat hij als “insider” kennis droeg van bepaalde ontwikkelingen binnen het bedrijf die de koersdalingen zouden ombuigen. Daarom is de kans dat Bourgonje zich zonder meer en onverwijld zou hebben neergelegd bij een nadrukkelijke aanbeveling de aandelen Predictive dadelijk na afloop van de lock-up periode van de hand te doen niet bijzonder groot te noemen.

3.5.3. Daartegenover neemt het hof in aanmerking dat de vermogensgroei die met de verwerving van de aandelen Predictive gepaard ging, voor Bourgonje c.s. aanleiding is geweest zich van de diensten van Fortis te verzekeren, terwijl hun vermogen vanaf dat moment in overwegende mate werd bepaald door (de waarde van) de aandelen Predictive. Dit maakt het minstens tot op zekere hoogte waarschijnlijk dat Bourgonje c.s. ontvankelijk zouden zijn geweest voor een duidelijke, ondubbelzinnige en indringende (herhaalde) waarschuwing dat hun totale vermogen

aan een onevenredig groot koersrisico bleef blootstaan, en het vermogensbeheer onmogelijk volgens de afgesproken uitgangspunten kon worden uitgevoerd, zolang zij de aandelen Predictive (in volle omvang) in bezit hielden.

3.5.4. Het één tegen het ander afwegend oordeelt het hof naar redelijkheid dat er vijftig procent kans is dat een nadrukkelijk advies van Fortis Bourgonje c.s. ertoe had gebracht het gehele belang in Predictive Systems na afloop van de lock-up periode zo snel mogelijk te verkopen. Daarom zal Fortis de helft moeten vergoeden van het nadeel dat Bourgonje c.s. hebben geleden doordat zij de aandelen Predictive langer in bezit hebben gehouden, nader te gebroten zoals hieronder vermeld.’

Dit oordeel is door de Hoge Raad gecasseerd. De kernoverweging luidt (r.o. 3.10):

‘De aard van de geschonden norm is in dit geval de waarschuwingsplicht van een vermogensbeheerder tegenover zijn cliënt, de strekking van de geschonden norm is het voorkomen van vermogensschade. Voorts heeft het hof onbestreden vastgesteld dat de kans dat Bourgonje zich zonder meer en onverwijld zou hebben neergelegd bij een uitdrukkelijke aanbeveling de aandelen Predictive dadelijk na afloop van de lock-up-periode van de hand te doen, niet bijzonder groot is te noemen (rov. 3.5.2).

De hiervoor in 3.8 bedoelde terughoudendheid brengt in een zodanig geval mee dat het tegenover de vermogensbeheerder onaanvaardbaar is het in beginsel op de cliënt rustende bewijsrisico omtrent het condicio-sine-qua-non-verband tussen de op zichzelf vaststaande normschending en de schade niet voor rekening van de cliënt te laten, maar in plaats daarvan toepassing te geven aan de rechtsregel van het arrest *Nefalit/Karamus*.’

De aard en de strekking van de geschonden norm leiden in dit geval de Hoge Raad ertoe de oplossing die het hof had gekozen om de cliënt tegemoet te komen in de moeilijkheden die hij ondervindt bij het bewijs van het csqn-verband, namelijk toepassing van het leerstuk van de proportionele aansprakelijkheid, van de hand te wijzen. Daarbij spelen de bijzonderheden van het geval een belangrijke rol. Het hof had vastgesteld dat de kans dat Bourgonje zich zonder meer en onverwijld zou hebben neergelegd bij een uitdrukkelijke aanbeveling de aandelen Predictive dadelijk na afloop van de lock-up-periode van de hand te doen, niet bijzonder groot was te noemen. Dat – overigens zeer feitelijke – oordeel was door Bourgonje in cassatie niet bestreden. Aldus lag de vraag voor of het hof tot aansprakelijkheid van Fortis had mogen oordelen in een geval waarin het csqn-verband expliciet niet aannemelijk was geworden. Bovendien casseerde de Hoge Raad het oordeel van het hof omtrent schending van de adviseringsplicht op grond van een motiveringsgebrek. Het hof had verzuimd in te gaan op het onderbouwde verweer van Fortis dat Bourgonje beter dan zichzelf op de hoogte was van de waarde van de aandelen Predictive, over insiderskennis beschikte met betrekking tot die

19. Zie recent B.J. de Jong & T.M.C. Arons, Proportionele aansprakelijkheid en kansschade: relevante juridische technieken voor beleggersbescherming?, in: D. Busch & M.P. Nieuwe Weme (red.), Christels koers. Liber amicorum Prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol (Serie Onderneming en Recht, deel 79), Deventer: Kluwer 2013, p. 371-384.

20. Hof Amsterdam 4 november 2008, te kennen uit: HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, NJ 2011/251.



onderneming, en ook afgezien daarvan een ervaren ondernemer en belegger in de ICT-sector was (r.o. 3.5). Ook dit aspect heeft mogelijk meegebracht dat de Hoge Raad geen versoepeling van de eisen aan het csqn-verband wilde aanvaarden door toepassing van de leer van de proportionele aansprakelijkheid. Aan de hand van twee arresten van de Hoge Raad (Van Lanschot/Grove c.s. en Rabobank Vaart en Vecht/X) zal ik hierna laten zien dat bij het oordeel omtrent het csqn-verband de eisen die aan de financiële instelling gesteld worden op het vlak van de zorgplicht een belangrijke rol spelen.

Voordat ik dat doe, wil ik nog de vraag stellen of uit het feit dat de Hoge Raad in Fortis/Bourgonje de toepassing gegeven door het hof aan de leer van de proportionele aansprakelijkheid niet in stand liet, iets valt af te leiden over de vraag of een benadering waarbij het hof het csqn-verband tot uitgangspunt had genomen, wel de cassatietoets had kunnen doorstaan. Mijns inziens moet het antwoord op deze vraag ontkennend luiden. De leer van de proportionele aansprakelijkheid houdt ontegenzeggelijk een versoepeling in van de eisen die aan het csqn-verband worden gesteld. Sterker nog, die leer vindt juist toepassing wanneer het csqn-verband niet vast is komen te staan. Daarmee valt niet te rijmen dat de rechter in een geval waarin toepassing van die leer wordt afgewezen, het bestaan van het csqn-verband tot uitgangspunt zou mogen nemen.<sup>21</sup>

De zaak Van Lanschot/Grove c.s. ging over een adviesrelatie waarin de bank werd verweten dat haar advies niet in overeenstemming was met het cliëntenprofiel van Grove c.s. Met name was een te groot deel van de portefeuille in zakelijke waarden belegd. Het hof oordeelde dat 'tot uitgangspunt' kon worden genomen dat het causaal verband tussen de zorgplichtschending en de beleggingsbeslissing van Grove c.s. aanwezig was. Plv. P-G De Vries Lentsch-Kostense vatte deze beslissing op als een toepassing van de overwegingen van de Hoge Raad uit de effectenlease-arresten en meende dat die overwegingen ook in een individueel beleggingsgeschil kunnen worden toegepast:

'51. Met zijn oordeel vervat in de hiervoor geciteerde overweging dat het oorzakelijk verband in de zin van *condicio sine qua non*-verband kan worden aangenomen, heeft het hof – dat, als gezegd, daarbij aansluiting heeft gezocht bij hetgeen uw Raad overwoog in zijn effectenlease-arresten – niet blijkt gegeven van een onjuiste rechtsopvatting. (...)

Middelonderdeel 6 faalt met zijn rechtsklacht dat het hof niet had mogen aansluiten bij hetgeen uw Raad in de hiervoor genoemde effectenlease-arresten overwoog met betrekking tot het causaal verband. In die zaken ging het om complexe financiële en risicovolle producten. Hoewel kan worden betoogd dat bedoelde overwegingen zijn gegeven als aanwijzingen voor de afdoening van een groot aantal soortgelijke geschillen in effectenlease-zaken, valt naar

mijn oordeel niet in te zien waarom hetgeen uw Raad overwoog geen toepassing zou kunnen vinden in andere zaken ingeval daartoe mede gelet op de aard van de geschonden norm aanleiding bestaat.'

De Hoge Raad was het met zijn plv. P-G eens dat de cassatieklacht dat het hof had miskend dat de stelplicht en bewijslast van het csqn-verband op de cliënt van de bank rustten, moest worden verworpen, maar zocht geen aansluiting bij de effectenlease-arresten:<sup>22</sup>

'(...) het oordeel van het hof [ziet] daarop dat de Bank een onjuist advies heeft gegeven en daarbij ten onrechte niet heeft gewaarschuwd voor de risico's die aan het volgen van dat advies waren verbonden. Tegen deze achtergrond bezien, komt zijn oordeel omtrent het causaal verband hierop neer dat het aannemelijk is dat Grove c.s., indien zij juist zouden zijn geadviseerd dan wel – wat op hetzelfde neer komt – naar behoren zouden zijn gewaarschuwd, op een andere wijze zouden hebben belegd, namelijk voor slechts 30% van het belegde vermogen in zakelijke waarden. Hierin ligt besloten dat Grove c.s. bij een juist advies of een adequate waarschuwing ervoor zouden hebben gekozen om op deze wijze te beleggen, omdat die wijze van beleggen het beste bij hun beleggingsdoelstelling paste. Aldus begrepen geeft het oordeel van het hof niet blijk van een onjuiste opvatting omtrent de stelplicht en bewijslast met betrekking tot het vereiste *condicio sine qua non*-verband tussen de tekortkoming van de Bank en de door Grove c.s. gestelde schade.'

De Hoge Raad herformuleerde de overweging van het hof dat de aanwezigheid van het csqn-verband 'tot uitgangspunt' kan worden genomen.<sup>23</sup> Daarbij greep hij terug op het oordeel van het hof omtrent schending van de zorgplicht: de bank heeft een onjuist advies gegeven en de waarschuwingsplicht geschonden. 'Aldus begrepen' gaf volgens de Hoge Raad het oordeel van het hof niet blijk van een onjuiste opvatting omtrent de stelplicht en bewijslast met betrekking tot het vereiste csqn-verband.

In Rabobank Vaart en Vecht/X had de cliënt frequent in opties en futures gehandeld en werd de bank verweten niet te hebben gewaarschuwd voor de daaraan verbonden risico's. Het hof wijdde geen expliciete overweging aan de al dan niet aannemelijkheid van het csqn-verband. Ook in die zaak werd in cassatie geklaagd dat het hof had miskend dat de stelplicht en bewijslast van het csqn-verband op de cliënt van de bank rustten. A-G Hammerstein concludeerde op dit punt:

22. HR 8 februari 2013, ECLI:NL:HR:2013:BX7846, RvdW 2013/249, r.o. 3.7.2.

23. Anders: Giesen & Maes 2014. Volgens hen bestempelde de Hoge Raad 'het gebruik van de *tournaire* dat het causaal verband "tot uitgangspunt" kan worden genomen, als een juiste rechtsopvatting' (nr. 4.4.2).

21. Zie ook Du Perron, noot 5, onder HR 27 november 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2162, NJ 2014/201 (World Online).

‘2.21. (...) het hof [heeft] zonder acht te slaan op de door de bank in dit verband aangevoerde verweren het bestaan van een c.s.q.n-verband aangenomen. Het hof gaat immers niet op die verweren in en behandelt deze vervolgens alleen nog in het kader van art. 6:98 BW. Ook in zoverre geeft zijn oordeel dus blijk van een onjuiste rechtsopvatting.

2.22. Denkbaar is ten slotte dat het hof van oordeel was dat de strekking van de waarschuwingsplicht op zichzelf reeds meebrengt dat bij schending ervan het c.s.q.n-verband zonder meer moet worden aangenomen. Ook die opvatting komt mij in haar algemeenheid onjuist voor, zodat de rechtsklacht van onderdeel 3a doel treft.’

Terwijl A-G Hammerstein concludeerde tot vernietiging, liet de Hoge Raad het arrest van het hof in stand. De Hoge Raad sauverte het oordeel van het hof door aan te nemen dat het hof het bestaan van het csqn-verband ‘aannemelijk’ heeft geacht, dat wil zeggen op grond van een waardering door het hof van de over en weer gestelde feiten en omstandigheden. De Hoge Raad overwoog:<sup>24</sup>

‘Kennelijk heeft het hof dan ook geoordeeld dat voldoende aannemelijk is dat X van het sluiten van de overeenkomsten zou hebben afgezien zo de bank, overeenkomstig haar zorgplicht, naar behoren onderzoek zou hebben gedaan naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van X en hem voldoende indringend zou hebben gewaarschuwd voor de bijzondere gevaren van de handel in opties en futures, en voor het feit dat zijn beleggingsstrategie niet paste bij zijn financiële mogelijkheden en doelstellingen, zijn risicobereidheid en zijn deskundigheid. Anders dan onderdeel 3a veronderstelt, heeft het hof dus niet miskend dat de stelplicht en bewijslast van het causaal verband tussen de schending door de bank van haar zorgplicht en de schade die X als gevolg van de overeenkomsten heeft geleden, in beginsel bij de laatste rustte.’

In de literatuur wordt debat gevoerd over hoe dit oordeel moet worden begrepen. Busch meent dat de achtergrond is dat de bank onvoldoende had betwist dat de cliënt een indringender waarschuwing zou hebben opgevolgd.<sup>25</sup> Hammerstein betwijfelt of dat juist is. Hij meent dat de betwistingen de bank niet hielpen, omdat de bank niet kon aantonen dat zij aan haar waarschuwingsplicht had voldaan, als gevolg van de hoge eisen die het hof en in zijn voetspoor de Hoge Raad daaraan hebben gesteld.<sup>26</sup> Klaassen is dezelfde mening toegedaan.<sup>27</sup> Als Hammerstein en Klaassen gelijk hebben, dan volgt daaruit dat de eisen die worden gesteld aan het bewijs van het csqn-

verband in hoge mate worden beïnvloed door de eisen die worden gesteld aan de bank op het vlak van de zorgplicht.

Deze twee arresten van de Hoge Raad laten zien dat de rechter door zijn oordeel omtrent de inhoud van de zorgplicht beslissende invloed uitoefent op het antwoord op de vraag of het bestaan van het csqn-verband aannemelijk is. Naarmate hogere eisen worden gesteld aan de inhoud van de adviezen van de bank en de indringendheid van de waarschuwingen, zal eerder aangenomen kunnen worden dat de belegger een andere beleggingsbeslissing zou hebben genomen. Hoe indringender – of zelfs: dwingend – het advies om de voorgenomen belegging niet te doen had moeten zijn, hoe kleiner de kans dat zo’n advies, indien gegeven, niet zou zijn opgevolgd. De omvang van de bijzondere zorgplicht van de bank en de aannemelijkheid van het csqn-verband worden daarmee communicerende vaten.

In geen van deze gevallen heeft de Hoge Raad geoordeeld dat in de individuele adviesrelaties die aan de orde waren in Fortis/Bourgonje, Van Lanschot/Grove c.s. en Rabobank Vaart en Vecht/X de aanwezigheid van het csqn-verband tot uitgangspunt kan worden genomen. In Fortis/Bourgonje had dat niet gekund om de hiervoor genoemde reden dat het hof had vastgesteld dat de kans dat het csqn-verband aanwezig was, niet bijzonder groot was te noemen. In Van Lanschot/Grove c.s. en Rabobank Vaart en Vecht/X had dat wel gekund. Die constatering geeft aanleiding te veronderstellen dat de Hoge Raad in deze twee individuele beleggingsgeschillen dat ‘uitgangspunt’ bewust niet heeft gehanteerd. De verklaring die zich hiervoor aandient, is dat het hier niet ging om gevallen van massaschade, zodat er geen behoefte bestond om te werken met de (vuist)regel van het tot uitgangspunt nemen van het csqn-verband.

### 5 Individuele geschillen: lagere jurisprudentie

Tot slot van deze bijdrage bespreek ik kort vier uitspraken van feitenrechtters. Het eerste geval is een arrest van het Gerechtshof Den Bosch in een procedure over een renteswap. Het hof past het uitgangspunt van de aanwezigheid van het csqn-verband uit de effectenlease-arresten van de Hoge Raad toe:<sup>28</sup>

‘Naar het oordeel van het hof kan in dat geval tot uitgangspunt worden genomen dat het oorzakelijk verband tussen de schending van de zorgplicht en de beslissing van Westkant om de rente te fixeren door middel van een renteswap (de beleggingsbeslissing) aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat bij een adequate waarschuwing of bij een juist, op het cliëntenprofiel toegesneden, advies Westkant niet voor een renteswap zou hebben gekozen, maar voor een andere rentemodaliteit. ABN AMRO heeft niet, althans niet genoegzaam, onderbouwd dat Westkant het advies van ABN AMRO ook zou hebben gevolgd indien zij niet in haar zorgplicht

24. HR 3 februari 2012, ECLI:NL:HR:2012:BU4914, NJ 2012/95, r.o. 3.7.1.

25. Busch 2012, p. 759; 2013, p. 50.

26. A. Hammerstein, *Geschilbeslechting in financiële aansprakelijkheidszaken*, in: D. Busch, C.J.M. Klaassen & T.M.C. Arons (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, p. 335.

27. Klaassen 2013, p. 134.

28. Hof Den Bosch 15 april 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:1052, r.o. 4.11.15.

was tekortgeschoten, zodat het causaal verband kan worden aangenomen.’

Naar het zich laat aanzien, kwalificeren de geschillen omtrent renteswaps ook als gevallen van massaschade. Tegen deze achtergrond is verklaarbaar dat het hof de lijn uitgezet door de Hoge Raad in de effectenlease-arresten volgt.

Een volgend geval is een arrest van het Gerechtshof Den Bosch dat ziet op een individueel beleggingsgeskil. De bank wordt onder andere verweten dat zij de cliënt had moeten waarschuwen dat hij meer risico liep dan met zijn vermogenspositie te verenigen was. Het hof laat de juistheid van deze stelling in het midden en oordeelt dat niet aan het vereiste van het csqn-verband is voldaan. Daartoe overweegt het hof dat op grond van het World Online-arrest van de Hoge Raad met het oog op effectieve rechtsbescherming tot uitgangspunt mag worden genomen dat causaal verband tussen het schenden van de zorgplicht en de transactie aanwezig is, maar dat de rechter op grond van de omstandigheden van het geval tot de conclusie kan komen dat dit uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat. Het hof overwoog vervolgens:<sup>29</sup>

‘(...) dat [geïntimeerde] gedurende een groot aantal jaren in een grote mate van zelfstandigheid transacties heeft verricht (ook ten behoeve van anderen), daarbij zijn transactiebereidheid niet of nauwelijks heeft veranderd nadat hij grote verliezen had geleden, en een waarschuwing van de Bank om zijn portefeuille minder eenzijdig samen te stellen in feite in de wind heeft geslagen. De verplichting tot adviseren en waarschuwen wordt na verloop van jaren mede gekleurd door de wijze waarop de desbetreffende cliënt tot dan toe heeft gehandeld en door de wijze waarop hij heeft gereageerd op eerdere adviezen en informatie van de effecteninsetting. Advisering aan een cliënt die langjarig ervaring heeft met een bepaalde vorm van transacties, de risico’s heeft ervaren van dergelijke transacties en eerdere adviezen in de wind heeft geslagen zal dan vaak van weinig invloed zijn op het handelen van die cliënt en daaraan weinig toevoegen; de wijze van advisering mag door een effecteninsetting ook aan die situatie worden aangepast. De enkele stelling van [geïntimeerde] dat hij een waarschuwing van de Bank over de transacties van 2002 of over het als zekerheid inzetten van zijn (totale) vermogen zou hebben opgevolgd is gelet daarop zonder nadere onderbouwing (die ontbreekt) onvoldoende. Aan een bewijsopdracht komt het hof dan ook niet toe.’

Het hof acht het uitgangspunt van de aanwezigheid van het csqn-verband uit het World Online-arrest dus van toepassing,<sup>30</sup> maar neemt aan dat een uitzondering gemaakt kan worden. In het World Online-arrest heeft de Hoge Raad immers overwogen dat de rechter naar aanleiding van de over

en weer aangevoerde argumenten tot de conclusie kan komen dat het genoemde uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat (r.o. 4.2.11). Het resultaat is dus dat het uitgangspunt toch geen toepassing vindt. Dat resultaat voorkomt dat de vraag moet worden beantwoord of het uitgangspunt uit het World Online-arrest in deze zaak, waarin het niet om prospectuusaansprakelijkheid ging en evenmin om massaschade, eigenlijk wel van toepassing kan zijn.

Tot een tegengesteld oordeel omtrent de toepasselijkheid van het uitgangspunt van de aannemelijkheid van het csqn-verband komt het Gerechtshof Amsterdam:<sup>31</sup>

‘3.22 [Appellant] stelt zich op het standpunt (memorie van grieven, nr. 2.51) dat een effectieve rechtsbescherming vergt, mede gelet op de bijzondere aard van de op een financiële dienstverlener rustende zorgplicht, dat bij schending van die zorgplicht een causaal verband met de schade wordt aangenomen. Daarin volgt het hof [appellant] niet. [Appellant] beroept zich op de gevolgen van de door hem gestelde tekortkoming, en hij draagt daarvan overeenkomstig art. 150 Rv de bewijslast. Het is dus aan [appellant] om te bewijzen dat, zoals hij stelt doch ABN AMRO Bank gemotiveerd betwist, voldoende causaal verband aanwezig is, ook in de zin van art. 6:89 BW [bedoeld zal zijn art. 6:98 BW; JdBLT], tussen de vaststaande tekortkoming van ABN AMRO Bank en de door [appellant] gestelde schade.’

De laatste zaak is een vonnis van de Rechtbank Overijssel in een kwestie waarin een beleggingsonderneming, Invinco, haar zorgplicht had geschonden door onvoldoende informatie in te winnen over de financiële positie, de beleggingsdoelstelling en de risicobereidheid van de belegger en door niet te waarschuwen voor de specifieke risico’s verbonden aan de handel in futures en opties op futures. Ten aanzien van het verweer van Invinco, dat het csqn-verband ontbrak, overwoog de rechtbank:<sup>32</sup>

‘4.16. Zelfs indien ervan kan worden uitgegaan dat de financiële positie van [eiser] ten tijde van het aangaan van de overeenkomst toereikend was om zijn betalingsverplichtingen uit die overeenkomst na te komen, zal – in verband met de omstandigheid dat de op Invinco rustende waarschuwingplicht ook ertoe strekt te waarschuwen tegen het aangaan van onnodige risico’s – het verweer van Invinco dat [eiser] de overeenkomst ook zou zijn aangaan indien zij niet in haar zorgplicht was tekortgeschoten, in het licht van de desbetreffende stellingen van [eiser] voldoende concreet moeten zijn onderbouwd. Daarvan is echter niet gebleken. Daartoe overweegt de rechtbank dat, zoals ook hiervoor reeds is overwogen, de door [eiser] ondertekende risicoverklaringen onvoldoende zijn om te kunnen oordelen dat Invinco aan de op haar rustende

29. Hof Den Bosch 22 juni 2010, ECLI:NL:GHSHE:2010:BM9516, r.o. 4.2.1.

30. Zie over dit arrest ook Giesen & Maes 2014, nr. 4.4.2.

31. Hof Amsterdam 31 januari 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BV7171.

32. Rb. Overijssel 25 september 2013, ECLI:NL:RBOVE:2013:2384.

waarschuwingsplicht heeft voldaan. Uit de transcripten van de telefoongesprekken van 27 januari 2009 en 17 juni 2010 blijkt evenmin dat Invinco [eiser] indringend heeft gewaarschuwd voor de risico's die aan het beleggen in futures en opties op futures zijn verbonden. Dat [eiser] door Invinco is gewezen op de mogelijkheid van totaalverlies valt niet als zodanig te kwalificeren. Nu de betreffende stelling van Invinco niet genoegzaam is onderbouwd, dient te worden aangenomen dat [eiser] zonder bedoeld tekortschieten van Invinco in haar zorgplicht de overeenkomst niet zou hebben gesloten (vgl. HR 5 juni 2009, LJN: BH2815, 2811 en 2822).'

Opvallend aan deze overweging is dat de rechtbank haar oordeel dat Invinco haar betwisting van de aanwezigheid van het csqn-verband onvoldoende had onderbouwd, met name motiveert door te verwijzen naar hetgeen zij heeft vastgesteld omtrent de schending van de zorgplicht.

Deze uitspraken laten zien dat in de feitenrechtspraak alle denkbare varianten voorkomen: het uitgangspunt van de aanwezigheid van het csqn-verband is onverkort van toepassing, het is in beginsel van toepassing, maar in de concrete omstandigheden van het geval niet, en het uitgangspunt is helemaal niet van toepassing.

## 6 Conclusie

De conclusie is dat de Hoge Raad voor massaschadegevallen als prospectusaansprakelijkheid en effectenlease een uitgangspunt van de aanwezigheid van het csqn-verband op normatieve gronden heeft geformuleerd. In individuele beleggingsgeschillen heeft de Hoge Raad een dergelijk 'uitgangspunt' niet gehanteerd. Naar alle waarschijnlijkheid heeft de Hoge Raad dat bewust niet gedaan. Buiten gevallen van massaschade bestaat er geen of minder behoefte om te werken met dat 'uitgangspunt'. Dat betekent dat de (vuist)regel van het tot 'uitgangspunt' kiezen van het csqn-verband niet zonder meer in een individueel beleggingsgeschil kan worden toegepast. In de lagere rechtspraak wordt dat in sommige gevallen wel gedaan. In de rechtspraak van de Hoge Raad is in individuele beleggingsgeschillen wel sprake van een normatieve invulling van het csqn-verband, die vorm krijgt door een wisselwerking tussen eisen die de rechter stelt aan de financiële instelling in het kader van de vraag of zij haar zorgplicht heeft nageleefd, en de concreetheid van haar betwisting van het csqn-verband.