

slechts transacties uitvoerde maar hem ook adviseerde. Voor de vaststelling van de inhoud van de zorgplicht jegens een belegger als [verweerder] zijn echter ook de hiervoor weergegeven, door TGB en KBL aangevoerde omstandigheden van belang. Het hof had deze dus in zijn oordeel moeten betrekken. Dat heeft het niet op voldoende kenbare wijze gedaan. De onderdelen 1.1 en 1.2 slagen.

3.1.4. De hiervoor in 2.4.2 weergegeven oordelen in rov. 3.8-3.11, 3.16 en 3.17 van het eindarrest bouwen voort op voornoemd oordeel van het hof over de inhoud van de zorgplicht van TGB, en het daarmee in strijd handelen door TGB, zodat die oordelen evenmin in stand kunnen blijven. De daartegen gerichte klachten van de onderdelen 1.8-1.11 en van de onderdelen 2, 5, 6 en 7 behoeven gelet daarop geen behandeling.

3.2. De overige klachten van onderdeel 1 en de klachten van de onderdelen 3 en 4 kunnen niet tot cassatie leiden. Dit behoeft, gezien art. 81 lid 1 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

3.3.1. Onderdeel 8 keert zich tegen de door het hof uitgesproken proceskostenveroordeling. Het onderdeel klaagt onder meer dat het hof blijkt heeft gegeven van een onjuiste rechtsopvatting doordat het, hoewel het de toewijzing van de reconventionele vordering van TGB in hoger beroep in stand heeft gelaten, TGB volledig in de proceskosten van beide instanties heeft veroordeeld.

3.3.2. In het door [verweerder] ingestelde cassatieberoep (zie hiervoor in 2.6) slaagt de klacht tegen de bekrachtiging door het hof van het vonnis van de rechtbank in reconventie, en wordt het eindarrest, zoals gewijzigd bij het herstelarrest, vernietigd. Reeds daarom houdt de door het hof uitgesproken proceskostenveroordeling geen stand. Na verwijzing zal opnieuw over de proceskosten moeten worden beslist. TGB heeft dus geen belang bij haar klacht.

3.3.3. Wel is de klacht gegrond. De rechtbank heeft de vordering van TGB tot betaling van het debetsaldo van het krediet toegewezen en [verweerder] in reconventie veroordeeld tot betaling aan TGB van een bedrag van € 4.548.390,47. Het hoger beroep van [verweerder] richtte zich tegen zowel het vonnis in conventie als het vonnis in reconventie. Het hof heeft bij eindarrest, zoals gewijzigd bij het herstelarrest, het vonnis van de rechtbank in reconventie in stand gelaten. [verweerder] moet dan ook als de zowel in eerste aanleg als in hoger beroep in het ongelijk gestelde partij in reconventie worden beschouwd. Dit heeft het hof miskend door TGB (samen met KBL) volledig in de kosten van beide instanties te veroordelen, zonder daarbij onderscheid te maken tussen de procedure in conventie en de procedure in reconventie.

3.4.1. Bij hun procesinleiding in cassatie hebben TGB en KBL gevorderd dat [verweerder] zal worden veroordeeld om al hetgeen TGB en KBL ter uitvoering van het bestreden arrest aan [verweerder] hebben voldaan, aan TGB en KBL terug te betalen.

3.4.2. In cassatie is alleen plaats voor een veroordeling tot terugbetaling van hetgeen waartoe een partij in de bestreden uitspraak is veroordeeld, indien de Hoge Raad die uitspraak vernietigt en zelf, op de voet van art. 420 Rv, het geding afdoet door de in die uitspraak toegewezen vordering alsnog af te wijzen.⁶⁷ Daarvan is in dit geval geen sprake. Deze vordering moet derhalve worden afgewezen.

4. Beoordeling van het middel in het incidentele beroep

De klachten van het middel kunnen niet tot cassatie leiden. Dit behoeft, gezien art. 81 lid 1 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

5. Beslissing

De Hoge Raad:

In het principale beroep:

- vernietigt het arrest van het gerechtshof Amsterdam van 19 december 2017, zoals gewijzigd bij herstelarrest van 15 maart 2018;
- verwijst het geding naar het gerechtshof Den Haag ter verdere behandeling en beslissing;
- veroordeelt [verweerder] in de kosten van het geding in cassatie (...; *red.*);
- wijst de hiervoor in 3.4.1 vermelde vordering af;

In het incidentele beroep:

- verwerpt het beroep;
- veroordeelt [verweerder] in de kosten van het geding in cassatie (...; *red.*).

NOOT

1. De belegger in deze zaak maakte gebruik van een zogenoemde warehouseconstructie.

Deze constructie kwam er in essentie op neer dat onder andere *contracts for differences* voor zijn rekening en risico werden afgesloten door de bank. De desbetreffende financiële instrumenten (derivaten) werden aangekocht op naam van de bank en vervolgens (om en om) op twee verschillende interne rekeningen van de bank binnen de warehouseconstructie geadmistreerd voor rekening en risico van de belegger. De bank rekende de gesaldeerde posities periodiek af met de belegger. De handel middels deze warehouseconstructie leverde de belegger een miljoenenverlies op. De belegger stelt de bank aansprakelijk omdat de bank de op haar rustende saldi- en marginverplichtingen zou hebben geschonden, krediet zou hebben verleend terwijl dit niet was overeengekomen, hem niet adequaat zou hebben geïnformeerd over de marginverplichtingen en tekorten en ook overigens de op haar

rustende zorgplicht jegens hem zou hebben geschonden. De bank vordert in reconventie betaling van het debetsaldo van afgerond € 4,5 miljoen.

2. De bank had bij aanvang van de dienstverlening de uitgangspunten van het beleggingsbeleid (schriftelijk) vastgelegd. De bank had onder andere aan de belegger bevestigd dat de portefeuille geschikt is voor beleggers die bereid zijn om grote risico's te dragen en een hoge mate van productkennis bezitten. Het dragen van grote risico's zou in concreto betekenen dat door de bank alleen de risico's zouden worden begrensd door de financiële ruimte op de bij de bank aangehouden rekening. De bank had verder aan de belegger bevestigd geen additionele risicobewaking voor de portefeuille uit te voeren.

3. Een van de geschilpunten betrof de vraag of en in welke mate de belegger over relevante deskundigheid beschikte en of die deskundigheid van invloed is op de omvang van de zorgplicht die de bank jegens hem in acht had moeten nemen. De bank stelde zich op het standpunt dat de belegger deskundig was. De belegger betwist dat hij kan worden aangemerkt als een deskundige en professionele belegger die wist welke risico's hij liep en dat hij ook bereid zou zijn geweest om de tekorten (debetsaldo), zoals die zich hebben geopenbaard, te accepteren.

4. Het Hof Amsterdam kwam in hoger beroep tot het oordeel dat gesteld noch gebleken zou zijn dat de belegger voldeed aan het begrip "professionele belegger" zoals gedefinieerd in de publiekrechtelijke regelgeving (art. 1:1 Wft), uiteraard zoals dat gold ten tijde van het ontstaan van de desbetreffende tekorten (zie hierover M.T.G. Schoonwille 'Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – een slag apart', *V&O*, april 2007, nr. 4, p. 72-75).

Het hof kwam derhalve tot het oordeel dat op de bank in casu wel degelijk een bijzondere zorgplicht rust en dat slechts de "professionele belegger" uitgesloten is van deze zorgplicht. De zorgplicht die de bank in acht had moeten nemen bestond mede eruit – aldus het hof – dat de bank de belegger had dienen te waarschuwen voor onvoldoende saldi of margin en – in het geval van onvoldoende margin – om de desbetreffende posities binnen vijf werkdagen te sluiten (zie nu art. 86 Bgfo). De bank zou naar het oordeel van het hof deze zorgplicht hebben geschonden. De bank stelde cassatie in.

5. De Hoge Raad overweegt in zijn arrest dat het hof niet de stellingen van de bank heeft verworpen, inhoudende dat de belegger als een deskundige en professionele belegger moet worden aangemerkt, die wist wat hij deed en welbewust risico's had genomen die aan de derivatenhandel (en de warehouseconstructie) verbonden waren. Daarbij heeft de bank zich onder meer beroepen op het feit dat de belegger bij aanvang van de dienstverleningsrelatie reeds uitgebreide, internationale kennis van en ervaring met financiële instrumenten had, al dan niet via mede door hem bestuurde of mede aan hem toebehorende beleggingsondernemingen. Ook was de belegger bij aanvang van de relatie reeds uitzonderlijk vermogend en had de belegger zelfstandig toegang tot voor professionele effectenhandelaren bestemde informatie (waarvan de belegger actief gebruikmaakte) waarbij de

belegger een eigen backoffice had die zijn transacties professioneel administreerde. Tot slot heeft het hof niet de stelling verworpen dat de beheerder op uitzonderlijk grote schaal zou hebben gehandeld op beurzen in de hele wereld. De Hoge Raad gaat daarom in zijn arrest uit van de juistheid van deze stellingen van de bank.

6. De Hoge Raad overweegt in dit arrest dat voor de vaststelling van de inhoud van de zorgplicht jegens een belegger, de door de bank aangevoerde omstandigheden van belang zijn. Het hof had derhalve niet kunnen volstaan met de overweging dat de belegger niet kwalificeert als een "professionele belegger" conform de destijds geldende publiekrechtelijke regels maar had ook andere (relevante) omstandigheden in zijn oordeelsvorming moeten betrekken. De Hoge Raad vernietigt derhalve het arrest van het Hof Amsterdam en verwijst het geding naar het Hof Den Haag voor verdere behandeling en beslissing.

7. In het publiekrecht is het antwoord op de vraag of een belegger kwalificeert als een professionele belegger als bedoeld in art. 1:1 Wft, van belang om te bepalen welke publiekrechtelijke gedragsregels door de desbetreffende beleggingsonderneming moeten worden nageleefd. Een beleggingsonderneming – waaronder ook verstaan dient te worden een bank die beleggingsdiensten verleent – dient bij aanvang van de relatie de belegger te classificeren als een in aanmerking komende tegenpartij, een professionele belegger of een niet-professionele belegger. De beleggingsonderneming dient de klant van deze classificatie op de hoogte te stellen (zie art. 4:18a Wft).

Classificeert een klant als een niet-professionele belegger, dan geniet de klant het "hoogste beschermingsniveau" hetgeen betekent dat een beleggingsonderneming alle publiekrechtelijke gedragsregels moet naleven die op de desbetreffende beleggingsdienstverlening van toepassing zijn. Classificeert de klant daarentegen als een professionele belegger, dan dient de beleggingsonderneming slechts een beperkt aantal gedragsregels na te leven. Zo hoeft een beleggingsonderneming bij de naleving van het ken-uw-cliënt-beginsel jegens een professionele belegger, geen informatie in te winnen omtrent diens financiële positie (art. 54 lid 3 Richtlijn 2017/656/EU).

8. De publiekrechtelijke definitie van het begrip professionele belegger kan conceptueel worden onderverdeeld in twee categorieën. Ten eerste, een categorie van instellingen die kwalificeren als een professionele belegger vanwege hun formele hoedanigheid. Het gaat hier bijvoorbeeld om banken, beleggingsondernemingen of pensioenfondsen. Ten tweede, ondernemingen die op basis van zogenoemde omvangcriteria kwalificeren als een professionele belegger. Ondernemingen die aan twee van de volgende drie criteria voldoen, kwalificeren ingevolge de wettelijke definitie van een professionele belegger namelijk als een professionele belegger:

(i) een balanstotaal van ten minste € 20 miljoen, (ii) een netto-omzet van ten minste € 40 miljoen en (iii) een eigen vermogen van ten minste € 2 miljoen.

Classificatie als een professionele belegger ingevolge deze omvangcriteria houdt dus geen verband met de formele hoedanigheid van de onderneming. Dit kan een onroerendgoedbedrijf zijn of – bijvoorbeeld – een ICT-bedrijf.

9. Het classificeren van een klant als een professionele belegger op basis van de omvangcriteria is weinig gelukkig omdat deze criteria geen betrouwbare indicatie vormen voor de aanwezigheid van enige deskundigheid op het gebied van beleggen. En juist de mate van daadwerkelijke deskundigheid zou mijns inziens een rol dienen te spelen bij het bepalen van de omvang van de zorgplicht jegens ondernemingen die op basis van de omvangcriteria classificeren als professionele beleggers. Daarentegen acht ik het wel verdedigbaar om instellingen op basis van hun formele hoedanigheid relevante deskundigheid toe te dichten, ongeacht of zij daadwerkelijk daarover beschikken.

10. Het onderscheid tussen professioneel en niet-professioneel wordt overigens niet consistent toegepast in het financieel toezichtsrecht. Zo is dit onderscheid wel van importantie bij beleggingsdienstverlening maar weer niet bij pensioenadvies. De bank die een beursgenoteerde onderneming adviseert over collectief pensioen, dient wel het volledige ken-uw-cliënt-beginsel na te leven terwijl diezelfde bank bij beleggingsdienstverlening aan diezelfde beursgenoteerde onderneming niet het volledige ken-uw-cliënt-beginsel hoeft na te leven indien deze onderneming op basis van de omvangcriteria kwalificeert als een professionele belegger (zie o.a. de AFM Leidraad tweedepijler pensioenadvies, augustus 2018).

11. Dat het publiekrechtelijke onderscheid tussen een niet-professionele belegger en een professionele belegger te rigide en daardoor weinig gelukkig is, blijkt treffend uit de Aanbevelingen Rentederivatendienstverlening die door de AFM in februari 2014 zijn gepubliceerd. Eén van de aanbevelingen van de AFM luidt: *“Beleggingsondernemingen moeten hun klanten indelen als professionele of niet-professionele belegger en hun klanten informeren over de gevolgen van de indeling voor het beschermingsniveau dat zij genieten. Het indelen op basis van inhoudelijke criteria, met name deskundigheid, in aanvulling op omvangcriteria, verdient de voorkeur”* (AFM ‘Aanbevelingen Rentederivatendienst-verlening’, februari 2014, p. 9). De Serië spreekt over een “strengere categorisering” maar ook over de relativering van deze categorisering nu overweging 86 uit de MIFID II-Richtlijn ook zo gelezen kan worden dat aan de algemene MiFID-loyaliteitsverplichting steeds overkoepelende gelding moet worden gegeven (V.P.G. De Serië ‘Het onderscheid tussen professionele beleggers en niet-professionele beleggers’ in Asser/De Serië 2-IV, Deventer: Wolters Kluwer 2017/751).

12. De mate van daadwerkelijke deskundigheid dient ook van invloed te zijn op de omvang van de zorgplicht jegens niet-professionele beleggers. Niet iedere niet-professionele belegger is immers onkundig. Het uitgangspunt dat een niet-professionele belegger niet geacht wordt over relevante deskundigheid te beschikken, doet geen recht aan de realiteit.

De AFM heeft in haar boetebesluit Gooisch Effectenhuis aangegeven dat de verplichting om ingevolge het ken-uw-cliënt-

beginsel informatie in te winnen omtrent de kennis en ervaring van de belegger, ertoe strekt om de adviseur te helpen in te schatten welke informatie hij aan de klant moet geven. Alleen dan – zo is de gedachte – kan een adviseur de klant in staat stellen te begrijpen welke risico’s bepaalde beleggingen met zich brengen. Informatie over de kennis en ervaring helpt de adviseur ook om de antwoorden van de klant beter te interpreteren en het beleggingsbeheer of beleggingsadvies hierop aan te passen (AFM boetebesluit Gooisch Effectenhuis d.d. 10 september 2015). In aanvulling hierop merk ik op dat de mate van deskundigheid (kennis en ervaring) niet alleen relevant is met het oog op de omvang van de informatieplicht maar ook relevant ter bepaling van welke zorgplichten nageleefd moeten worden en de eventuele aanwezigheid van eigen schuld aan de zijde van de belegger (art. 6:101 BW. Zie ook HR 11 juli 2003 in «JOR» 2003/199, m.nt. Frielink).

13. Dat alle relevante omstandigheden in acht moeten worden genomen en dat het geen zwart-wit scenario is, blijkt ook uit de conclusie van A-G Wissink bij een eerder arrest van de Hoge Raad (HR 1 december 2017 in «JOR» 2018/71, m.nt. ‘t Hart). Aan deze conclusie kan de gedachte worden ontleend dat twee belangrijke factoren een rol spelen bij de bepaling van de omvang van de zorgplicht. Ten eerste, de vraag of een belegger een “zakelijke klant” is of niet. Aan een zakelijke klant kan weliswaar niet per definitie relevante deskundigheid op het gebied van beleggen worden toegekend, maar wel mag van een zakelijke klant worden verwacht dat deze over bepaalde vaardigheden beschikt, waaronder de vaardigheid om een advies in te winnen of de vaardigheid om te begrijpen dat aan een bepaald product specifieke risico’s verbonden zijn. A-G Wissink hierover: *“Relevante omstandigheid is voorts of de cliënt een particulier of ondernemer is, want van ondernemers wordt meer zelfredzaamheid verwacht.”* Ten tweede, de vraag of een belegger over relevante deskundigheid beschikt of niet. Het beschikken over relevante deskundigheid dient medebepalend te zijn voor de omvang van de zorgplicht die moet worden nageleefd jegens zowel een niet-professionele belegger als een onderneming die op basis van de omvangcriteria kwalificeert als een professionele belegger. De ene klant is de andere niet.

14. Dit arrest van de Hoge Raad past in de opvatting dat de publiekrechtelijke classificatie van een klant als professionele belegger niet van doorslaggevende betekenis is voor de omvang van de (civielrechtelijke) zorgplicht en dat die zorgplicht bepaald wordt door alle relevante omstandigheden van het geval. Daarbij dient de daadwerkelijke deskundigheid (de relevante kennis en ervaring waarover de klant daadwerkelijk beschikt) voorop te staan. Dit laatste doet recht aan de balans die er dient te zijn tussen de zorgplicht van een bank enerzijds en de verantwoordelijkheid van de belegger anderzijds.

dr. mr. F.M.A. ‘t Hart

advocaat te Amsterdam

VOETNOTEN

- 1) In de cassatiestukken van de zijde van [verweerder] wordt verweerder onder 1 aangeduid als IGB.
- 2) Zie rov. 2.3-2.16 van het bestreden arrest van het gerechtshof Amsterdam van 19 december 2017, [ECLI:GHAMS:2017:5279](#).
- 3) In feitelijke instanties was ook de moedermaatschappij van KBL, KBC Groep N.V., procespartij.
- 4) Dat wil zeggen dat de hoofdelijke veroordeling op grond van art. 2:403 BW alleen betreft de schade waarvoor TGB uit hoofde van een rechtshandeling jegens [verweerder] aansprakelijk is, te weten toerekenbaar tekortschieten in haar bijzondere zorgplicht en onjuiste advisering in Artiliium (rov. 3.19).
- 5) [verweerder] heeft in beide zaken een gecombineerde schriftelijke toelichting en een nota van repliek (in zaak 18/01158) tevens nota van dupliek (in zaak 18/01201) ingediend. TGB en KBL hebben in beide zaken een afzonderlijke schriftelijke toelichting ingediend.
- 6) De laatste twee volzinnen van rov. 3.5 worden overigens betrokken in de klachten van de subonderdelen 1.5 en 2.4.
- 7) HR 26 juni 1998, [ECLI:NL:HR:1998:ZC2686](#), NJ 1998/660 m.nt. C.J. van Zeben, rov. 3.6. Zie ook HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.3.
- 8) HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.4.
- 9) Deze verplichting strekt ertoe de cliënt te beschermen tegen relatief te grote financiële risico's, maar niet tegen ieder (koers)verlies dat hij op een transactie leidt. Zie HR 4 december 2009, [ECLI:NL:HR:2009:BJ7320](#), m.nt. M.R. Mok, rov. 3.7. De marginverplichting dient ook ter bescherming van de handel die er zeker van moet zijn dat verplichtingen worden nagekomen. Zie bijv. C.E. du Perron, *Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht*, in: M.W. Hesselink e.a. (red.), *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, 2003, p. 192.
- 10) Zie ook S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, 2006, p. 334-337; Asser/De Serie 2-IV 2017/808-810.
- 11) Daarbij geldt dat fouten van de cliënt die uit die lichtvaardigheid of dat gebrek aan inzicht voortkomen in beginsel minder zwaar wegen dan fouten van de bank waardoor deze in die zorgplicht is tekortgeschoten. Zie HR 23 mei 1997, [ECLI:NL:HR:1997:AG7238](#), NJ 1998/192 m.nt. C.J. van Zeben, rov.3.3; HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.3.
- 12) Hartlief, AA 2003/12, p. 934; C.E. du Perron in diens noot onder HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103; S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, 2006, p. 333-337; Van der Wiel. *MVV* 2010/6, p. 153.
- 13) HR 3 februari 2012, [ECLI:NL:HR:2012:BU4914](#), NJ 2012/95, rov. 3.6.1-3.6.2. Vgl. toegespitst op beleggingsadviesrelaties HR 14 augustus 2015, [ECLI:NL:HR:2015:2191](#), NJ 2016, rov. 3.3.3.
- 14) HR 24 december 2010, [ECLI:NL:HR:2010:BO1799](#), NJ 2011/251 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, rov. 3.4-3.5.
- 15) HR 23 mei 1997, [ECLI:NL:HR:1997:AG7238](#), NJ 1998/192 m.nt. C.J. van Zeben, rov. 3.3; HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.4.
- 16) HR 9 januari 1998, [ECLI:NL:HR:1998:ZC2536](#), NJ 1999/285 m.nt. W.M. Kleijn, rov. 3.6.2; HR 24 januari 1997, [ECLI:NL:HR:1997:ZC2256](#), NJ 1997/260, rov. 4.2.1.
- 17) HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.4.
- 18) B.T.M. van der Wiel, *MvV* 2010/6, p. 153-154, acht dit, onder voorbehoud, mogelijk; W.H. van Boom, *Bancaire zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid*, NTBR 2003, p. 561, acht het onwaarschijnlijk dat een dergelijke afspraak stand houdt; C.E. du Perron, *Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht*, in: M.W. Hesselink e.a. (red.), *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, 2003, p. 192, meent dat de cliënt geen afstand kan doen van de bescherming die de marginverplichting biedt; de bank moet de cliënt beschermen tegen loss aversion terwijl de marginverplichtingen er mede zijn om het functioneren van de markt te beschermen.
- 19) Memorie van antwoord nr. 113. Zie ook conclusie van antwoord nr. 62 en memorie van antwoord nr. 87.
- 20) Dagvaarding nrs. 40-41. Zie voor deze termen de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 4.1.
- 21) Zie HR 5 juni 2009, [ECLI:NL:HR:2009:BH2815](#), NJ 2012/182 m.nt. J.B.M. Vranken, rov. 4.11.5; HR 16 juni 2017, [ECLI:NL:HR:2017:1107](#), NJ 2017/363 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, rov. 4.2.5; HR 14 december 2018, [ECLI:NL:HR:2018:2298](#), rov. 3.4.2
- 22) Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, PbEG L 145. Zie ook Richtlijn 2006/73/EG, PbEG L 241 (Uitvoeringsrichtlijn MiFID) en Vo. 1287/2006, PbEG L 241 (Uitvoeringsverordening MiFID). De genoemde richtlijnen zijn per 1 november 2007 omgezet in de Wft. Per 3 januari 2018 geldt het MiFID II-regime (Richtlijn 2014/64/EU, Pb L 173 zoals gewijzigd door Richtlijn 2016/1034/EU, PbEU L 175; Vo. 2014/600, PbEU L 173 zoals gewijzigd door Vo. 2016/1033, PbEU L 175), dat in deze zaak nog niet van toepassing is.

- 23) Zie nader mijn conclusie sub 3.5.1-3.5.2 voor HR 22 februari 2019, [ECLI:NL:HR:2019:267](#) (art. 81 RO), met bronvermeldingen, waaraan is toe te voegen P.W.J. Verbruggen, *Privaatrechtelijke zorgplichten en Europese maximumharmonisatie*, WPNR 2018/7215.
- 24) Het hof heeft ook geoordeeld dat niet is gebleken van enige waarschuwing van TGB dat de tekorten aan het oplopen waren of dat er sprake zou zijn van onderdekking of van onvoldoende saldi tot aan de margin call van 13 augustus 2008 (rov. 3.8 en 3.10), maar op dat oordeel ziet subonderdeel 1.9 niet.
- 25) De schriftelijke toelichting verwijst in nr. 1.25 (noot 32) ter illustratie nog naar HvJEU 9 november 2017, C-489/15, [ECLI:EU:C:2017:834](#) (CTL Logistics/DB Netz). Deze zaak betreft de vraag of onder publiekrechtelijk toezicht door de Duitse beheerder van het spoorwegennet vastgestelde tarieven nog kunnen worden getoetst aan de billijkheid op voet van § 315 BGB indien deze tarieven zijn opgenomen in standaardovereenkomsten tussen de beheerder van het spoorwegennet en een private spoorvervoeronderneming. Het HvJEU acht dat niet toegestaan, want (punt 75): “De billijkheidstoetsing die plaatsvindt op grond van § 315 BGB in het kader van een overeenkomst enerzijds en de spoorwegregelgeving zoals die voortvloeit uit richtlijn 2001/14 anderzijds, zijn gegrond op verschillende overwegingen die, bij toepassing op een enkele overeenkomst, kunnen leiden tot tegenstrijdige resultaten.”
- 26) Zie bijvoorbeeld de toelichting op art. 4:20 Wft in de MvT ter implementatie van de MiFID, kamerstukken II, 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 122: “(...) Een beleggingsonderneming dient informatie te verstrekken over zijn onderneming en de aangeboden diensten, over de financiële instrumenten waarop de diensten betrekking hebben en de voorgestelde beleggingsstrategieën (hieronder vallen passende toelichting en waarschuwingen over de risico’s verbonden aan beleggingen in deze instrumenten of aan bepaalde beleggingsstrategieën), de plaatsen van uitvoering en kosten en bijbehorende lasten.”; V.M. Neering, *Aansprakelijkheid in de financiële sector* (O&R nr. 78) 2013/11.5.2: “In art. 19 lid 3 MiFID, waarop art. 4.20 Wft is gebaseerd, behoort tot de passende informatie die moet worden verstrekt, echter ook informatie en waarschuwingen over de risico’s verbonden aan de financiële instrumenten (...)” Of “informereren” en “waarschuwen” in deze citaten dezelfde betekenis hebben als in het kader van de civielrechtelijke zorgplicht, kan thans in het midden blijven.
- 27) Hierop wijst terecht de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 7.1.41.
- 28) Conclusie van antwoord nr. 85.
- 29) HR 4 december 2009, [ECLI:NL:HR:2009:BJ7320](#), NJ 2010, 67 m.nt. M.R. Mok, rov. 3.7.
- 30) In de conclusie van antwoord nr. 85 en de conclusie van dupliek nr. 15.
- 31) In de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nrs. 7.1.52 en 7.1.54 en in de dupliek nr. 3.2 wordt opgemerkt dat dit betrekking heeft op het verlies per positie in aandelen, waarover [verweerder] wel informatie kreeg. Ik vond dit niet terug in de memorie van grieven nr. 314, waarnaar wordt verwezen, of nrs. 362 of 386.
- 32) Conclusie van antwoord nr. 63 (“De spanlimiet was wel de berekeningsgrondslag voor de hoogte van de kredietfaciliteit. De maximale hoogte van de kredietfaciliteit was ongeveer 10 miljoen euro.”); conclusie van dupliek nr. 12 (“De maximale omvang van de warehousefaciliteit werd bepaald door een zgn. SPAN-limiet. De SPAN-limiet vormde in de relatie tussen partijen de grondslag voor de berekening van de hoogte van het krediet dat [verweerder] genoot voor het uitvoeren van zijn transacties. De kredietlimiet was, zoals toegelicht in de conclusie van antwoord onder 63 e.v., aldus 10 miljoen euro.”); memorie van antwoord nr. 81 (“de beschikbare kredietruimte van 10 miljoen”).
- 33) Memorie van antwoord nrs. 63 (“De SPAN-limiet was in feite een (krediet)limiet.”), 66 (“De overeengekomen SPAN-limiet betekende in de relatie tussen [verweerder] en TGB dus het bestaan van een kredietafpraak. Het was (...) een afspraak waarbij de hoogte van liet krediet werd bepaald door de SPAN-limiet.”) en 67 (“[verweerder] zelf is ook steeds uitgegaan van een krediethoogte die was gekoppeld aan de SPAN-limiet”).
- 34) Memorie van antwoord nr. 46.
- 35) Conclusie van antwoord nr. 80, conclusie van dupliek nr. 52 en memorie van antwoord nr. 45.
- 36) Deze bepaling hield destijds in dat een beleggingsonderneming mag vertrouwen op de door de cliënt verstrekte informatie over de in artikel 4:23, eerste lid, onderdeel a, en artikel 4:24, eerste lid, van de Wft genoemde onderwerpen, tenzij zij weet of zou moeten weten dat deze informatie gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is.
- 37) HR 25 januari 2013, [ECLI:NL:HR:2013:BY1071](#), NJ 2013/69, rov. 3.4.2; HR 28 maart 2014, [ECLI:NL:HR:2014:735](#), NJ 2015/365 m.nt. P.B. Hugenholtz, rov. 5.3.2; T.F.E. Tjong Tjin Tai, *De schadestaatprocedure*, 2012, par. 4.2.2; T.F.E. Tjong Tjin Tai, *De ambivalente regeling van de schadestaatprocedure*, TCR 2008/1, p. 1.
- 38) Vgl. in het kader van vordering van een collectieve beheersorganisatie tot schadevergoeding op te maken bij staat, HR 28 maart 2014, [ECLI:NL:HR:2014:735](#), NJ 2015/365 m.nt. P.B. Hugenholtz, rov. 5.3.2: “Daartoe behoeft niet tevens aangevoerd en vastgesteld te worden welke afzonderlijke ‘categorie A-inbreuken’ (van welke kabelexploitant, jegens welke rechthebbende en met betrekking tot welke heruitzendingen) hebben

- plaatsgevonden. Die vragen kunnen in de schadestaatprocedure beantwoord worden teneinde de omvang van de schadevergoeding te bepalen.”.
- 39) Vgl. echter de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 7.1.86.
- 40) Zie de vindplaatsen genoemd in de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 7.1.87.
- 41) T.F.E. Tjong Tjin Tai, *De schadestaatprocedure*, 2012, par. 442-443, 542.
- 42) “Sterker nog, (...), de vaste adviseur van [verweerder], gaf toen [verweerder] aan de bel trok vanwege toenemende onrust op de financiële markten in het voorjaar van 2008 – meermalen en onbetwist het advies zijn posities te handhaven.”
- 43) Het hof constateert dat daarbij sprake was van een belangenconflict en dat TGB onvoldoende heeft weersproken dat zij haar eigen belang voorop heeft gesteld.
- 44) Zie de conclusie van antwoord nr. 113 en de conclusie van dupliek nr. 62.
- 45) Rov. 3.17: “In de eventuele schadestaatprocedure kan beoordeeld worden in hoeverre schade is geleden als gevolg van het niet naleven van de zorgplicht door TGB enerzijds en in vergelijking tot de feitelijke liquidatie anderzijds.”
- 46) Rov. 3.19: “alleen die tekorten die het gevolg zijn van de schending van de bijzondere zorgplicht (waaronder schending van de marginverplichtingen), eventueel gecorrigeerd met een bepaalde mate van eigen schuld, komen voor rekening en risico van TGB.”
- 47) De schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] vermeldt dat het incidentele beroep is ingesteld voor het geval de Hoge Raad oordeelt dat het hof de grondslag van de aansprakelijkheid van TGB niet in voldoende mate heeft vastgesteld. Zie nr. 7.1.81 en vgl. nr. 7.1.78.
- 48) Memorie van grieven nrs. 369-370; pleitnota in appel nrs. 75-76.
- 49) Memorie van grieven nrs. 278, 361 sub 18-20, 371.
- 50) Memorie van grieven nrs. 248, 372.
- 51) Memorie van grieven nrs. 322-325, 342.
- 52) Memorie van grieven nrs. 24-25, 292-293, 374-376.
- 53) Memorie van grieven nrs. 260-262, 377.
- 54) Memorie van grieven nrs. 87-88, 246, 279-284, 348, 378-379.
- 55) Memorie van grieven nrs. 246, 249-253, 290-291, 303, 314-319-321, 342, 380-382; pleitnota in appel nr. 30.
- 56) Memorie van grieven nrs. 270-275, 283, 294-300, 302-303, 313-314, 348, 383-384; pleitnota in appel nr. 23.
- 57) Memorie van grieven nrs. 302-304, 306, 308-311, 319-320, 327, 328-339, 348, 385-386; pleitnota in appel nrs. 66-67.
- 58) Memorie van grieven nrs. 349-359, 387-392; pleitnota in appel nrs. 41-46, 99.
- 59) Memorie van grieven nrs. 139-142, 393-396.
- 60) Memorie van grieven nrs. 285, 397-399.
- 61) Rb. Amsterdam 19 november 2014, [ECLI:NL:RBAMS:2014:8410](#).
- 62) Hof Amsterdam 19 december 2017, [ECLI:NL:GHAMS:2017:5279](#).
- 63) [ECLI:NL:HR:2019:1844](#).
- 64) Zie onder meer HR 8 februari 2013, [ECLI:NL:HR:2013:BY4600](#), rov. 4.3.1.
- 65) Zie onder meer HR 28 juni 2019 («JOR» 2019/223, m.nt. Strijbos; *red.*), [ECLI:NL:HR:2019:1046](#), rov 3.5.5.
- 66) Zie HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), rov 3.6.4.
- 67) HR 2 september 2016, [ECLI:NL:HR:2016:2013](#), rov 1.6.

Copyright 2020 - Sdu - Alle rechten voorbehouden.

Kwalificatie professionele belegger

GEGEVENS

Instantie	Hoge Raad
Datum uitspraak	06-12-2019
Datum publicatie	10-03-2020
Publicatie	JOR 2020/61 (Jurisprudentie Onderneming & Recht), aflevering 3, 2020
Annotator	Hart, F.M.A. 't
ECLI	ECLI:NL:HR:2019:1845
Zaaknummer	nr. 18/01201
Formele relaties	Arrest Hoge Raad: ECLI:NL:HR:2019:1845 , Gedeeltelijk contrair
Bijzondere kenmerken	Cassatie
Overige publicaties	JBPR 2020/7 met annotatie van Lewin, G.C.C. NJB 2019/2782 NJ 2020/17 RvdW 2020/33 NTHR 2020, afl. 1, p. 18
Rechter(s)	mr. Numann mr. Tanja-van den Broek mr. Kroeze mr. Sieburgh mr. Lock
Conclusie	A-G Wissink
Partijen	1. <i>InsingerGillissen Bankiers NV</i> (rechtsopvolgster van Theodoor Gillissen Bankiers NV) te Amsterdam, 2. <i>KBL European Private Bankers SA</i> te Luxemburg, Luxemburg, eiseressen tot cassatie, verweersters in het incidenteel cassatieberoep, hierna gezamenlijk: TGB en KBL, advocaten: mr. B.T.M. van der Wiel en mr. L.V. van Gardingen, tegen [verweerder], verweerder in cassatie, eiser in het incidenteel cassatieberoep, advocaat: (voorheen ook mr. M.H.K. Jansen, thans:) mr. K. Teuben

Regelgeving

Wft art. 1:1

SAMENVATTING

Volgens vaste rechtspraak (HR 8 februari 2013, «JOR» 2013/106, m.nt. Van der Wiel) rust op de bank als professionele en bij uitstek deskundige dienstverlener een bijzondere zorgplicht bij beleggingsadviesrelaties met particuliere beleggers. De inhoud van deze bijzondere zorgplicht is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Daarbij zijn ook de mate van deskundigheid en relevante ervaringen van de cliënt, zijn inkomens- en vermogenspositie en de ingewikkeldheid van het product en de daaraan verbonden risico's relevant (HR 28 juni 2019, «JOR» 2019/223, m.nt. Strijbos). De enkele bekendheid met de optiehandel in het algemeen en de daaraan verbonden risico's in het bijzonder kan niet leiden tot het oordeel dat de cliënt de in dit verband relevante deskundigheid heeft (HR 11 juli 2003, «JOR» 2003/199, m.nt. Frielink).

TGB en KBL hebben gesteld dat [verweerder] als deskundige en professionele belegger moet worden aangemerkt, die wist wat hij deed en welbewust risico's heeft genomen die aan de derivatenhandel (en de warehouseconstructie) verbonden waren. TGB en KBL hebben zich onder meer erop beroepen dat [verweerder] bij aanvang van zijn relatie met (een rechtsvoorgangster van) TGB en reeds uitgebreide, internationale kennis van en ervaring met financiële instrumenten had (onder meer opties en futures met betrekking tot edelmetalen), al dan niet via mede door hem bestuurde of mede aan hem toebehorende (beleggings)ondernemingen, dat [verweerder] bij aanvang van zijn beleggingsrelatie met (een rechtsvoorgangster van) TGB uitzonderlijk vermogend was en zich ook als zodanig presenteerde, dat [verweerder] zelfstandig toegang had tot, en actief gebruikmaakte van, voor professionele effectenhandelaren bestemde informatie, dat [verweerder] een eigen backoffice had die zijn transacties professioneel administreerde en dat [verweerder] op uitzonderlijk grote schaal handelde op beurzen over de hele wereld. Het hof heeft deze stellingen van TGB en KBL niet verworpen, zodat in cassatie veronderstellenderwijs van de juistheid daarvan moet worden uitgegaan.

In het licht van de hiervoor genoemde maatstaf, kunnen deze omstandigheden van invloed zijn op de inhoud van de op TGB rustende zorgplicht jegens [verweerder].

Het hof heeft overwogen dat slechts de professionele belegger is uitgesloten van voornoemde zorgplichten. Vervolgens heeft het geoordeeld dat [verweerder] niet als professionele belegger kan worden aangemerkt, omdat hij niet voldoet aan de omschrijving van "professionele belegger" in de zin van art. 1:1 Wft, TGB [verweerder] ook zelf heeft aangemerkt als een niet-

professionele partij en omdat TGB voor [verweerder] niet slechts transacties uitvoerde maar hem ook adviseerde. Voor de vaststelling van de inhoud van de zorgplicht jegens een belegger als [verweerder] zijn echter ook de door TGB en KBL aangevoerde omstandigheden van belang. Het hof had deze dus in zijn oordeel moeten betrekken. Dat heeft het niet op voldoende kenbare wijze gedaan.

CONCLUSIE

Conclusie Advocaat-Generaal

(mr. Wissink)

1. Inleiding

1.1. Partijen worden hierna aangeduid als [verweerder], TGB¹ en KBL. [verweerder] heeft met TGB (voor wie KBL een aansprakelijkheidsverklaring als bedoeld in art. 2:403 BW heeft afgelegd) in 2003 een beleggingsbemiddelingsovereenkomst gesloten. TGB heeft de effectenposities van [verweerder] eind 2008 geliquideerd en [verweerder] gesommeerd het na liquidatie resterende debetsaldo van € 4.548.390,47 aan TGB te voldoen, wat [verweerder] niet heeft gedaan. [verweerder] heeft vervolgens vorderingen ingesteld tegen TGB en KBL wegens onder meer schending van de bancaire zorgplicht. TGB heeft in reconventie betaling van het debetsaldo gevorderd. Het Gerechtshof Amsterdam heeft geoordeeld dat TGB haar zorgplicht jegens [verweerder] heeft geschonden en aansprakelijk is voor de door [verweerder] als gevolg daarvan geleden schade (en KBL daarom ook), nader op te maken bij staat. [verweerder] (in zaak 18/01158) en TGB en KBL (in zaak 18/01201) hebben cassatieberoep ingesteld van het arrest van het hof.

1.2. In dit cassatieberoep richten TGB en KBL klachten tegen de verschillende oordelen van het hof in verband met de zorgplichtschending, het causale verband, het beroep op de exoneratieclausule en de proceskostenveroordeling. Naar mijn mening slagen deze klachten niet. Het incidentele cassatieberoep slaagt naar mijn mening evenmin.

2. Feiten²

2.1. [verweerder] heeft alvorens te gaan beleggen bij TGB, op basis van vermogensadvies belegd bij Effectenbank Stroeve, een rechtsvoorgangster van TGB. In juli 2003 zijn [verweerder] en TGB een schriftelijke effectenbemiddelingsovereenkomst met elkaar aangegaan. Die overeenkomst, waarin [verweerder] "Cliënt" wordt genoemd en TGB "de Bank", luidt, voor zover hier van belang:

"ONDERGETEKENDEN:

(...)

NEMEN IN AANMERKING DAT:

A. Cliënt gebruik wenst te maken van de diensten, die door de Bank op het gebied van effectenbemiddeling worden verleend;

B. de Bank bereid is aan Cliënt diensten op het gebied van effectenbemiddeling te verlenen onder toepasselijkheid van de voorwaarden waaronder zij werkt, zoals vastgelegd in de Voorwaarden en Overeenkomsten (...);

C. Cliënt de toepasselijkheid van de sub B genoemde voorwaarden heeft aanvaard door ondertekening van een Verklaring van Aanvaarding van Voorwaarden welke is opgenomen in het boekje Voorwaarden en Overeenkomsten.

KOMEN OVEREEN ALS VOLGT

Artikel 1. Dienstverlening aan Cliënt

De Bank zal in opdracht van Cliënt voor diens rekening en risico effectentransacties verrichten. De Bank draagt zorg voor correcte uitvoering van de orders van Cliënt met inachtneming van het bepaalde in de op hun relatie van kracht zijnde voorwaarden en overeenkomsten.

De Bank draagt zorg voor administratie van uitgevoerde en nog niet uitgevoerde maar nog geldige orders van Cliënt: voor afwikkeling/settlement van de orders, voor administratie van Cliënts geld- en effectenrekeningen, en voor rapportage aan Cliënt van dat alles.

Op verzoek van Cliënt zal de Bank hem van advies dienen over zijn effectenbeleggingen, specifieke effectentransacties, en de toestand op de financiële markten. De Bank brengt voor adviezen geen separate kosten in rekening en de vergoeding daarvoor wordt geacht besloten te liggen in de in artikel 7 bedoelde tarieven.

(...)

Artikel 5. Risicoprofiel Cliënt

Cliënt verklaart dat hij voorafgaand aan de ondertekening van deze overeenkomst alle relevante informatie, waaronder begrepen informatie met betrekking tot zijn financiële positie, zijn ervaring met beleggen in financiële instrumenten en zijn beleggingsdoelstelling, voor zover redelijkerwijs voor de Bank van belang kan zijn, aan de Bank heeft verschaft, en dat die informatie correct en volledig schriftelijk is weergegeven op Bijlage A bij deze overeenkomst.

Cliënt is gehouden gedurende de duur van deze overeenkomst schriftelijk alle relevante wijzingen in de informatie, zoals is vastgelegd in Bijlage A van deze overeenkomst aan de Bank te verstrekken.

Artikel 6. Administratie

De Bank houdt voor eigen rekening een administratie bij welke voldoet aan de daaraan bij of krachtens de Wet toezicht effectenverkeer 1995 gestelde eisen.

De Bank houdt in ieder geval voor eigen rekening een administratie voor Cliënt bij van diens effectenorders. Deze orderadministratie geeft weer:

- de effecten en de aantallen waarop de orders betrekking hebben;
- de limieten die door Cliënt zijn aangegeven;
- de datum en het tijdstip waarop de order door de Bank is ontvangen;
- de soort van de order, alsmede de overige gegevens met betrekking tot de wijze waarop Cliënt de order wil laten uitvoeren;
- de tijdstippen waarop de orders zijn uitgevoerd;
- een overzicht van lopende orders die nog niet zijn uitgevoerd.

Artikel 7. Vergoedingen

Cliënt is aan de Bank gedurende de duur van deze overeenkomst ter zake van haar dienstverlening de gebruikelijke provisies en kosten verschuldigd. De thans geldende tarieven zijn vermeld in Bijlage B bij deze overeenkomst.

Artikel 8. Duur en beëindiging van de overeenkomst

(...)

Indien de Bank deze overeenkomst beëindigt buiten de situatie van wanprestatie bedoeld in artikel 20 Voorwaarden voor Effectendiensten Effectenbank TGB, neemt zij een naar de omstandigheden redelijke termijn in acht en stelt zij Cliënt in de gelegenheid om zijn long en shortposities over te dragen aan een andere financiële instelling als bedoeld in artikel 19 van de genoemde voorwaarden.

Artikel 9. Bijlagen

De aan deze overeenkomst gehechte Bijlagen A en B maken integraal deel uit van deze overeenkomst.

(...)

Bijlage A Cliënt risicoprofiel

Om u te kunnen voorzien van de dienstverlening die past bij uw kennis en ervaring met beleggen en de doelstellingen die u met het vermogen dat u bij Effectenbank TGB onderbrengt heeft, hebben wij u enkele vragen gesteld die u heeft beantwoord zoals onderstaand is weergegeven. Op basis van deze gegevens hebben wij u ingedeeld in een risicoprofiel dat als uitgangspunt dient voor de dienstverlening aan u. De karakteristieken voor de beleggingsportefeuille die past bij uw beleggingsprofiel zijn aansluitend opgenomen.

Beleggingsdoelstellingen

- U heeft geen inkomen nodig uit het vermogen dat u bij Effectenbank wilt beleggen.
- Uw beleggingshorizon, de periode waarover u uw vermogen beschikbaar wilt stellen voor beleggingsdoeleinden, bedraagt langer dan 7 jaar.

Beleggingservaring

- U heeft veel ervaring met beleggen.

– Tot op heden heeft u gebruik gemaakt van de beleggingsinstrumenten obligaties/convertibles, aandelen en opties/warrants.

– De meest voorkomende optieposities die u in het verleden heeft ingenomen zijn short puts (verkochte puts).

Risicohouding

– U heeft in het verleden geen gebruik gemaakt van een effectenkrediet.

– De stelling 'Ik accepteer een hoog neerwaarts risico bij het streven naar een hoog rendement' past goed bij u.

– Als één van uw favoriete aandelen plotseling met 20% in waarde daalt, vindt u dat jammer maar onderneemt u toch geen actie.

– Een jaarlijkse waardedaling van meer dan 25% van uw totale portefeuille vindt u acceptabel.

Overig

– U volgt het beursnieuws redelijk nauwlettend.

– U wenst dagelijks contact te hebben met uw adviseur.

– Gemiddeld doet u meer dan 5 aandelentransacties per maand.

– Gemiddeld doet u meer dan 2 optietransacties per maand.

Het risico profiel voor uw beleggingsportefeuille

Op basis van uw beleggingsprofiel zoals vastgesteld met de voorgaande antwoorden hebben wij het volgende risicoprofiel voor uw beleggingsportefeuille bij Effectenbank TGB geselecteerd: zeer offensief.

De karakteristieken van deze beleggingsportefeuille zijn hierna weergegeven.

Het profiel voor uw beleggingsportefeuille

Zeer offensief

Een van de sleutelbegrippen binnen de beleggingsleer is vermogensverdeling. Hieronder verstaan wij de verdeling over de verschillende beleggingscategorieën binnen uw portefeuille. Indien u met behulp van uw beleggingsadviseur de juiste spreiding in uw portefeuille aanbrengt, reduceert u het beleggingsrisico.

Op hoofdlijnen onderscheiden wij vier beleggingscategorieën: liquiditeiten, obligaties, aandelen en derivaten (voetnoot: Voor een nadere uitleg van de risico's verbonden aan de verschillende beleggingproducten wordt verwezen naar 'Voorwaarden en Overeenkomsten' en het 'Officieel bericht Opties en Futures' van Euronext). Uit verscheidene onderzoeken blijkt dat de vermogensverdeling in belangrijke mate uw uiteindelijke rendement voor de langere termijn bepaalt.

De karakteristieken van het zeer offensieve profiel staan vermeld in onderstaande tabel.

Portefeuilleselectie: Zeer offensief

De uitgangspunten voor deze portefeuille zijn:

- er kan gebruik worden gemaakt van alle beleggingsinstrumenten
- het streven naar een zeer sterke vermogensgroei
- vermogensfluctuaties zijn mogelijk en
- er bestaat geen stabiele inkomstenstroom.

Deze uitgangspunten sluiten aan bij uw beleggingsdoelstelling.

Deze portefeuille is geschikt voor beleggers die bereid zijn om grote risico's te dragen en een hoge mate van productkennis bezitten. Deze belegger heeft een lange beleggingshorizon en is zich bewust dat forse vermogensfluctuaties kunnen plaatsvinden.

Grote risico's betekenen voor dit profiel dat uw risico's alleen worden begrensd door de financiële ruimte op uw rekening. Dit houdt tevens in dat TGB geen additionele risico bewaking voor uw portefeuille uitvoert.

Ons beleggingsadvies zal zijn gebaseerd op uw beleggingsprofiel. Indien u van mening bent dat het beleggingsrisico van deze portefeuille structureel op een lager niveau ingericht dient te worden, dient u schriftelijk uw gewenste beleggingsprofiel aan uw beleggingsadviseur kenbaar te maken. In samenspraak met uw beleggingsadviseur richt u uw portefeuille defensiever in en zullen wij ons beleggingsadvies aanpassen aan uw nieuwe beleggersprofiel.

Tenslotte willen wij u er graag op wijzen dat u heeft gekozen voor een adviserende vorm van beleggen, wat betekent dat u te allen tijde eindverantwoordelijk blijft voor het resultaat."

2.2. Bij e-mailbericht van 14 april 2004 heeft TGB, voor zover hier van belang, aan [verweerder] geschreven:

"We are pleased to offer you a warehousing facility for Dutch, German, French, Italian & U.S. equities.

We propose the following conditions for this facility:

- We warehouse trades executed through our firm for your account from Friday until Monday (...) with the balance being settled on a delivery-versus-payment basis to your custodian Wednesday the week after (...);
- TGB charges an all-in fee for the execution, warehousing and settlement of 0.15% of the effective value of trades executed. It is specifically agreed that this fee includes debit and credit interest as well as stock lending fees. Positions that are squared during the same trading day will incur a commission rate for execution and cash settlement of 0.08% per trade.

(...)

– You will be granted an initial trading limit during the warehousing period of EUR 500.000 which is based on the so called 'SPAN methodology'. Assuming a roughly equal amount in buy and sell volume, this means that we can facilitate a flow of approximately EUR 10 million during the warehousing period. An increase of this trading limit is possible, but should first be approved by our credit committee.

– One month after this agreement goes into effect, TGB will evaluate the flow generated and cost incurred and will renegotiate commissions rates based on this data."

2.3. Bij e-mailbericht van 17 november 2005 heeft TGB, voor zover hier van belang, aan [verweerder] geschreven:

"We are pleased to offer you the following commission rates for the execution and warehousing of trades directed to our firm:

(...)

The rates for execution on other markets are available on request. For good order we would like to sum up the conditions for the warehousing facility:

– We warehouse trades executed through our firm for your account during 15 calendar days with the balance being settled on a delivery-versus-payment to your custodian (...) or via your cash account with our firm (190578). Derivatives positions are not warehoused and require sufficient cash on your account to meet the margin requirements.

– TGB charges an all-in fee for the warehousing and settlement of 0.10% of the effective value of trades warehoused. It is specifically agreed that this fee includes debit and credit interest as well as stock lending fees.

(...)

– You will be granted an initial trading limit during the warehousing period of € 500.000 which is based on the so called 'SPAN methodology'. Assuming a roughly equal amount in buy and sell volume, this means that we can facilitate a flow of approximately € 10 million during the warehousing period. An increase of this trading limit is possible, but should first be approved by our credit committee.

This offer is valid for a year and is based on estimated annual gross commission revenue of at least €300.000 (including warehousing fees)."

2.4. Bij brief van 25 oktober 2007 heeft TGB, voor zover hier van belang, aan [verweerder] geschreven:

"At TGB we are continuously striving to improve the quality of the services we provide. Our efforts in this regard tie in well with recent developments in European regulations (coming into force with the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) on 1 November 2007) (...). The new regulations assure you of even better protection as an investor and 'financial consumer'.

In order to ensure that the contractual and non-contractual basis of our relationship reflects the improved protection to which you are entitled we must ensure that the basis of the relationship complies with the new regulations and is properly reflected in

the services provided. It is for this reason that we shall be requesting you to perform a number of specific actions, both now and at a later date, as described below.

What we shall be asking of you at a later date

(...)

What we are asking you to do on this occasion

Please make a point of familiarising yourself with the TGB policy on the execution of orders, which is enclosed (...). It describes the way in which we aim to achieve the best possible result when executing securities orders on your behalf. In future, by the act of placing a securities order with us, you will be confirming that you have read our order execution policy and that you agree with that policy.

In this connection, it is important to note that, under the new legal definitions, we shall be treating you as a non-professional investor. This means that we shall be providing you with the maximum level of protection in the securities services we provide.”

2.5. Artikel 13 van de Algemene Voorwaarden effectendienstverlening 2007 van TGB, geciteerd in rov. 2.8 van het bestreden arrest, bevat onder meer een beperking van de aansprakelijkheid van TGB.

2.6. Op enig moment heeft [verweerder] na een tip de hebben gekregen van [betrokkene 1], destijds werkzaam bij TGB en zijn vaste accountmanager, een pakket aandelen in Artium gekocht.

2.7. Bij e-mailbericht van 13 augustus 2008 heeft TGB, voor zover hier van belang, aan [verweerder] geschreven:

“We would like to inform you about your position regarding your account [(...)] within our firm.

Due to the exposure of your future holdings the required variation margin has risen dramatically. Together with the price for the stock exchanges this has resulted in a shortfall of the collateral you have provided to us in order to mitigate the risks involved. According to our calculations the deficit amounts to approximately EUR 3,700,000.00. For more details we have enclosed a spreadsheet called MARGIN CALL [(...)].

We kindly ask you to transfer at least the amount of EUR 3,700,000.00 (...) to your account with us (...).

Furthermore we would like to remind you that so far we have not received the annual accounts needed for our credit committee. Your last message regarding this issue dates from March 26th, 2008. In this message you stated that you have forwarded our request to your accountants. Please be aware that we need this information in order to help us judge our relationship with you, including the financing facilities we provide to you. Please forward the requested accounts to us as soon possible.”

2.8. [verweerder] en zijn toenmalige advocaat hebben onmiddellijk tegen die margin call geprotesteerd, stellende dat

TGB daartoe op grond van de tussen [verweerder] en TGB geldende afspraken niet gerechtigd was.

2.9. Bij e-mailbericht van 29 augustus 2008 heeft TGB, voor zover hier van belang, aan TGB geschreven:

“Firstly, upon careful reconsideration I have reached the conclusion that the margin call issued by our firm on the 13th of August on your account as well as the follow-up email of the 15th of August should in principle not have been issued. Please know that we highly value you as a customer and it is our intention to continue our long lasting relationship. I have therefore ordered that your account is to be re-opened with immediate effect. Also, going over your file it has become clear that the agreement underlying our trading relationship must be actualized in due time.

Secondly, the communication between TGB and yourself has been very poor. We sincerely apologize for the way this situation has been handled as I believe that the current stand-off has been totally unnecessary. It is my conviction that this matter should have been solved face-to-face and not in the strictly formal manner that was chosen. Furthermore, the specifics of your account should have been checked carefully before any margin call was issued.

I appreciate that this situation has put you in an awkward and uncomfortable position in dealing with your regular points of contact within our firm. I will make sure that they receive a formal briefing from me in which they are told that you are not to blame for the way events have unfolded and that they should move to a business-as-usual approach instantly. Also, I will instruct them to liaise with you to solve practical issues regarding your account (such as the recent closure of expiring futures positions). Please rest assured that we will take appropriate action should we find out that your good name has been blemished in any other way.”

2.10. Bij brief van 15 september 2008 heeft de toenmalige advocaat van [verweerder], voor zover hier van belang, aan de toenmalige advocaat van TGB geschreven:

“In response to your letter of September 4 and following my email of September 5, I can inform you that my client continues to hold Theodoor Gilissen Bankiers N.V. (‘TGB’) liable for the losses resulting from its wrongful actions. If TGB had complied with its contractual and legal obligations, it would have been impossible that a EUR 3,7 million shortfall could ever have occurred. In that case, TGB would not have been able surprise my client with the sudden margin call.

In [betrokkene 2] ‘s email to [verweerder] (het hiervoor onder 2.8 aangehaalde e-mailbericht; rechtbank) and in your letter to me, you both apologise for the unjust treatment of my client. Naturally, a simple apology does not compensate my client for the damages suffered. Neither do [betrokkene 2] ‘s email and your letter address the other claims in my letter of August 19 concerning breaches of contractual and legal obligations and duty of care.

Your letter of September 4 contains many factual inaccuracies and gives a description of the relationship between TGB and my

client that is incorrect.

No professional

(...)

No credit arrangements

(...)

Violation of margin regulations and other obligations

(...)

No special agreements

(...)

Inadequate information

(...)

Churning

(...)

Investment advice

(...)

Conclusion

At the very least since November 1, 2007, TGB has acted unlawfully towards my client. As a result of the actions of TGB, my client has suffered considerable damages, for which TGB is liable. On 31 October 2007, my client had assets worth at least EUR (...) 2.127.967,25 in his account (...). Since then and without any previous warning, on August 14 he received notice that he had a EUR 3.7 million shortfall. Neither the loss of the assets nor the shortfall could ever have occurred if TGB had adhered to the applicable regulations.

The damages therefore consist at least of the loss of the assets held by my client on October 31, 2007, and the losses on his transactions since then. With interest since that date, this amounts to EUR (...) 2.335.409,48 as at today. Naturally, my client does not accept liability towards TGB for the shortfall.

I request that TGB deposit the amount into my account (...) and confirm that my client does not owe any amount to TGB. My client has instructed me to take legal action without further warning if the specified amount and confirmation have not been received by (...) September 22, 2008.

My client reserves the right to claim additional damages when the amount of damages becomes clearer."

2.11. Bij (tevens per e-mail verzonden) brief van 18 september 2008 heeft de toenmalige advocaat van TGB, voor zover hier van belang, aan de toenmalige advocaat van [verweerder] geschreven:

"Your letter dated September 15 (...) has surprised my client and is contradictory to your client's earlier statements as presented among others in your letter of August 18. On behalf of the bank I reserve all rights and remedies against your client. The bank

rejects all claims and liability and denies all allegations in your letter, many of which are based on false facts.

The new standpoint of your client now urges the bank to take drastic measures to avoid further losses. The obligation to limit damages rests mainly on your client, but for the past few weeks, presumably longer, he has been waiting for loss or profit, now holding the bank liable for his losses. This is totally unacceptable. My client will now take every measure it deems necessary to limit losses in the positions of your client. The bank has the right to do so and after your abovementioned letter is forced to do so. Even more so now that your client apparently denies the existence of his credit line and makes it clear that he does not owe any money to the bank, is not willing to enter into a properly documented credit arrangement, and denies all responsibility for his negative balance.

Attached to this letter, please find a statement reflecting your client's accounts as of this morning before the start of trading (local time).

The statements in your letter force me to summon your client to disclose within 12 hours as from the present e-mail, whether or not he wishes to maintain his current trading positions. If he wants to maintain these, he must either within 12 hours transfer cash in the amount of EUR 7.5 million to his account (the estimated negative value of his total current position, marked to market, initial margins and expenses), or provide full details of another bank to which the positions can be transferred. (...) If within 12 hours your client does not unambiguously choose and perform one of the said options, he leaves the bank no choice but to liquidate the positions. In so doing the bank shall observe due care. The liquidation takes place for the account of your client and my client still holds him liable for all (possible) losses, expenses, debts and deficits in his accounts with the bank, everything on the basis of the applicable terms and conditions."

2.12. Bij brief van 3 oktober 2008 heeft TGB [verweerder] gesommeerd om binnen tien dagen € 4.548.390,47 aan haar te voldoen ter aanzuivering van het volgens haar na liquidatie van de effectenposities van [verweerder] resterende debetsaldo op een door [verweerder] bij TGB aangehouden rekeningnummer. [verweerder] heeft dat bedrag niet aan TGB voldaan.

3. Procesverloop

3.1. [verweerder] heeft, voor zover in cassatie nog van belang, TGB en KBL gedagvaard voor de rechtbank Amsterdam en gevorderd (i) een verklaring voor recht dat TGB toerekenbaar jegens hem is tekort geschoten in haar verplichtingen, althans onrechtmatig jegens hem heeft gehandeld, (ii) een verklaring voor recht dat [verweerder] niet gehouden is het debetsaldo op de door hem bij TGB aangehouden rekening te voldoen, en (iii) TGB en KBL te veroordelen tot vergoeding van de schade die hij als gevolg van het toerekenbaar tekortschieten c.q. het onrechtmatig handelen van TGB en KBL heeft geleden, nader op te maken bij staat.³ TGB heeft in reconventie, voor zover in cassatie nog van belang, gevorderd dat [verweerder] wordt veroordeeld tot betaling van het bedrag van het debetsaldo.

3.2. De Rechtbank Amsterdam heeft bij vonnis van 19 november 2014 de vorderingen van [verweerder] afgewezen,

kort gezegd omdat causaal verband ontbrak, en de reconventionele vordering van TGB tot betaling van het debetsaldo toegewezen. [verweerder] is in hoger beroep gekomen van dit vonnis.

3.3. Het Gerechtshof Amsterdam heeft in zijn in cassatie bestreden arrest van 19 december 2017, [ECLI:NL:GHAMS:2017:5279](#) (hierna: het eindarrest), het vonnis ten aanzien van TGB en KBL vernietigd, voor recht verklaard dat TGB tekort is geschoten in de nakoming van haar verplichtingen jegens [verweerder] en voorts TGB en KBL hoofdelijk, met inachtneming van rov. 3.19,⁴ veroordeeld tot vergoeding van de schade, nader op te maken bij staat.

3.4 Het hof heeft bij arrest van 15 maart 2018 (hierna: het herstelarrest), kort gezegd, het dictum van het eindarrest op de voet van art. 31 Rv verbeterd, aldus dat de uitgesproken vernietiging van het vonnis van de rechtbank zich niet uitstrekt tot het geding in reconventie.

3.5. Tegen het eindarrest hebben TGB en KBL bij procesinleiding van 19 maart 2018 tijdig cassatieberoep ingesteld. [verweerder] heeft geconcludeerd tot verwerping daarvan en incidenteel cassatieberoep ingesteld. TGB en KBL hebben geconcludeerd tot verwerping van het incidentele cassatieberoep. Partijen hebben vervolgens hun standpunten schriftelijk toegelicht, waarna [verweerder] nog heeft gereageerd op de toelichting van TGB en KBL.⁵

4. Bespreking van het principale cassatiemiddel

4.1. Het middel van TGB en KBL bestaat uit acht onderdelen. Zij betreffen de oordelen in rov. 3.7. e.v. dat TGB de op haar rustende zorgplicht heeft geschonden (*onderdeel 1*) jegens [verweerder] (*onderdeel 2*); dat niet is gebleken van een tussen partijen overeengekomen krediet om te voldoen aan de marginverplichting (*onderdeel 3*), mede omdat TGB geen kredietwaardigheidsonderzoek heeft gedaan (*onderdeel 4*); en dat er causaal verband is tussen de zorgplichtschending en de schade (*onderdeel 6*). *Onderdeel 5* klaagt dat het hof de grondslag van de aansprakelijkheid onvoldoende duidelijk maakt.

Voorts klaagt *onderdeel 7* over het oordeel dat het beroep op de exoneratie niet slaagt en klaagt *onderdeel 8* over de proceskostenveroordeling.

4.2. Alvorens de klachten te bespreken, vermeld ik hierna eerst de relevante overwegingen van het hof over de verplichtingen van TGB en het juridisch kader.

De overwegingen van het hof

4.3. In cassatie dient tot uitgangspunt hetgeen het hof in de rov. 3.5⁶ en 3.6 heeft overwogen over de verhouding tussen TGB en [verweerder]:

“3.5. Het hof stelt bij zijn beoordeling het volgende voorop. De door partijen in de praktijk gevolgde warehouseconstructie kwam in de kern neer op een zogeheten financieel contract ter verrekening van verschillen (ook wel genoemd een contract for difference, hierna: cfd) als bedoeld in artikel 1:1 onder i van de

definitie financieel instrument van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft). De instrumenten (waaronder aandelen en derivaten zoals futures en opties) werden aangekocht op naam van TGB, waarna deze vervolgens (om en om) op twee verschillende interne rekeningen van TGB binnen de warehouseconstructie werden geadmistreerd voor rekening en risico van [verweerder]. Slechts de gesaldeerde posities werden daarbij periodiek met [verweerder] afgerekend. Bij deze constructie was het risico op een hefboomwerking (zeker toen de perioden waarin gesaldeerd werd, steeds langer werden) aanwezig doordat de voor rekening en risico van [verweerder] aangegane posities, waaronder derivatenposities, en de daaraan verbonden verplichtingen gefaciliteerd werden door middel van feitelijke bevoorschotting van de transacties door TGB en de posities een veelvoud konden vertegenwoordigen van de door [verweerder] aangehouden effecten en middelen – die als zekerheid konden dienen – binnen en buiten de warehouseconstructie. Voor de transacties verricht binnen de warehouseconstructie en de derivatentransacties was TGB juist met het oog op deze risico's, gehouden om de saldibewakings- en marginverplichting toe te passen ter voorkoming van het aangaan transacties waarvoor de middelen ontoereikend zijn, dan wel om erop toe te zien dat er sprake was van voldoende saldo om aan de verplichtingen voorvloeiend uit financiële instrumenten te kunnen (blijven) voldoen (artikel 1:1 Wft jo. artikel 85 en 86 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: BGfo) zoals geldende ten tijde van het ontstaan van de betwiste tekorten en voorheen artikel 28 tweede lid Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 (hierna: NRge 2002). Dat deze plichten als zodanig op haar rustten betwist TGB ook niet. Daarmee kan in het midden blijven in hoeverre de derivatentransacties contractueel wel of niet binnen de warehouseconstructie vielen, aangezien het erom gaat dat TGB de marginverplichtingen diende toe te passen voor de desbetreffende transacties.

3.6. Voorts geldt dat, aangezien het derivatenhandel betrof (o.a. opties en futures), op TGB krachtens vaste rechtspraak een bijzondere zorgplicht rustte als professionele en op dit terrein bij uitstek deskundig te achten beleggingsonderneming, gelet op de zeer grote risico's die aan dergelijke transacties verbonden kunnen zijn (o.a. HR 26 juni 1998, NJ 1998/660, HR 11 juli 2003, NJ 2005/103, HR 3 februari 2012, [ECLI:NL:HR:2012:BU4914](#) en HR 8 februari 2013, [ECLI:NL:HR:2013:BY4600](#)). Deze bijzondere zorgplicht – die naar zijn aard tot strekking heeft de cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht – vloeit voort uit hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen TGB en haar particuliere cliënt, meebrengen. De omvang van genoemde bijzondere zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder de eventuele deskundigheid van de cliënt, diens inkomens- en vermogenspositie, de vraag of TGB heeft toegezien op naleving van de margeverplichtingen en de cliënt daarover regelmatig heeft ingelicht, en de vraag of de bank terstond na het ontstaan van margetekorten aanvullende dekking heeft verlangd.”

4.4. Uit rov. 3.5 en 3.6 volgt dat TGB (toezichtrechtelijk) de saldibewakings- en marginverplichtingen diende toe te passen en dat op haar (civielrechtelijk) een bijzondere zorgplicht rustte

waarvan de inhoud afhankelijk is van de omstandigheden van het geval. Deze verplichtingen hangen volgens het hof als volgt samen:

“3.8. Voormelde zorgplicht brengt voorts mee dat in het geval er sprake is van onvoldoende saldi of margin de beleggingsonderneming een belegger daarvoor dient te waarschuwen en dat – in het geval van onvoldoende margin – zijn posities binnen vijf werkdagen gesloten moeten worden als onvoldoende (aanvullende) zekerheden worden gesteld. Bestaande posities mogen niet worden doorgerold en nieuwe posities mogen niet geopend worden in geval onvoldoende saldi aanwezig zijn of sprake is van onderdekking. Als niet aan deze verplichtingen wordt voldaan, leidt dat – zo is vaste rechtspraak – tot aansprakelijkheid van de beleggingsonderneming voor de verliezen die daardoor zijn geleden (vgl. o.a. HR 26 juni 1998, NJ 1998/660, HR 11 juli 2003, RvdW 2003/123 en HR 4 december 2009, NJ 2010/67). (...)”

De bijzondere zorgplicht brengt dus mee dat bij onvoldoende saldi of margin de belegger wordt gewaarschuwd (waarschuwingsplicht) en dat zo nodig posities worden gesloten (sluitplicht). Aan de waarschuwingsplicht is inherent dat de belegger ook wordt geïnformeerd (informatieplicht); vgl. rov. 3.6, slot. Met de sluitplicht strookt dat bestaande posities niet worden doorgerold en geen nieuwe posities worden geopend.

4.5. In rov. 3.7 verwerpt het hof de stelling dat [verweerder] als deskundige en professionele belegger moet worden aangemerkt. In rov. 3.8 oordeelt het hof voorts dat niet is gebleken dat TGB aan voormelde verplichtingen heeft voldaan. In rov. 3.9 verwerpt het hof de stelling van TGB dat er geen sprake was van margintekorten omdat de posities (waaronder de derivatenposities) gedekt waren met een krediet (ter hoogte van de SPAN faciliteit), onder meer omdat niet is gebleken dat TGB een kredietwaardigheidstoets heeft uitgevoerd.

4.6. Het hof concludeert:

“3.10. Als gevolg van de warehouseconstructie, de derivatenposities en de feitelijke bevoorschotting van posities door TGB (zonder inzichtelijke en gefixeerde limiet) was sprake van een dubbele hefboomwerking in de portefeuille van [verweerder] zonder dat TGB zich daarbij afdoende verdiept heeft in de kredietwaardigheid van [verweerder], terwijl niet gebleken is dat er voldoende zicht was bij TGB op de risico's die [verweerder] liep, laat staan dat TGB actief en op juiste wijze de op haar rustende marginverplichtingen nakwam. Evenmin is gebleken dat TGB [verweerder] in niet mis te verstane bewoordingen gewaarschuwd heeft voor de grote risico's verbonden aan de constructie als zodanig en de olopemde verliezen in de periode voorafgaande aan de margin call. Sterker nog, [betrokkene 1], de vaste adviseur van [verweerder], gaf – toen [verweerder] aan de bel trok vanwege toenemende onrust op de financiële markten in het voorjaar van 2008 – meermalen en onbetwist het advies zijn posities te handhaven. Dat TGB geen enkel zicht had op de risico's die [verweerder] liep blijkt ook uit het feit dat TGB voor het eerst op 13 augustus 2008 kwam met een margin call, die daarop weer is aangepast (29 augustus 2008) en die zij later weer herriep omdat (toch) geen sprake zou zijn geweest van onderdekking (vanwege een verstrekt krediet). In wezen tastten zowel TGB

als [verweerder] (in ieder geval tot het moment waarop de margin call kwam) in het duister omtrent de risico's van de posities en de omvang daarvan in dé portefeuille van [verweerder].”

4.7. In rov. 3.11 oordeelt het hof dat er causaal verband is tussen de zorgplichtschending en de schade. Uit rov. 3.19 volgt dat tot de schade hoort de tekorten (het debetsaldo) die het gevolg zijn van de schending van de bijzondere zorgplicht, eventueel gecorrigeerd met een percentage eigen schuld van [verweerder].

Het juridisch kader

4.8. Ik merk over het door het hof in rov. 3.6 vooropgestelde juridisch kader, vooruitlopend op de klachten, nog het volgende op in roec.

4.9.1. De slotzin van rov. 3.6 is ontleend aan HR 26 juni 1998.⁷ Daaruit volgt dat deskundigheid op het gebied van de optiehandel aan de zijde van de cliënt van invloed kan zijn op de omvang van de zorgplicht van de bank, ook indien de cliënt de marginverplichtingen heeft geschonden. Echter kan, zo oordeelde HR 11 juli 2003,⁸ de enkele bekendheid met optiehandel in het algemeen en de daaraan verbonden risico's in het bijzonder, niet leiden tot het oordeel dat sprake is van in dit verband relevante deskundigheid aan de zijde van de cliënt. De strekking van de op de bank rustende bijzondere zorgplicht – het beschermen van de cliënt tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht – dwingt ertoe aan te nemen, aldus het arrest van 11 juli 2003, dat een bank in beginsel in strijd met haar zorgplicht handelt indien zij de cliënt volgt in diens uitdrukkelijke wens dat, ondanks dat hij niet voldoet aan de gebruikelijke marginverplichting,⁹ uitvoering wordt gegeven aan een door hem verstrekte opdracht tot het verkopen van putopties, in de hoop dat de beurs wel weer zal aantrekken en zijn verlies beperkt zal blijven.¹⁰ De eigen verantwoordelijkheid van de cliënt komt bij de toepassing van art. 6:101 BW tot uitdrukking.¹¹

4.9.2. In de literatuur wordt hieruit afgeleid dat een tekortschieten van de bank om de cliënt aan zijn marginverplichting te houden in beginsel automatisch een zorgplichtschending van de bank oplevert, al wordt daarbij nog wel de mogelijkheid opengelaten dat ook dan de deskundigheid van de cliënt en eventuele andere omstandigheden van invloed kunnen zijn op de omvang van de zorgplicht.¹²

4.10.1. Uit de bijzondere zorgplicht kunnen waarschuwingsoverplichtingen voortvloeien, waaronder de plicht om de cliënt voldoende indringend – dat wil zeggen uitdrukkelijk en in niet voor misverstand vatbare bewoordingen – te waarschuwen voor de bijzondere risico's die zijn verbonden aan de handel in opties en futures en voor het feit dat de beleggingsstrategie van de cliënt niet past bij zijn financiële mogelijkheden, doelstellingen, zijn risicobereidheid en deskundigheid. Deze waarschuwingsoverplichting strekt ertoe dat de bank zich in voldoende mate ervan dient te vergewissen dat de cliënt de bijzondere risico's en de gevolgen van de verwerkelijking daarvan voor hem kunnen hebben, daadwerkelijk bewust is.¹³ Bij

beantwoording van de vragen of een waarschuwingsplicht in een concrete situatie daadwerkelijk bestaat en hoever zij strekt, dienen alle terzake doende omstandigheden van het geval te worden meegewogen, waaronder de eigengereidheid, de mate van deskundigheid en de relevante ervaring van de cliënt.¹⁴

4.10.2. Als een waarschuwingsplicht bestaat en vaststaat dat de bank veelvuldig en nadrukkelijk heeft gewaarschuwd voor bestaande risico's, dan is daarmee niet zonder meer gezegd dat de bank de zorgplicht ten volle is nagekomen. Uit HR 23 mei 1997 en HR 11 juli 2003 kan worden afgeleid dat als de bank erin tekortschiet de cliënt aan zijn marginverplichting te houden, voortdurende waarschuwingen van de bank niet toereikend zijn om iedere aansprakelijkheid voor schade die de cliënt leidt ten gevolge van het niet steeds aanhouden van de marginverplichting, af te wenden.¹⁵

4.11. Het oordeel over wat de bijzondere zorgplicht in concreto meebrengt is verweven met waarderingen van feitelijke aard, zodat het in cassatie slechts beperkt toetsbaar is.¹⁶

Onderdeel 1 (zorgplichtschending)

4.12. *Onderdeel 1* klaagt in elf subonderdelen over het oordeel dat TGB jegens [verweerder] de op haar rustende bijzondere zorgplicht heeft geschonden.

4.13.1. De *subonderdelen 1.1 t/m 1.4* betreffen de wijze waarop het hof heeft gereageerd op het betoog van TGB en KBL, dat de zorgplicht van TGB jegens [verweerder] een beperkte omvang heeft en dat die omvang mede afhangt van de door TGB en KBL ingeroepen deskundigheid, ervaring, vermogen, risicobereidheid en risicokennis van [verweerder].

4.13.2. Ik stel het volgende voorop. In rov. 3.7 verwerpt het hof de "stelling van TGB dat [verweerder] als deskundige en professionele belegger moet worden aangemerkt die wist wat hij deed en welbewust de risico's heeft genomen die aan de derivatenhandel (en de warehouseconstructie) verbonden waren, hetgeen navenant van invloed was op voormelde bijzondere zorgplicht (beperkt tot juiste executie van de transacties)." Het hof baseert die verwerping op drie argumenten: (i) [verweerder] is geen "professionele belegger" in de zin van de Wft, (ii) TGB heeft [verweerder] aangemerkt als niet-professionele partij en (iii) TGB voerde niet slechts transacties uit maar heeft [verweerder] ook geadviseerd.

Het hof oordeelt vervolgens in rov. 3.8 e.v. dat sprake is van verschillende zorgplichtschendingen. Aan het slot van rov. 3.11 overweegt het hof dat enige door de rechtbank genoemde omstandigheden (weliswaar niet het causale verband doorbreken, maar) eventueel een rol kunnen spelen in het kader van art. 6:101 BW. Dit betreft de in rov. 5.6.3 van het vonnis genoemde omstandigheden die, kort gezegd, betrekking hebben op de kennis en ervaring, het vermogen en de omvang en "professionaliteit" van het handelen van [verweerder].

4.14. *Subonderdeel 1.1* berust op een onjuiste lezing van het arrest en faalt bij gebrek aan feitelijke grondslag. Anders dan de rechtsklacht van dit subonderdeel aanvoert, betreft het hof in rov. 3.7 e.v. wel het hiervoor bedoelde betoog van TGB en KBL.

Het hof verwerpt immers in rov. 3.7 de bij 4.13.1 genoemde stelling van TGB en KBL.

Na deze stelling verworpen te hebben, behoefde het hof daarop niet nogmaals terug te komen bij zijn ontkennende beantwoording van de vraag of in de omstandigheden van het geval voldoende is gewaarschuwd. Het hof overweegt overigens dat niet is gebleken van enige waarschuwing "dat de tekorten aan het oplopen waren of dat er sprake zou zijn van onderdekking of onvoldoende saldi tot aan de margin call van 13 augustus 2008" (rov. 3.8) of "voor de grote risico's verbonden aan de constructie als zodanig en de oplopende verliezen in de periode voorafgaande aan de margin call." Rov. 3.11, die in het teken staat van het causale verband, grijpt terug op deze oordelen.

4.15. *Subonderdeel 1.2* richt drie klachten tegen de verwerping in rov. 3.7 van de in 4.13.1 bedoelde stelling van TGB en KBL.

De klachten berusten op een onjuiste lezing van het arrest en falen bij gebrek aan feitelijke grondslag. Anders dan de eerste klacht van het subonderdeel veronderstelt, kan het in 4.13.2 genoemde argument (i) niet zo worden opgevat, dat het hof oordeelde dat [verweerder] deskundigheid, ervaring, etc. irrelevant zijn voor de omvang van de zorgplicht van TGB. Het hof heeft echter geoordeeld dat ook in dit geval op TGB de in rov. 3.6, 3.8 en 3.10 bedoelde zorgplichten rustten.

Anders dan de tweede en de derde klacht tot uitgangspunt nemen, heeft het hof niet slechts een oordeel gegeven over de vraag of [verweerder] kwalificeert als professionele belegger in de zin van de Wft.

4.16. *Subonderdeel 1.3* richt eveneens een klacht tegen de verwerping in rov. 3.7 van de in 4.13.1 bedoelde stelling van TGB en KBL. Deze klacht faalt bij gebrek aan feitelijke grondslag. Het argument van het hof dat TGB niet slechts transacties uitvoerde maar [verweerder] ook heeft geadviseerd, reageert op de stelling van TGB en KBL dat er alleen een execution only relatie bestond. Hierin ligt geen oordeel besloten, anders dan het subonderdeel veronderstelt, dat in een adviesrelatie de kennis, ervaring etc. van de cliënt irrelevant zijn.

4.17. *Subonderdeel 1.4* neemt als uitgangspunt dat het hof in rov. 3.7 zou hebben geoordeeld dat over de volle linie sprake is van een adviesrelatie en daaruit gevolgtrekkingen heeft gemaakt voor de omvang van de zorgplicht. Deze klacht faalt bij gebrek aan feitelijke grondslag, omdat het hof een dergelijk oordeel niet heeft gegeven. Het hof verwierp de stelling van TGB en KBL dat er alleen een execution only relatie bestond door te overwegen dat TGB "tevens optrad als beleggingsadviseur, zodat op haar ook als adviseur een zorgplicht rustte om met zijn gerechtvaardigde belangen rekening te houden".

4.18. *Subonderdeel 1.5* klaagt *ten eerste* dat voor zover het hof meent de in 4.13.1 bedoelde stellingen van TGB en KBL niet te hoeven beoordelen in het kader van de door het hof in rov. 3.8 en 3.11 aangenomen margin- en sluitverplichtingen, het hof heeft miskend dat bijzondere omstandigheden zoals door TGB

en KBL ingeroepen kunnen afdoen aan de margin- en sluitverplichtingen en de aansprakelijkheid ter zake.

Deze klacht faalt m.i. bij gebrek aan feitelijke grondslag. Het hof is blijkens rov. 3.6 en 3.8 uitgegaan van het in 4.10.1 kort beschreven juridisch kader. Het hof heeft daarom niet miskend dat volgens dit kader bijzondere omstandigheden van invloed kunnen zijn op de aansprakelijkheid van de bank in het geval zij de cliënt niet aan de marginverplichtingen heeft gehouden, zoals volgt uit het door het hof genoemde arrest van de Hoge Raad van 11 juli 2003.¹⁷ Het hof heeft echter geoordeeld dat de door TGB en KBL aangevoerde omstandigheden niet afdoen aan de op TGB rustende verplichtingen (en overigens eventueel in het kader van art. 6:101 BW een rol kunnen spelen).

4.19.1. *Subonderdeel 1.5* klaagt *ten tweede* dat het hof miskent dat de door TGB en KBL gestelde overeenstemming met [verweerder] over de wijze van uitvoering van hun overeenkomst kan afdoen aan de wettelijke margin- en sluitverplichtingen, ook als het gaat om de door het hof aangenomen feitelijke bevoorschotting. Het subonderdeel betoogt dat deze klachten ook het oordeel in de laatste twee volzinnen van rov. 3.5 raken.

4.19.2. Deze klacht veronderstelt dat partijen contractueel kunnen afdoen aan wettelijke margin- en sluitverplichtingen. Daarover wordt verschillend gedacht.¹⁸ Dit punt behoeft thans geen behandeling. De klacht faalt namelijk om de volgende reden.

In de vindplaatsen waarnaar de klacht verwijst, heeft TGB, kort gezegd, betoogt (i) dat ook de transacties in derivaten onder de wharhouconstructie vielen (wat het hof in rov. 3.5, slotzin, in het midden laat) en (ii) dat de wharhouconstructie het bestaan van een kredietrelatie meebrengt waarmee aan de marginverplichting werd voldaan (wat het hof in rov. 3.9 verwerpt). In het licht van deze stellingen was het hof niet gehouden te onderzoeken of de door TGB en KBL gestelde overeenstemming met [verweerder] over de wijze van uitvoering van hun overeenkomst kan afdoen aan de wettelijke margin- en sluitverplichtingen, ook als het gaat om de door het hof aangenomen feitelijke bevoorschotting, zoals subonderdeel 1.5 aanvoert.

Overigens volgt uit rov. 3.8 en 3.11 dat het hof de stelling heeft verworpen dat, uitgaande van feitelijke bevoorschotting, de door TGB en KBL gestelde overeenstemming met [verweerder] over de wijze van uitvoering van hun overeenkomst kan afdoen aan de wettelijke margin- en sluitverplichtingen. Het hof heeft in rov. 3.8 overwogen dat TGB is uitgegaan van een model waarbij [verweerder] handelde op basis van feitelijke bevoorschotting met een SPAN faciliteit, dat [verweerder] gemotiveerd heeft betwist dat de door TGB gevolgde handelswijze conform de geldende marginverplichtingen was, en dat TGB haar stelling dat de door haar gehanteerde handelswijze in overeenstemming was met de op haar rustende marginverplichtingen niet, althans onvoldoende en tegenstrijdig heeft onderbouwd. In rov. 3.11 heeft het hof overwogen dat een beleggingsonderneming weliswaar onder bepaalde omstandigheden rekening mag houden met toezeggingen door de belegger tot het stellen van aanvullende zekerheden maar

dat van dergelijke toezeggingen in deze zaak niet is gebleken, dat onvoldoende is dat [verweerder] de verlangde zekerheden had kunnen verstrekken vanwege zijn omvangrijke vermogenspositie, en dat [verweerder] gemotiveerd weersproken heeft dat hij bereid zou zijn geweest zekerheden te stellen tot de omvang van de opgelopen dekkingstekorten.

4.20. De *subonderdelen 1.6 t/m 1.8* klagen over de hieronder geursiveerde passages in rov. 3.8, waarin het hof toelicht waarom TGB niet aan haar margin- en sluitverplichting heeft voldaan:

“Dat TGB aan voormelde verplichtingen heeft voldaan is niet gebleken. Zij is bij de wijze waarop werd gehandeld uitgegaan van een model waarbij [verweerder] handelde op basis van feitelijke bevoorschotting, met een SPAN faciliteit (i.e. Standardised Portfolio Analysis of Risk) van € 500.000 en een ‘flow’ van € 10.000.000. [verweerder] heeft gemotiveerd betwist dat de door TGB gevolgde handelswijze met een SPAN faciliteit en een flow in overeenstemming was met de geldende marginverplichtingen (o.a. mvg randnr. 91 e.v.), waarop TGB haar stelling dat de door haar gehanteerde handelswijze in overeenstemming was met de op haar rustende marginverplichtingen niet, althans onvoldoende, heeft onderbouwd. Bovendien is de stelling van TGB dat zij door middel van een SPAN faciliteit en een flow zou hebben voldaan aan de geldende marginverplichtingen, tegenstrijdig met van haarzelf afkomstige mededelingen aan [verweerder] dat tegenover de derivatenposities voldoende cash moest staan om te voldoen aan de marginverplichtingen (productie 8 bij dagvaarding). Dat aan de door TGB gehanteerde methode een sluitende en juiste methode ten grondslag lag waarop margin werd berekend bij het aangaan van zijn posities en gedurende de looptijd van de posities (rekening houdend met de door [verweerder] bij TGB gehouden middelen die tot zekerheid konden en mochten dienen) is derhalve niet gebleken, noch is overigens gebleken dat zij überhaupt margin doorlopend berekende en handhaafde. Er is voorts evenmin gebleken van enig aan [verweerder] verstrekt marginoverzicht in de periode 31 december 2007 – 20 juni 2008 waarin de grote tekorten waarover partijen twisten zijn ontstaan, noch is gebleken van enige waarschuwing dat de tekorten aan het oplopen waren of dat er sprake zou zijn van onderdekking of onvoldoende saldi tot aan de margin call van 13 augustus 2008. Ook de overzichten die [verweerder] tot 31 december 2007 wel ontvangen heeft gaven geen, althans volstrekt onvoldoende, inzicht in de risico’s verbonden aan de posities en de daarbij gestelde zekerheden. Exemplarisch is dat [betrokkene 1] verklaard heeft in de dagelijkse overzichten die [verweerder] gestuurd werden geen informatie stond over de werkelijke waarde van zijn portefeuille en hij daaruit evenmin de initial margin en de variation margin kon afleiden (zie randnr. 221 e.v. mvg). Via UBS had TGB weliswaar de beschikking over de gegevens nodig voor het berekenen van de margin, zoals TGB nog stelt, echter [verweerder] heeft aangegeven dat TGB van die gegevens geen gebruik heeft gemaakt, hetgeen TGB niet heeft weersproken. Voor zover TGB in verband met de op haar rustende marginverplichtingen nog zou refereren aan zekerheden gesteld in de vorm van borgstellingen (zonder duidelijk maximum en met looptijden tot maar liefst 2049), heeft zij de stelling van [verweerder] niet betwist dat deze

borgstellingen door hem niet ondertekend zijn, dat zij voor hem onbekend waren en dat zij kennelijk alleen intern bij TGB gebruikt zijn om de interne controlesystemen te omzeilen. Daaraan gaat het hof dus ook voorbij.”

4.21. *Subonderdeel 1.6* betreft de overweging dat TGB haar stelling dat de door haar gehanteerde handelwijze in overeenstemming was met de op haar rustende marginverplichtingen niet, althans onvoldoende, heeft onderbouwd. De klacht bouwt voort op de klachten van subonderdeel 1.5 en faalt in het voetspoor van die klachten.

4.22.1. *Subonderdeel 1.7* klaagt over de onbegrijpelijkheid van de overweging dat de stelling van TGB tegenstrijdig is met haar mededelingen aan [verweerder]. Het hof heeft niet de essentiële stellingen van TGB en KBL behandeld die inhouden dat met de strekking dat het bedoelde standaardzinnetje per abuis in e-mails is blijven staan en dat daaraan gelet op de afspraken tussen TGB en [verweerder] en de overige uitlatingen en handelingen van [verweerder] en TGB in dit kader dus geen betekenis toe kan komen. Voor zover het hof een andere betekenis aan deze stellingen heeft toegekend, is deze uitleg volgens het subonderdeel onbegrijpelijk.

4.22.2. Deze klachten kunnen niet tot cassatie leiden, reeds omdat het hof zijn oordeel in rov. 3.8 meervoudig heeft gemotiveerd en de klachten van dit subonderdeel zich slechts richten tegen een overweging ten overvloede. TGB en KBL hebben dus geen belang bij de betrokken klachten.

4.23.1. Volgens *subonderdeel 1.8* miskent het oordeel dat de overzichten die [verweerder] heeft ontvangen onvoldoende inzicht geven in de risico's, dat TGB zich erop heeft beroepen dat [verweerder] bekend was met en, mede gelet op zijn ervaring, inzicht had in de door hem gelopen risico's door de aan hem verstrekte informatie en zijn eigen administratie. In dit licht kan het oordeel van het hof niet (zonder meer) bijdragen aan de door het hof aangenomen zorgplichtschendingen, aldus de klacht.

4.23.2. Deze klacht faalt, omdat het hof deze stellingen heeft verworpen. TGB heeft (samenvattend) gesteld dat [verweerder] (i) dagelijks een bevestiging kreeg van de door hem verrichte transacties waarop de kenmerken van de transacties stonden en (ii) aan het einde van een warehouseperiode een afrekening ontving van die periode inclusief een opgave van de marginverplichting.¹⁹ [verweerder] heeft gesteld dat dit laatste de initiële margin betrof en dat er geen variation margin werd berekend.²⁰ Het hof motiveert in rov. 3.8 waarom de dagelijkse overzichten, waarover subonderdeel 1.8 klaagt, niet het vereiste inzicht boden in de risico's verbonden aan de posities en de daarbij gestelde zekerheden, waarmee het hof doelt op de marginverplichting. Het middel bestrijdt verder niet het oordeel in rov. 3.8, dat niet is gebleken van enig aan [verweerder] verstrekt marginoverzicht in de periode 31 december 2007 – 20 juni 2008 waarin de grote tekorten waarover partijen twisten zijn ontstaan.

4.24.1. *Subonderdeel 1.9* klaagt dat het hof met zijn oordeel in rov. 3.11, dat TGB [verweerder] had moeten waarschuwen, miskent dat de civiele zorgplicht in beginsel niet,

zonder meer, verder strekt dan het maximaal geharmoniseerd MiFID-regime met zich brengt. Het oordeel van het hof is rechtens onjuist nu de door het hof aangenomen waarschuwingsplicht niet terug te voeren is op de implementatie van de Wft van MiFID.

4.24.2. Volgens de rechtspraak van de Hoge Raad kan de privaatrechtelijke zorgplicht (niet alleen invloed ondergaan van, maar ook) verder reiken dan de gedragsregels die in publiekrechtelijke regelgeving of in zelfregulering zijn neergelegd.²¹ In de literatuur bestaat discussie of dit laatste ook geldt ten aanzien van de op de MiFID²² gebaseerde toezichtregelgeving, zoals die vanaf 1 november 2007 is omgezet in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) en het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: Bgfo).²³

4.24.3. *Subonderdeel 1.9* faalt om de volgende redenen. In de eerste plaats ziet het oordeel van het hof ook op een periode waarin het MiFID regime nog niet gold. Het hof overweegt in rov. 3.11 (en rov. 3.10) dat TGB [verweerder], ook als zijn beleggingsadviseur, niet heeft gewaarschuwd voor de aan de warehouseconstructie en derivatenhandel op basis van bevoorschotting verbonden grote risico's.²⁴ De relatie tussen TGB en [verweerder] begint in 2003 (rov. 2.4), de warehouseconstructie stamt uit 2004 (rov. 2.5) en de derivatenhandel op basis van bevoorschotting vond (in ieder geval) vanaf dit laatste moment plaats (zie rov. 3.5). In de tweede plaats betoogt de klacht, zoals toegelicht, weliswaar waarom volgens TGB en KBL de maximumharmonisatie van MiFID in de weg zou staan aan verdergaande civielrechtelijke zorgplichten,²⁵ maar maakt de klacht niet duidelijk waarom de aangevallen overweging verder gaat dan wat MiFID in het onderhavige geval toelaat.²⁶

4.25. Voor zover *subonderdeel 1.10* voortbouwt op subonderdeel 1.8, dient het daarom te falen. Voor zover het klaagt, samengevat, dat het hof zijn oordelen over de waarschuwingsplichten in het aan rov. 3.11 voorafgaande overwegingenoordeel onvoldoende heeft gemotiveerd gezien de in 4.14.1 bedoelde stelling van TGB en KBL, kan worden volstaan met een verwijzing naar de bespreking van subonderdeel 1.1.

De louter voortbouwende klacht van *subonderdeel 1.11* kan eveneens niet slagen.

Onderdeel 2 (relativiteit)

4.26. *Onderdeel 2* klaagt in zes subonderdelen over rov. 3.8 en 3.11.

4.27.1. De *subonderdelen 2.1 t/m 2.4, eerste klacht*, stellen aan de orde dat het hof in rov. 3.8, derde volzin, overweegt dat de beleggingsonderneming aansprakelijk is als zij, samengevat, de margin- en sluitverplichting niet handhaaft, zonder dat het hof echter ingaat op het op het verweer van TGB en KBL dat [verweerder] zich beroept op toezichtrechtelijke beschermingsregels terwijl aan hem als ervaren belegger, die TGB met valse stukken onjuiste informatie heeft verschafte, die

bescherming niet toekomt. Dat is onjuist als het hof meent dat het relativiteitsvereiste niet in de weg kan staan aan aansprakelijkheid voor een zorgplichtschending die bestaat uit het schenden van toezichtrechtelijke regels (*subonderdeel 2.1*) of meent dat TGB en KBL onvoldoende hebben gesteld (*subonderdeel 2.2*), althans onvoldoende gemotiveerd (*subonderdeel 2.3*). Deze subonderdelen raken ook andere door het hof vastgestelde zorgplichtschendingen (*subonderdeel 2.4, eerste klacht*). Deze klachten kunnen gezamenlijk besproken worden.

4.27.2. Subonderdeel 2.1 verwijst naar de nrs. 54 en 85 van de conclusie van antwoord van TGB als vindplaatsen van het volgens deze subonderdelen gevoerde relativiteitsverweer. In deze passages is naar mijn mening geen relativiteitsverweer te lezen en heeft het hof dat, begrijpelijkerwijs, ook niet gedaan.²⁷ Voor zover in deze passages wordt betoogd dat de aangevoerde feiten “kunnen (..) worden betrokken in de aansprakelijkheidsvraag”, heeft het hof dit kennelijk en niet onbegrijpelijk behandeld in rov. 3.7 in het kader van de in 4.13.1 bedoelde stelling over de deskundigheid, ervaring, vermogen, risicobereidheid en risicokennis van [verweerder].²⁸ De genoemde subonderdelen falen derhalve bij gebrek aan feitelijke grondslag.

4.28.1. Volgens *subonderdeel 2.4, tweede klacht*, is onjuist het oordeel in rov. 3.11, tweede volzin, dat zich met de geleden verliezen een risico heeft geopenbaard dat de zorgplicht tracht te voorkomen, voor zover het hof aldus heeft miskend dat de bijzondere zorgplicht niet strekt tot voorkoming van verliezen als zodanig.

4.28.2. De klacht berust op een onjuiste lezing van de bestreden overweging en faalt daarom bij gebrek aan feitelijke grondslag. Deze overweging is overeenkomstig (i) de door de Hoge Raad in vaste rechtspraak aangenomen strekking van de bijzondere zorgplicht, namelijk het beschermen van de particuliere cliënt tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht, en (ii) het oordeel in HR 4 december 2009²⁹ dat de marginverplichting ertoe strekt de cliënt te beschermen tegen relatief te grote financiële risico's maar niet tegen ieder (koers)verlies dat hij op een transactie leidt.

4.29.1. *Subonderdeel 2.5* klaagt dat het hof art. 24 Rv heeft geschonden en/of de devolutieve werking van het hoger beroep heeft miskend door niet in te gaan op het betoog van TGB en KBL dat geen sprake is van een tekortkoming, althans dat eventuele tekortkomingen niet aan TGB kunnen worden toegerekend.³⁰

4.29.2. Het hier bedoelde in feitelijke instanties gevoerde betoog komt erop neer dat de door [verweerder] aan TGB verstrekte informatie over Nikra Ltd. S.A., waaruit zou blijken dat [verweerder] zeer vermogend is, vervalst is, en dat als [verweerder] aan TGB correcte informatie zou hebben verstrekt, TGB de warehouse-faciliteit niet zou hebben aangeboden. Het handelen van [verweerder] ontnemt de toerekenbaarheid aan de tekortkoming van TGB.

4.29.3. De klacht mist naar mijn mening feitelijke grondslag en dient daarom te falen. Bij de beoordeling van de vraag of TGB

de op haar rustende zorgplicht heeft geschonden, heeft het hof geoordeeld dat TGB in ieder geval niet zonder nader onderzoek had mogen vertrouwen op de balansstaat van Nikra Ltd. S.A. (rov. 3.9, negende volzin). In rov. 3.10 heeft het hof voorts overwogen dat door de warehouseconstructie, de derivatenposities en de feitelijke bevoorschotting van posities door TGB (zonder inzichtelijke en gefixeerde limiet) sprake was van een dubbele hefboomwerking in de portefeuille van [verweerder] zonder dat TGB zich daarbij afdoende heeft verdiept in de kredietwaardigheid van [verweerder], terwijl niet gebleken is dat er voldoende zicht was bij TGB op de risico's die [verweerder] liep, laat staan dat TGB actief en op juiste wijze de op haar rustende marginverplichtingen nakwam. Hieruit blijkt m.i. dat het hof het desbetreffende verweer van TGB wel heeft behandeld, maar heeft verworpen. TGB had meer onderzoek moeten doen naar de vermogenspositie van [verweerder].

4.30.1. Volgens *subonderdeel 2.6* is het oordeel in rov. 3.11 dat de verliezen voor [verweerder] niet zichtbaar waren, onbegrijpelijk is in het licht van (i) de door het hof niet (kenbaar) bij zijn oordeel betrokken stelling van TGB en KBL dat [verweerder] door aan hem door TGB verstrekte informatie en zelf gevoerde administratie steeds op de hoogte was van zijn posities en deze nauwlettend volgde en (ii) het betoog van TGB en KBL dat sprake was van een krediet en een begrenzing van [verweerder] verliesruimte tot € 10.000.000.

Het oordeel van het hof is bovendien (iii) niet te rijmen met zijn eerdere oordeel dat [verweerder] zijn verlies per transactie niet verder liet oplopen dan tot € 17.000, omdat hieruit volgt dat [verweerder] goed op de hoogte was van eventuele verliezen.

4.30.2. Deze klachten gaan m.i. niet op, omdat het hof deze stellingen wel in zijn beoordeling heeft betrokken.

(i) In rov. 3.8 heeft het hof oordelen gegeven over de informatieverschaffing aan [verweerder] (zie daarover 4.16.4 naar aanleiding van subonderdeel 1.8) en in rov. 3.10 oordeelt het hof dat zowel [verweerder] als TGB in ieder geval tot het moment waarop de margin call kwam, in het duister tastten omtrent de risico's van de posities en de omvang daarvan in de portefeuille van [verweerder]. Tegen deze achtergrond moet het oordeel in rov. 3.11 dat de verliezen voor [verweerder] niet zichtbaar waren, worden gelezen.

(ii) In rov. 3.9 heeft het hof overwogen dat niet is gebleken van een tussen partijen overeengekomen krediet, en dat sprake is geweest van feitelijke bevoorschotting door TGB van de posities van [verweerder], terwijl onduidelijk was hoe de SPAN-faciliteit en de feitelijke bevoorschotting zich verhielden met [verweerder] posities, de daaruit voortvloeiende verplichtingen, in hoeverre voldoende zekerheid aanwezig was, en of en, zo ja, tot welk bedrag het risico van [verweerder] gelimiteerd was.

(iii) Dat [verweerder] heeft aangevoerd dat hij gemiddeld genomen zijn verlies niet hoger liet oplopen dan tot ongeveer € 17.000 per transactie³¹ (rov. 3.11) is, anders dan het subonderdeel stelt, niet tegenstrijdig met het oordeel dat de verliezen voor [verweerder] niet zichtbaar waren. Een beleid om een verlies niet hoger te laten oplopen dan tot een bepaald

bedrag veronderstelt dat er inzicht is in de situatie. Het hof heeft echter geoordeeld dat [verweerder] en TGB in ieder geval tot het moment waarop de margin call kwam in het duister tastten omtrent de risico's van de posities en de omvang daarvan in de portefeuille van [verweerder].

Onderdeel 3 (kredietovereenkomst?)

4.31. Onderdeel 3 bevat acht subonderdelen en klaagt over rov. 3.9, waarin het hof oordeelt dat geen sprake is van een kredietovereenkomst:

“3.9. TGB stelt nog dat er geen sprake was van margintekorten omdat de posities (waaronder de derivatenposities) gedekt waren met een krediet (ter hoogte van de SPAN faciliteit). (...) Juist is dat kredietruimte in beginsel kan dienen om te voldoen aan marginverplichtingen. Echter, allereerst is niet gebleken dat partijen schriftelijk een krediet zijn overeengekomen, hetgeen ten opzichte van [verweerder] (als niet professionele belegger) wel was voorgeschreven (destijds artikel 27 NRge en vanaf 2007 artikel 168 BGfo). Evenmin is gebleken van een (schriftelijke) vastlegging van de voorwaarden waaronder dat krediet zou zijn verstrekt (zoals de hoogte van de rente, looptijd, zekerheden en een vaststaande limiet). Bovendien was TGB in geval van kredietverstrekking of (effecten)bevoorschotting verplicht de kredietwaardigheid van [verweerder] – niet zijnde een professionele partij – te toetsen en hem te behoeden voor overkreditering gelet op het bepaalde in artikel [lees:] 4:34 Wft jo 113 BGfo zoals geldend ten tijde van de tekorten waarover partijen twisten. Dat TGB een dergelijke toets heeft verricht is niet gebleken. Zij mocht in ieder geval niet zonder nader onderzoek enkel vertrouwen op een balanstotaal van de vennootschap (Nikra Ltd. S.A.) waarvan [verweerder] aandeelhouder zou zijn, zoals TGB nog stelt. Het vastleggen van een gefixeerde en duidelijke kredietlimiet en de voorwaarden ervan, alsmede een deugdelijke kredietwaardigheidstest waren van doorslaggevend belang in het geval van [verweerder], omdat de verplichtingen uit derivatenposities grotendeels gedekt werden door feitelijke bevoorschotting. TGB heeft echter op geen enkele wijze inzichtelijk kunnen maken hoe de hoogte van de feitelijke bevoorschotting werd berekend en wat het maximum was. Zij stelt zich expliciet op het standpunt dat de SPAN faciliteit (van € 500.000) de kredietlimiet was (mva randnr 63). Dat standpunt valt echter niet te rijmen met de verklaringen van medewerkers van TGB zelf dat de kredietlimiet in feite de flow van € 10.000.000 betrof (zie productie 55 bij dagvaarding, p. 156 en productie 8 bij CvA waarin de adviseur van [verweerder] aangeeft dat er sprake is van een ‘credit facility’ van ongeveer € 10.000.000). Bovendien valt dat standpunt niet te rijmen met de stelling van TGB dat de destijds gegeven margin call (waarbij de tekorten tot € 3.700.000 miljoen waren opgelopen), onterecht was. Immers, TGB stelt zich op het standpunt dat het krediet gelimiteerd was tot € 500.000. Als dat standpunt juist zou zijn, was de margin call terecht, zij het voor een lager bedrag (er was dan in de visie van TGB een tekort van ongeveer € 3.200.000). De conclusie is dan ook da[t] niet is gebleken van een tussen partijen overeengekomen krediet, aangezien TGB over de belangrijkste voorwaarde daarvan (de absolute limiet, die volgens haarzelf overeengekomen is tussen partijen) al tegenstrijdige standpunten inneemt, zodat op geen

enkele wijze gebleken is dat partijen over tenminste deze voorwaarde wilsovereenstemming zouden hebben bereikt.

Gelet op het voorgaande is derhalve sprake geweest van feitelijke bevoorschotting door TGB van posities ingenomen voor rekening en risico van [verweerder], zonder dat op enige wijze duidelijk was hoe de SPAN faciliteit en de flow (de feitelijke bevoorschotting) zich verhiielden met de voor rekening en risico van [verweerder] aangegane posities, de daaruit voortvloeiende verplichtingen en in hoeverre voldoende zekerheid aanwezig was, noch of, en zo ja tot welk bedrag, bij gebreke aan een overeengekomen (krediet)limiet, het risico was van [verweerder] gelimiteerd was.”

4.32.1. De *subonderdelen 3.1, 3.5 en 3.6* klagen, samengevat, dat onjuist is dat het hof voor de vraag of sprake is van een kredietovereenkomst betekenis toekent aan het ontbreken van (i) een limiet, omdat dit geen totstandkomingsvoorwaarde is (*subonderdeel 3.1*), (ii) een schriftelijke overeenkomst, omdat geen vormvereiste geldt (*subonderdeel 3.5*) en (iii) een kredietwaardigheidstoets, omdat die toets niet nodig is voor de totstandkoming van een geldige kredietovereenkomst (*subonderdeel 3.6*). Deze klachten kunnen gezamenlijk behandeld worden.

4.32.2. De subonderdelen 3.1, 3.5 en 3.6 falen, omdat zij berusten op een onjuiste lezing van de bestreden overwegingen. Het hof heeft betekenis toegekend aan de in deze subonderdelen genoemde omstandigheden (niet omdat het daarbij zou gaan om totstandkomingsvereisten voor een geldige kredietovereenkomst, maar) omdat in dit geval daaraan door TGB aandacht zou zijn besteed als TGB en [verweerder] de bedoelde kredietovereenkomst hadden gesloten. TGB zou daaraan aandacht hebben besteed, omdat toezichtrechtelijk schriftelijke vastlegging en een kredietwaardigheidstoets verplicht waren en omdat het vastleggen van onder meer een gefixeerde en deugdelijke kredietlimiet van doorslaggevend belang was in het geval van [verweerder] nu de verplichtingen uit derivatenposities grotendeels gedekt werden door feitelijke bevoorschotting.

4.32.3. *Subonderdeel 3.1* klaagt voorts dat het hof miskent dat de vraag of een overeenkomst tot stand is gekomen en wat deze inhoudt, beantwoord moet worden aan de hand van de Haviltex-maatstaf en dat de wijze van uitvoering van de overeenkomst relevant is voor de uitleg ervan. Deze klacht faalt naar mijn mening in het verlengde van de zojuist besproken klachten.

4.33.1. Volgens *subonderdeel 3.2* is het oordeel dat sprake is van tegenstrijdige standpunten onbegrijpelijk, althans geeft dat oordeel blijk van een onbegrijpelijke uitleg van de stellingen van TGB en KBL.

4.33.2. Ik stel voorop dat de lezing van de processtukken is voorbehouden aan het hof als feitenrechter. De uitleg die het hof aan stellingen heeft gegeven moet echter niet onbegrijpelijk zijn. TGB heeft aangevoerd dat de SPAN-limiet de grondslag vormde voor de berekening van de hoogte van het kredietlimiet³² en dat de SPAN-limiet in feite een kredietlimiet is.³³ Het subonderdeel leest hierin geen tegenstelling, althans

betoogt dat uit het geheel van de stellingen niet anders kan worden geconcludeerd dan dat het standpunt van TGB en KBL in dit kader is dat de kredietlimiet is gebaseerd op de SPAN-faciliteit van € 500.000 en € 10 miljoen bedroeg. Dit is een denkbare lezing, maar dat is onvoldoende om de door het subonderdeel aangevallen overweging van het hof dat sprake is van tegenstrijdige standpunten, onbegrijpelijk te noemen. De klachten falen daarom.

4.33.3. Ook indien TGB slechts zou hebben gesteld dat de SPAN-faciliteit een kredietlimiet van € 10.000.000 inhield, houdt het oordeel van het hof dat geen sprake is van de door TGB gestelde kredietovereenkomst naar mijn mening stand in het licht van de overige door het hof in rov. 3.9 genoemde argumenten.

4.34.1. *Subonderdeel 3.3* klaagt dat het hof de volgende essentiële stellingen en argumenten van TGB en KBL niet heeft behandeld: (i) [verweerder] ging zelf ook uit van een krediet; (ii) er was wel degelijk sprake van een krediet, gelet op de tussen partijen geldende afspraken, de communicatie en de feitelijke werking van de warehouse; (iii) dit alles heeft ook naar zeggen van [verweerder] jarenlang naar tevredenheid en als krediet gefunctioneerd, zodat voor [verweerder] duidelijk was dat sprake was van een krediet; (iv) in overeenstemming hiermee was [verweerder] van mening dat de margin call ongegrond was; (v) het overeengekomen arrangement was hoe dan ook geldig.

4.34.2. De klacht verwijst onder meer naar uitlatingen van [verweerder] in een conversatie met TGB.³⁴ Daarin meent [verweerder] dat zijn “credit limit based on the span facility” tussen de 12 en 15 miljoen is, waarop van de zijde van TGB wordt gezegd dat deze ongeveer (“approx”) 10 miljoen euro is.

De klacht slaagt naar mijn mening niet. De stellingen van TGB dienen te worden gezien in het licht van het door het hof gemaakte onderscheid tussen (i) de feitelijke bevoorschotting met een SPAN faciliteit van € 500.000 en een “flow” van € 10.000.000 (zie rov. 3.5 en 3.8) en de (ii) de stelling dat daarin een kredietovereenkomst besloten ligt die dient om te voldoen aan marginverplichtingen. De verwerping van de in subonderdeel 3.3 genoemde stellingen ligt besloten in rov. 3.9.

Bedacht zij dat men de feitelijke bevoorschotting met een SPAN faciliteit in economische zin “krediet” kan noemen, omdat [verweerder] binnen een bepaalde bandbreedte kon handelen en alleen het saldo diende af te rekenen. Maar daarvan is te onderscheiden de vraag of hierin de door het hof bedoelde kredietovereenkomst besloten ligt. Is er een krediet met duidelijke voorwaarden (zoals hoogte van de rente, looptijd, zekerheden en een vaststaande limiet) dat kan dienen om te voldoen aan de marginverplichtingen? Die vraag heeft het hof ontkennend beantwoord.

4.35.1. Volgens de op subonderdeel 3.3 voortbouwende klacht van *subonderdeel 3.4* is ook onbegrijpelijk het oordeel in rov. 3.9 dat TGB op geen enkele wijze inzichtelijk heeft weten te maken hoe de hoogte van de feitelijke bevoorschotting werd berekend en wat het maximum was.

4.35.2. De klacht van subonderdeel 3.3 ziet alleen op het maximum en is hiervoor besproken. Dat TGB op geen enkele wijze inzichtelijk heeft weten te maken hoe de hoogte van de feitelijke bevoorschotting werd berekend, volgt reeds uit rov. 3.8. Daarin oordeelt het hof dat niet is gebleken dat aan de door TGB gehanteerde methode een sluitende en juiste methode ten grondslag lag waarop de margin werd berekend bij het aangaan van [verweerder] posities en gedurende de looptijd van de posities (rekening houdend met de door [verweerder] bij TGB gehouden middelen die tot zekerheid konden en mochten dienen).

4.36. *Subonderdeel 3.7* bevat een op de voorgaande falende subonderdelen voortbouwende klacht die geen bespreking behoeft.

4.37.1. *Subonderdeel 3.8* klaagt ten slotte dat het hof in strijd met art. 24 Rv ten onrechte niet is ingegaan op het betoog van TGB dat, als al geen sprake is van een krediet, in ieder geval sprake was van een sui generis-afspraken dat [verweerder] geen margin hoefde aan te houden.³⁵

4.37.2. De klacht faalt omdat zij berust op een onjuiste lezing van het arrest. Op TGB rustten als zodanig verplichtingen in verband met de margin (rov. 3.5 en 3.8) en [verweerder] heeft gemotiveerd betwist dat de door TGB gevolgde handelwijze met een SPAN faciliteit en een flow in overeenstemming was met de geldende marginverplichtingen (o.a. mvg randnr. 91 e.v.), waarop TGB haar stelling dat de door haar gehanteerde handelwijze in overeenstemming was met de op haar rustende marginverplichtingen niet, althans onvoldoende, heeft onderbouwd (rov. 3.8). Hierin ligt een verwerping besloten van het subsidiaire standpunt van TGB.

Onderdeel 4 (kredietwaardigheidstoets)

4.38.1. Volgens *subonderdeel 4.1* is het oordeel in rov. 3.9, dat TGB niet zonder nader onderzoek mocht vertrouwen op het balanstotaal van Nikra, onvoldoende (begrijpelijk) gemotiveerd in het licht van de niet (kenbaar) door het hof bij de beoordeling betrokken essentiële stellingen van TGB en KBL dat [verweerder] daarbij een (naar achteraf blijkt gefalsificeerde) accountantsverklaring heeft overgelegd (mede gelet op art. 80c lid 3 Bgfo).³⁶

4.38.2. Deze klacht faalt naar mijn mening omdat zij berust op een onjuiste lezing van het arrest. Het oordeel moet aldus worden begrepen dat TGB in verband met de vereiste kredietwaardigheidstoets nader onderzoek had moeten doen naar de kredietwaardigheid van [verweerder] en daartoe niet enkel mocht vertrouwen op het balanstotaal van Nikra. Anders dan de klacht nog veronderstelt, heeft het hof niet geoordeeld dat een accountantsverklaring niet relevant is voor het antwoord op de vraag of vertrouwd mag worden op een balanstotaal.

4.39. Het voorgaande geldt ook voor *subonderdeel 4.2*, dat opnieuw wijst naar de gestelde valsheid in geschrifte en in zoverre de klacht van subonderdeel 4.1 herhaalt, maar nu is gericht tegen het hof oordeel in rov. 3.10 dat TGB zich onvoldoende heeft verdiept in de kredietwaardigheid van [verweerder]. De conclusie in rov. 3.10 is gebaseerd op het

oordeel in rov. 3.9. Subonderdeel 4.2 faalt daarom om de eerder aangegeven redenen.

Onderdeel 5 (grondslag aansprakelijkheid)

4.40. Volgens dit onderdeel heeft het hof in rov. 3.8 onvoldoende duidelijkheid gegeven over de grondslag van de aansprakelijkheid. Volgens *subonderdeel 5.1* stelt het hof in rov. 3.8 ten onrechte niet (voldoende) concreet vast in hoeverre TGB is tekortgeschoten met betrekking tot de waarschuwingen en de sluitverplichting. Voor een verwijzing naar de schadestaatprocedure moet de grondslag voor de aansprakelijkheid voldoende vaststaan, waarvoor nodig is dat is vastgesteld wanneer (en op dat moment: waarvoor) had moeten worden gewaarschuwd en wanneer aan de sluitverplichting had moeten zijn voldaan. *Subonderdeel 5.2* stelt dit punt in de vorm van een motiveringsklacht aan de orde.

4.41.1. Volgens vaste rechtspraak dient de hoofdprocedure ertoe om de grondslag van de verplichting tot schadevergoeding vast te stellen.³⁷ Het hof heeft dit niet miskend, maar voldoende duidelijk gemaakt waarop de aansprakelijkheid van TGB berust, zodat beide subonderdelen falen. Ik licht dit toe.

4.41.2. Het hof oordeelt in rov. 3.8 dat niet is gebleken dat TGB heeft voldaan aan haar verplichtingen om (i) bij onvoldoende saldi of margin een belegger daarvoor te waarschuwen en (ii) in het geval van onvoldoende margin zijn posities binnen vijf werkdagen te sluiten als onvoldoende (aanvullende) zekerheden worden gesteld.

Hieraan legt het hof in rov. 3.8 ten grondslag dat niet is gebleken (a) dat aan de door TGB gehanteerde methode een sluitende en juiste methode ten grondslag lag waarop margin werd berekend bij het aangaan van zijn posities en gedurende de looptijd van de posities, (b) dat TGB überhaupt margin doorlopend berekende en handhaafde en (c) van enig aan [verweerder] verstrekt marginoverzicht in de periode 31 december 2007 – 20 juni 2008 waarin de grote tekorten waarover partijen twisten zijn ontstaan. Het hof vat dit samen in rov. 3.10 met de overweging dat niet is gebleken dat TGB actief en op juiste wijze de op haar rustende marginverplichtingen nakwam.

Wat de waarschuwing betreft, oordeelt het hof in rov. 3.8 nader (d) dat niet is gebleken van enige waarschuwing dat de tekorten aan het oplopen waren of dat er sprake zou zijn van onderdekking of onvoldoende saldi tot aan de margin call van 13 augustus 2008, terwijl (e) ook de overzichten die [verweerder] tot 31 december 2007 ontvangen heeft geen, althans onvoldoende inzicht gaven in de risico's verbonden aan de posities en de daarbij gestelde zekerheden.

Wat de sluitplicht bij onvoldoende margin betreft, wijst het hof in rov. 3.11 op wat TGB wel had moeten doen, namelijk (f) zich onthouden van het aangaan van transacties waarvoor onvoldoende middelen aanwezig waren, (g) (aanvullende) zekerheden verlangen van [verweerder] toen er sprake was van onderdekking en (h) [verweerder] posities – indien die zekerheden waren uitgebleven – uiterlijk binnen vijf werkdagen sluiten.

4.41.3. Het hof heeft dus wel aangegeven wanneer TGB wat moest doen, met name: waarschuwen dat de tekorten aan het oplopen waren of dat er sprake zou zijn van onderdekking of onvoldoende saldi, zich onthouden van het aangaan van transacties waarvoor onvoldoende middelen aanwezig waren, (aanvullende) zekerheden verlangen bij onderdekking en, indien die zekerheden uitbleven, binnen vijf werkdagen posities sluiten. TGB moest dit doen, telkens als de betreffende situatie zich voordeed.

Het hof specificceert niet op welke data de betreffende situaties zich voordeden. Het subonderdeel verwijst niet naar stellingen in de processtukken waaruit volgt dat het hof dergelijke concrete data had kunnen noemen. Dat ligt ook niet voor de hand gezien de aard van de door het hof aan TGB gemaakte verwijten, die erop neerkomen dat TGB (in ieder geval tot het moment van de margin call) in het duister tastte omtrent de risico's van de posities en de omvang daarvan in de portefeuille van [verweerder] (rov. 3.10).

Daarmee staat de grondslag van de aansprakelijkheid in voldoende mate vast en kan in de schadestaatprocedure, afhankelijk van het daarin te voeren debat, zo nodig nader worden ingegaan op de vraag op welke momenten de door het hof bedoelde situaties zich voordeden.³⁸

Onderdeel 6 (causaliteit)

4.42. Dit onderdeel richt drie subonderdelen tegen het causaliteitsoordeel in rov. 3.11 en 3.17. In rov. 3.11 overweegt het hof in de eerste plaats dat er causaal verband is tussen de zorgplichtschending en de schade (restschuld) en voorts dat [verweerder], indien dat hem zou zijn gevraagd, geen aanvullende zekerheden zou hebben gesteld:

“Weliswaar mag een beleggingsonderneming onder bepaalde omstandigheden rekening houden met toezeggingen door de belegger tot het stellen van aanvullende zekerheden, echter van een dergelijke toezegging is in onderhavige zaak niet gebleken. Het enkele feit dat [verweerder] de verlangde zekerheden had kunnen verstrekken vanwege zijn (omvangrijke) vermogenspositie is niet voldoende. Dat [verweerder] bereid zou zijn geweest zekerheden te stellen tot de omvang van de opgelopen dekkingstekorten is gemotiveerd weersproken door hem. Hij heeft gemotiveerd en onderbouwd gesteld dat hij weliswaar veel transacties verrichtte, maar dat hij zijn verlies gemiddeld niet hoger op liet lopen dan tot ongeveer € 17.000 per transactie. Het enkele feit dat [verweerder] – toen de margin call eenmaal gedaan werd – daartegen protesteerde en wenste door te handelen, maakt dat niet anders. Immers, de bijzondere zorgplicht strekt er juist ook toe om de lichtzinnige en eigengereide particuliere belegger te beschermen in het geval van snel oplopende grote verliezen. Bovendien had TGB – zoals overwogen – [verweerder] in niet mis te verstane bewoordingen dienen te wijzen op de bijzonder risico volle beleggingswijze, waarvan niet is gebleken.”

4.43.1. Volgens *subonderdeel 6.1* is dit oordeel om vier redenen onvoldoende (begrijpelijk) gemotiveerd.

4.43.2. Hoewel het hof meer aan zijn causaliteitsoordeel ten grondslag heeft gelegd dan de door subonderdeel 6.1

bestreden overweging, dient de klacht wel besproken te worden.³⁹ Zou deze klacht slagen, dan is denkbaar dat een deel van de restschuld zou zijn ontstaan doordat [verweerder] zekerheden had gesteld zodat TGB, in zoverre zonder (verdere) zorgplichtschending, had mogen doorgaan met de uitvoering van de orders van [verweerder].

Ik meen dat de klacht faalt. (1) De stelling over verliesbeperking bij € 17.000 was, zoals het hof overwoog, onderbouwd.⁴⁰ (2 en 3) Het is niet onbegrijpelijk dat het hof in het licht van de strekking van de bijzondere zorgplicht onvoldoende acht het enkele feit dat [verweerder] protesteerde tegen de margin call en wenste door te handelen, omdat op dat moment TGB [verweerder] had moeten waarschuwen over de daaraan verbonden risico's en informeren over de noodzaak om (aanvullende) zekerheden te stellen. (4) Het hof is wel ingegaan op de stellingen van TGB dat [verweerder] niet anders zou hebben gehandeld dan hij heeft gedaan. Aan het slot van rov. 3.11 overweegt het hof immers dat enige door de rechtbank genoemde omstandigheden (weliswaar niet het causale verband doorbreken, maar) eventueel een rol kunnen spelen in het kader van art. 6:101 BW. Dit betreft de in rov. 5.6.3 van het vonnis genoemde omstandigheden die, kort gezegd, betrekking hebben op de kennis en ervaring, het vermogen en de omvang en "professionaliteit" van het handelen van [verweerder].

4.44.1. Volgens *subonderdeel 6.2*, samengevat, had het hof in rov. 3.11 (en rov. 3.17) het condicio sine qua non-verband tussen zorgplichtschending en de restschuld slechts kunnen vaststellen na onderzoek in hoeverre (en wanneer) sprake is geweest van transacties die zijn aangegaan die zouden zijn uitgebleven als de door het hof aangenomen zorgplichtschending achterwege was gebleven.

4.44.2. Het subonderdeel faalt, omdat het miskent dat causaal verband zowel van belang kan zijn voor het vaststellen van de aansprakelijkheid als voor het bestaan en de omvang van de schade.⁴¹ Zoals eerder opgemerkt (in 4.34.3), kan in de schadestaatprocedure zo nodig worden ingegaan op de door het subonderdeel bedoelde kwesties.

4.45. De klacht van *subonderdeel 6.3* komt erop neer dat het hof niet heeft gereageerd op stellingen van TGB die relevant kunnen zijn in het kader van de toerekening van de schade aan TGB op de voet van art. 6:98 BW. Zij faalt omdat dit in de schadestaatprocedure aan de orde kan komen.

Onderdeel 7 (beroep op exoneratie)

4.46. *Onderdeel 7* bestrijdt met drie subonderdelen het oordeel dat het beroep van TGB op de exoneratiebepaling(en) uit haar algemene voorwaarden naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is:

"3.16. (...). Voor zover TGB zich op de exoneratiebepaling(en) uit de door haar gehanteerde algemene voorwaarden beroept (artikel 13 van de voorwaarden uit 2007), gaat dat beroep reeds niet op omdat het gaat om schending van de bijzondere zorgplicht jegens [verweerder] die naar zijn aard tot strekking heeft hem te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht en die voortvloeit uit

hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen een bank en haar particuliere cliënten, meebrengen. Deze aard van de zorgplicht en de contractuele verhouding waarin partijen tot elkaar staan (adviesrelatie) in combinatie met de ernst van de verweten gedragingen zoals hiervoor vastgesteld door het hof, maakt een beroep op een exoneratie naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar."

4.47. *Subonderdeel 7.1* faalt bij gebrek aan feitelijke grondslag, omdat het uitgaat van een onjuiste lezing van rov. 3.16. Het gebruik van het woord "reeds" betekent niet dat het oordeel alleen berust op de omstandigheid dat de bijzondere zorgplicht is geschonden. Het hof baseert zijn oordeel op (i) de aard van de zorgplicht en (ii) de contractuele verhouding waarin partijen tot elkaar staan en (iii) met de ernst van de verweten gedragingen.

4.48.1. Volgens *subonderdeel 7.2* had het hof in concreto moeten vaststellen of en in hoeverre de door hem genoemde omstandigheden een rol spelen, dat wil zeggen: in hoeverre sprake is geweest van lichtvaardigheid of een gebrek aan inzicht en van een adviesrelatie terwijl het hof evenmin iets vaststelt over de ernst van de verweten gedragingen.

4.48.2. Deze klacht slaagt naar mijn mening niet. Uit rov. 3.16 blijkt met welke omstandigheden het hof rekening heeft gehouden. Over deze omstandigheden heeft het hof zijn oordeel gegeven in de daaraan voorafgaande rechtsoverwegingen. In rov. 3.6 heeft het hof overwogen dat de zorgplicht naar zijn aard de strekking heeft de particuliere cliënt te beschermen. In rov. 3.7 heeft het hof overwogen dat partijen mede in een adviesrelatie tot elkaar stonden, waarop nader is ingegaan in rov. 3.10 in verband met de zorgplicht⁴² en in rov. 3.14 in verband met de aankoop van aandelen Artium.⁴³ Uit met name rov. 3.8 en 3.10 blijkt de ernst van de door het hof geconstateerde zorgplichtschendingen. Tegen de achtergrond van een en ander is voldoende duidelijk dat het hof aan de betreffende omstandigheden doorslaggevende betekenis heeft toegekend bij zijn oordeel over de onaanvaardbaarheid van het beroep op de exoneratiebepaling.

4.49.1. *Subonderdeel 7.3* klaagt dat het hof ten onrechte en met miskenning van de devolutieve werking van het appel, niet de volgende stellingen van TGB en KBL bij zijn oordeel heeft betrokken.⁴⁴ (i) de vordering van [verweerder] betreft uitsluitend vermogensschade, (ii) de schade is het gevolg van de execution only-orders van [verweerder], (iii) [verweerder] heeft zelf een onjuiste indruk gewekt, zodat geen sprake is van opzet of bewuste roekeloosheid zijdens TGB, (iv) de vergoedingen die TGB heeft ontvangen staan niet in verhouding tot de schade, (v) TGB is niet verzekerd tegen aansprakelijkheid. Aldus heeft het hof miskend dat deze omstandigheden bij een oordeel over de aanvaardbaarheid van een beroep op een exoneratiebeding relevant zijn en meegewogen hadden moeten worden, omdat het betreffende oordeel afhangt van de omstandigheden van het geval, waarbij in het bijzonder relevant is hoe laakbaar het verzuim dat tot aansprakelijkheid zou moeten leiden is geweest, wat de gevolgen van dit verzuim zijn en in hoeverre de daardoor ontstane schade eventueel door verzekering is gedekt. In ieder

geval is het oordeel onvoldoende begrijpelijk gemotiveerd omdat het hof niet kenbaar op de ingeroepen omstandigheden is ingegaan en onduidelijk blijft of het hof deze in ogenschouw heeft genomen, althans welk gewicht het hof daaraan heeft toegekend.

4.49.2. Naar mijn mening slaagt deze klacht niet. Het hof heeft de genoemde omstandigheden voldoende verdisconteerd en behoefde zijn oordeel in het licht van de bedoelde stellingen van TGB niet nader te motiveren. Omstandigheid (i) is verdisconteerd, omdat in de aard van zorgplichtschendingen besloten ligt dat het gaat om zuivere vermogensschade. Omstandigheid (ii) heeft het hof verworpen, want er was ook een adviesrelatie (zie 4.48.2) en voorts leidde de warehouseconstructie zoals deze in de praktijk werd toegepast tot grote risico's waarin lange tijd geen inzicht bestond (rov. 3.10). Omstandigheid (iii) heeft het hof verworpen, omdat TGB meer onderzoek had moeten doen om de kredietwaardigheid van [verweerder] te bepalen (rov. 3.9) terwijl het hof voorts rekening heeft gehouden met de ernst van de geconstateerde zorgplichtschendingen (zie 4.48.2). Het hof behoefde niet nader in te gaan op omstandigheden (iv) en (v), omdat verder niet is toegelicht welke betekenis deze omstandigheden hebben voor de mogelijkheid voor TGB om de betreffende bedrijfsactiviteiten te kunnen (blijven) uitvoeren en de repercussies voor haar van een eventuele veroordeling tot schadevergoeding.

Onderdeel 8 (proceskostenveroordeling)

4.50. Met twee subonderdelen wordt de door het hof uitgesproken proceskostenveroordeling bestreden. Het (door het herstel arrest) verbeterde dictum luidt, voor zover thans van belang:

“vernietigt het vonnis waarvan beroep ten aanzien van geïntimeerden TGB en KBL behalve voor zover in reconventie geweest (...)

en opnieuw rechtdoende:

– verklaart voor recht dat TGB tekort is geschoten in de nakoming van haar verplichtingen jegens [verweerder];

– veroordeelt TGB en KBL hoofdelijk, met inachtneming van r.o. 3.19, tot vergoeding van de schade, nader op te maken bij staat;

– veroordeelt TGB en KBL in de kosten van het geding in beide instanties (...).”

4.51.1. Ingeval het hof heeft miskend dat de partij die in het ongelijk wordt gesteld in de proceskosten wordt veroordeeld, getuigt dit volgens *subonderdeel 8.1* van een onjuiste rechtsopvatting. Indien het hof van oordeel is dat TGB in zodanige mate in het ongelijk is gesteld dat dit haar volledige proceskostenveroordeling rechtvaardigt, is dit oordeel volgens *subonderdeel 8.2* onbegrijpelijk, omdat zonder motivering, die ontbreekt, niet valt in te zien dat TGB in weerwil van het in stand blijven van de toewijzing van haar reconventionele vordering van ruim € 4,5 miljoen plus rente, in zodanige mate in het ongelijk is gesteld dat dit haar volledige proceskostenveroordeling rechtvaardigt.

4.51.2. M.i. dienen deze klachten te falen. Het hof heeft voor recht verklaard dat TGB tekort is geschoten in de nakoming van haar verplichtingen jegens [verweerder] en TGB en KBL hoofdelijk veroordeeld tot vergoeding van de door [verweerder] geleden schade, nader op te maken bij staat. Uit het herstel arrest blijkt dat het hof de reconventionele vordering van TGB, tot betaling door [verweerder] van de restschuld in stand heeft willen laten. Uit rov. 3.17⁴⁵ en 3.19⁴⁶ van het eind arrest blijkt echter al dat in de schadestaatprocedure nog nader zal moeten worden bezien in hoeverre TGB uiteindelijk aanspraak zal kunnen maken op betaling door [verweerder] van een bedrag ter hoogte van de debetstand, waarop de reconventionele vordering van TGB is gebaseerd. Tegen deze achtergrond heeft het hof kennelijk gemeend dat TGB en KBL grotendeels in het ongelijk zijn gesteld en dat dit rechtvaardigt dat zij volledig in de proceskosten worden veroordeeld. Dit oordeel is niet onjuist en ook niet onbegrijpelijk

Slotsom

4.52. De slotsom is dat het principale beroep moet worden verworpen.

5. Bespreking van het incidentele cassatiemiddel

5.1. Het middel in het incidentele beroep bestaat uit vijf subonderdelen, waarvan de eerste drie geen klacht bevatten. Het middel vermeldt dat [verweerder] de in *subonderdeel 1.1* genoemde zorgplichtschendingen/tekortkomingen aan zijn vorderingen ten grondslag heeft gelegd en dat het hof de in de *subonderdelen 1.2 en 1.3* genoemde schendingen/tekortkomingen heeft vastgesteld. Indien het oordeel van het hof respectievelijk het dictum zo moet worden begrepen dat het hof heeft bedoeld om het beroep van [verweerder] op de niet door het hof geadresseerde punten te verwerpen dan is dat oordeel rechtens onjuist en/of onvoldoende gemotiveerd, omdat het hof dan niet heeft gerespondeerd op deze gemotiveerde stellingen van [verweerder], aldus de *subonderdelen 1.4 en 1.5*.

5.2. Het incidentele cassatieberoep is niet ingesteld onder een voorwaarde. Het incidentele middel legt wel een verband met onderdeel 5 van het principale middel,⁴⁷ maar naar mijn mening betekent verwerping van onderdeel 5 van het principale middel niet noodzakelijkerwijs dat het hof alle in subonderdeel 1.1 van het incidentele middel aangevoerde gronden aan zijn oordelen over de zorgplichtschendingen/tekortkomingen ten grondslag heeft gelegd. Ook met het oog op de door partijen nog te voeren discussie over de schade lijkt het nuttig om dat nader te bezien. Ik inventariseer daartoe welke zorgplichtschendingen/tekortkomingen het hof heeft vastgesteld en of daarbij alle in subonderdeel 1.1. bedoelde punten aan de orde zijn gekomen.

5.3.1. Zoals bleek bij de bespreking van onderdeel 5 van het principale middel (4.41.2-4.41.3), heeft het hof vastgesteld, kort gezegd:

(1) schending van de verplichting om bij onvoldoende saldi of margin een belegger daarvoor te waarschuwen (rov. 3.8);

(2) schending van de verplichting om in het geval van onvoldoende margin de posities binnen vijf werkdagen te sluiten als onvoldoende (aanvullende) zekerheden worden gesteld (rov. 3.8);

– onder (1) en (2) vallen, uitgesplitst, de verwijten:

(a) niet gebleken van gebruik van een sluitende en juiste methode waarop margin werd berekend;

(b) niet gebleken dat TGB überhaupt margin doorlopend berekende en handhaafde;

(c) niet gebleken van enig aan [verweerder] verstrekt marginoverzicht in de periode 31 december 2007 – 20 juni 2008,;

(d) niet gebleken van enige waarschuwing dat de tekorten aan het oplopen waren of dat er sprake zou zijn van onderdekking of onvoldoende saldi tot aan de margin call van 13 augustus 2008,;

(e) overzichten tot 31 december 2007 gaven geen/onvoldoende inzicht in de risico's verbonden aan de posities en de daarbij gestelde zekerheden;

(f) had zich moeten onthouden van het aangaan van transacties waarvoor onvoldoende middelen aanwezig waren;

(g) had (aanvullende) zekerheden moeten verlangen van [verweerder] toen er sprake was van onderdekking;

(h) had [verweerder] posities – indien die zekerheden waren uitgebleven, wat het geval zou zijn geweest (rov. 3.11) – uiterlijk binnen vijf werkdagen sluiten.

– samengevat: niet is gebleken dat TGB actief en op juiste wijze de op haar rustende marginverplichtingen nakwam (rov. 3.10 en 3.11).

(3) schending van de verplichting(ook als adviseur, rov. 3.11) om te waarschuwen voor de aan de warehouseconstructie en de derivatenhandel op basis van bevoorschotting verboden grote risico's;

– onder (2) en (3) vallen, uitgesplitst, ook de in rov. 3.9 en 3.10 nog genoemde kritiekpunten:

(i) geen inzicht hebben in hoe de SPAN faciliteit en de flow (de feitelijke bevoorschotting) zich verhiielden met de voor [verweerder] aangegane posities, de daaruit voortvloeiende verplichtingen, de zekerheid en tot welk bedrag het risico gelimiteerd was (rov. 3.9);

(j) kredietwaardigheid onvoldoende onderzocht (rov. 3.10);

– samengevat: geen zicht hebben op de risico's (rov. 3.10).

(4) het in rekening brengen van commissies zonder daaraan ten grondslag liggende afspraak (rov. 3.12); en

(5) het onjuist adviseren tot het kopen van aandelen Artium (rov. 3.14).

5.3.2. Deze inventarisatie strookt met de in *subonderdeel 1.2* onder a, c, d, e, g en h genoemde punten en met de in *subonderdeel 1.3* genoemde punten. De in subonderdeel 1.2 onder b en f genoemde punten komen hierna nog aan bod.

5.4. Ik zie nu of het hof met de in 5.3.1 bedoelde vaststellingen alle verwijten van [verweerder], zoals die worden opgesomd in subonderdeel 1.1, afdoende heeft behandeld. Ik stel voorop dat de uitleg van gedingstukken voorbehouden is aan het hof, dat het hof stellingen gezamenlijk mag behandelen en dat het hof niet op elke stelling hoeft in te gaan, maar alleen op essentiële stellingen.

Subonderdeel 1.1 somt elf verwijten op. In een bijlage bij de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] worden nog 59 normschendingen opgesomd, maar die laat ik buiten beschouwing omdat daarin niet specifiek wordt verwezen naar, of anderszins een verband wordt gelegd met de in het middel genoemde verwijten die [verweerder] stelt aan TGB te hebben gemaakt.

5.5.1 1. 1. *Onjuiste cliëntenclassificatie*. In de vindplaatsen waarnaar het middel op dit punt verwijst, heeft [verweerder] gesteld dat TGB [verweerder] in strijd met de toenmalige regelgeving bij de aanvang van de relatie heeft geclassificeerd als een professionele belegger en dat een onjuiste classificatie in de financiële toezichtwetgeving een relevante normschending is: beleggers komt een mate van bescherming toe die mede afhankelijk is van hun classificatie. [verweerder] is door TGB nooit gewaarschuwd over de risico's van de futurehandel en, voor zover sprake was van een krediet, over de risico's van beleggen met geleend geld. TGB heeft na 2003 ook nooit meer met [verweerder] gesproken over zijn risicobereidheid.⁴⁸

5.5.2. Het hof heeft dit punt geadresseerd in rov. 3.6, 3.7 en 3.10. Volgens *subonderdeel 1.2* heeft het hof ook een zorgplichtschending of tekortkoming vastgesteld ten aanzien van (b) de kwalificatie van [verweerder] als particuliere belegger (rov. 3.7). Het hof is er bij zijn beoordeling van uitgegaan dat [verweerder] moet worden aangemerkt als consument (rov. 3.7), zodat punt (b) is verdisconteerd in de in 5.3 geïventariseerde punten en geen afzonderlijke behandeling behoeft.

5.6.1 2. 2. *Schending regels voor cliëntenacceptatie*. [verweerder] heeft in de vindplaatsen waarnaar het middel verwijst, kort gezegd, aangevoerd dat TGB heeft nagelaten om op bepaalde verschillende momenten een hertoetsing van [verweerder] en zijn portefeuille uit te voeren. TGB had [verweerder] moeten informeren, meerdere toetsen moeten uitvoeren en ten minste moeten waarschuwen voor de risico's.⁴⁹

5.6.2. Het hof heeft op deze stellingen m.i. gerepondeerd door in rov. 3.10 te overwegen dat TGB zich onvoldoende in de kredietwaardigheid van [verweerder] had verdiept, terwijl niet gebleken is dat TGB voldoende zicht had op de risico's die [verweerder] liep. Voorts heeft het hof overwogen dat niet is gebleken dat TGB [verweerder] heeft gewaarschuwd voor de grote risico's verbonden aan de constructie als zodanig, en dat in wezen zowel TGB als [verweerder] in ieder geval tot het moment waarop de margin call kwam in het duister tastten

omtrent de risico's van de posities en de omvang daarvan in de portefeuille van [verweerder].

5.7.1. 3. 3. *Schending know-your-customerbeginsel.* In de relevante vindplaatsen heeft [verweerder], samengevat weergegeven, gesteld dat TGB heeft nagelaten informatie in te winnen over [verweerder] kredietwaardigheid, zich niet ervan heeft vergewist of [verweerder] de risico's overzag en of hij bereid en in staat was een restschuld te aanvaarden, en evenmin of [verweerder] de gewijzigde afspraken en de potentiële gevolgen daarvan overzag.⁵⁰

5.7.2. Op deze stellingen heeft het hof m.i. gereageerd met de overwegingen die hierboven in nr. 5.6.2 zijn weergegeven.

5.8.1. 4. 4. *Schending regels vermogensscheiding.* [verweerder] heeft in de genoemde vindplaatsen, samengevat weergegeven, gesteld dat de financiële instrumenten aan [verweerder] geleverd hadden moeten worden en dat, zoals overeengekomen, [verweerder] ten behoeve van de margins voldoende saldo had moeten aanhouden, terwijl TGB steeds alle posities en schulden doorrolde zodat de variabele margin niet werd bewaakt noch in rekening werd gebracht. Hierdoor belegde [verweerder] in een uitermate speculatieve portefeuille (CfD) met een zeer grote hefboom tussen inleg en potentiële opbrengt of verlies. Gezien de risico's van doorrollen hadden afspraken en beperkingen moeten zijn overeengekomen. Die afspraken hadden moeten worden voorafgegaan door waarschuwingen.⁵¹

5.8.2. Op deze stellingen heeft het hof m.i. gereageerd met de overwegingen die hierboven in nr. 5.6.2 zijn weergegeven. Aanvullend merk ik op dat het hof in rov. 3.8 heeft overwogen dat TGB haar zorgplicht heeft geschonden door niet de hand te houden aan de marginverplichtingen.

5.9.1. 5. 5. *Omzeiling interne alarmeringssystemen door gefingeerde bankgarantie.* In essentie heeft [verweerder] zich in de vermelde vindplaatsen op het volgende standpunt gesteld. TGB heeft een bankgarantie gecreëerd om [verweerder] saldi met een gelijk bedrag kunstmatig op te hogen en de interne alarmerings- en meldingssystemen inzake saldi- en marginbewaking uit te kunnen schakelen. TGB heeft toegestaan dat [betrokkene 1] zowel de front-officefuncties als de back-officefuncties verrichte, waardoor TGB onvoldoende was aangesloten op de portefeuille van [verweerder].⁵²

5.9.2. Ook op deze stellingen heeft het hof m.i. voldoende gereageerd. Het hof heeft in rov. 3.8 verwezen naar de waarschuwings- en sluitplicht; in rov. 3.9 overwogen dat het voorbij gaat aan het refereren door TGB aan door [verweerder] zekerheden gesteld in de vorm van borgstellingen, omdat [verweerder] heeft aangevoerd dat de borgstellingen niet door hem zijn ondertekend, dat zij voor hem onbekend waren en dat zij kennelijk alleen intern bij TGB gebruikt zijn om de interne controlesystemen te omzeilen; en in rov. 3.10 overwogen dat TGB en [verweerder] in wezen in het duister tastten omtrent risico's van de posities en de omvang daarvan in de portefeuille van [verweerder].

Volgens *subonderdeel 1.2* heeft het hof ook een zorgplichtschending of tekortkoming vastgesteld ten aanzien van (f) het omzeilen van interne controlesystemen (rov. 3.8). Hierover heeft het hof zich blijkens rov. 3.9 niet uitgelaten. Dat behoeft het hof ook niet te doen, gezien zijn oordelen in rov. 3.8 en 3.10.

5.10.1. 6. 6. *Te hoge bevoorschotting.* [verweerder] heeft in de door het middel genoemde vindplaatsen, samengevat weergegeven, aangevoerd dat TGB de geldende regels van aanvang af geschonden heeft door [verweerder] te bevoorschotten tot 100% en zelfs tot meer dan 2900%. De regels aangaande effectenbevoorschotting beschermen niet alleen de markt maar ook de belegger tegen het risico van koersdalingen en maken het mogelijk dat de belegger tijdig een beslissing kan nemen over hoe de onderdekking kan worden opgeheven. Over de effectenbevoorschotting en het bevoorschottingspercentage moet duidelijkheid bestaan in de cliëntenovereenkomst.⁵³

5.10.2. In rov. 3.9 heeft het hof overwogen dat TGB op geen enkele wijze inzichtelijk heeft kunnen maken hoe de hoogte van de feitelijke bevoorschotting werd berekend en wat het maximum is. Sprake was van feitelijke bevoorschotting zonder dat op enige wijze duidelijk was hoe de SPAN faciliteit en de flow (de feitelijke bevoorschotting) zich verhielden met de voor rekening en risico van [verweerder] aangegane posities, de daaruit voortvloeiende verplichtingen en in hoeverre voldoende zekerheid aanwezig was, noch of, en zo ja tot welk bedrag, bij gebreke van een overeengekomen limiet, het risico van [verweerder] gelimiteerd was, terwijl, aldus het hof in rov. 3.10, niet is gebleken dat TGB [verweerder] op enig moment heeft gewaarschuwd voor de aan de constructie verbonden risico's en de oplopende verliezen in de periode voorafgaande aan de margin call. Het hof heeft daarmee gerepondeerd op de betreffende stellingen van [verweerder].

5.11.1. 7. 7. *Schending afspraken, o.m. over de warehouseconstructie; creëren van een CfD zonder passendheidstoets, inlichting en waarschuwing van [verweerder].* Op dit punt heeft [verweerder] blijkens de door het middel genoemde vindplaatsen, samengevat weergegeven, aangevoerd dat geen sprake was van een kredietovereenkomst, dat de margin niet werd bewaakt en nooit in rekening werd gebracht, dat de dekkingslimieten niet bewaakt werden, dat de toegepaste CfD een zeer risicovol product opleverde en dat [verweerder] niet over (de risico's van) de CfD is geïnformeerd, terwijl TGB ook niet heeft beoordeeld of de CfD passend was.⁵⁴

5.11.2. Ook op deze stellingen heeft het hof gereageerd. In rov. 3.5 heeft het hof overwogen dat bij de CfD sprake was van een risico op een hefboomwerking en dat juist met het oog op deze risico's TGB gehouden was om de saldi- en marginverplichting toe te passen. In rov. 3.8 heeft het hof overwogen dat als sprake is van onvoldoende saldi of margin de beleggingsonderneming de belegger daarvoor dient te waarschuwen en dat, in geval van onvoldoende margin, zijn posities binnen vijf werkdagen gesloten moeten worden als onvoldoende (aanvullende) zekerheden worden gesteld. Bestaande posities mogen niet worden doorgerold en nieuwe

posities mogen niet geopend worden in geval van onvoldoende saldi of onderdekking. Niet gebleken is volgens het hof dat TGB aan deze verplichtingen heeft voldaan. In rov. 3.9 heeft het hof overwogen dat van een kredietovereenkomst tussen partijen geen sprake was. In rov. 3.10 heeft het hof voorts overwogen dat door de warehouseconstructie, de derivatenposities en de feitelijke bevoorschotting van posities door TGB zonder inzichtelijke en gefixeerde limiet, sprake was van een dubbele hefboomwerking in de portefeuille van [verweerder] zonder dat TGB zich afdoende verdiept had in de kredietwaardigheid van [verweerder], terwijl niet gebleken is dat er voldoende zicht was bij TGB op de risico's die [verweerder] liep, laat staan dat TGB actief en op de juiste wijze de op haar rustende marginverplichtingen nakwam. Ook is niet gebleken dat TGB [verweerder] gewaarschuwd heeft voor de grote risico's verbonden aan de constructie als zodanig en de olopende verliezen in de periode voor de margin call. In rov. 3.11 oordeelt het hof ten slotte dat gezien het voorgaande TGB in strijd heeft gehandeld met de op haar rustende zorgplicht.

5.12.1. 8. 8. *Margin niet bewaken en daarover rapporteren; onvolledige en onjuiste verschaffing van informatie over de margin.* [verweerder] heeft op deze punten in de door het middel aangehaalde vindplaatsen, verkort weergegeven, aangevoerd dat TGB marginverplichtingen heeft geschonden, dat geen sprake was van een kredietovereenkomst, en dat TGB niet adequaat informeerde en rapporteerde, waardoor [verweerder] onvoldoende zicht had op de risico's in zijn portefeuille en hij niet in staat was om tijdig maatregelen te nemen.⁵⁵

5.12.2. Zoals hiervoor al aan de orde is gekomen, is het hof in rov. 3.8 ingegaan op de door TGB geschonden marginverplichtingen en in rov. 3.9 op de stellingen aangaande de vraag of sprake was van een kredietovereenkomst. In rov. 3.8 heeft het hof voorts overwogen dat niet is gebleken aan [verweerder] verstrekte marginoverzichten in de periode van 31 december 2007 – 20 juni 2008 en ook niet van waarschuwingen dat de tekorten opliepen of dat er sprake zou zijn van onderdekking of onvoldoende saldi tot aan de margin call. De overzichten die [verweerder] tot 31 december 2007 wel heeft ontvangen gaven volgens het hof geen, althans volstrekt onvoldoende, inzicht in de risico's verbonden aan de posities en de daarbij gestelde zekerheden.

5.13.1. 9. 9. *Geen enkele limiet bewaken en daarover niet rapporteren.* [verweerder] heeft in de door het middel aangehaalde vindplaatsen, samengevat, aangevoerd dat TGB marginverplichtingen heeft geschonden en over geen enkele andere geldende limiet rapporteerde en deze limieten ook niet bewaakte, dat de risico's vergroot werden doordat de CfD een lange looptijd had, en dat de SPAN-limiet door TGB eenzijdig werd verhoogd.⁵⁶

5.13.2. M.i. is het hof ook op deze stellingen ingegaan. Het hof heeft in rov. 3.8 geoordeeld dat TGB de marginverplichtingen niet is nagekomen, dat TGB [verweerder] niet heeft gewaarschuwd voor onderdekking of onvoldoende saldi tot aan de margin call, niet en onvoldoende rapporteerde over de risico's, en dat de SPAN € 500.000 bedroeg. In rov. 3.9 heeft het hof ook overwogen dat sprake was van feitelijke

bevoorschotting zonder dat duidelijk was hoe de SPAN en de feitelijke bevoorschotting in verhouding stonden tot de posities van [verweerder], de daaruit voortvloeiende verplichtingen en in hoeverre voldoende zekerheid aanwezig was. Onduidelijk was ook of, en zo ja, tot welk bedrag het risico van [verweerder] gelimiteerd was. Voorts heeft het hof in rov. 3.10 overwogen dat grote risico's waren verbonden aan de CfD.

5.14.1. 9. 9. *Geen (relevante) rapportages en onjuist vermogensadvies verschaffen.* In de door het middel aangehaalde vindplaatsen heeft [verweerder] in essentie gesteld dat TGB niet adequaat dan wel in het geheel niet rapporteerde en informeerde over risico's en onjuist vermogensadvies gaf in maart 2008.⁵⁷

5.14.2. Uit het voorgaande blijkt reeds dat het hof ook op deze punten is ingegaan. Aanvullend merk ik op dat het hof in rov. 3.10 erop heeft gewezen dat [verweerder] in het voorjaar van 2008 het advies ontving zijn posities te handhaven en dat daaruit volgens het hof is gebleken dat TGB [verweerder] niet heeft gewaarschuwd voor de grote risico's verbonden aan de constructie als zodanig en de olopende verliezen voorafgaand aan de margin call, en dat TGB geen zicht had op de risico's die [verweerder] liep.

5.15.1. 10. 10. *Zonder rechtsgeldige grondslag en rauwelijks de effectenportefeuille liquideren.* Verkort weergegeven heeft [verweerder] in dit verband aangevoerd dat TGB de portefeuille van [verweerder], waaronder ook aandelen, zonder rechtsgeldige grondslag heeft geliquideerd, dat deze liquidatie rauwelijks en op een verkeerd moment heeft plaatsgevonden, en dat de door TGB verschaft liquidatieoverzichten onjuist zijn.⁵⁸

5.15.2. Het hof heeft m.i. in dit verband in rov. 3.17 overwogen dat de schending door TGB van haar zorgplicht zich ook uitstrekt tot de (gevolgen van de) liquidatie van de portefeuille, en dat de schade die daaruit voortvloeit, waaronder mede uit de liquidatie van de aandelen, in de schadestaatprocedure kan plaatsvinden. Ik verwijs hiervoor naar de behandeling van onderdeel 1 van het principale cassatiemiddel van [verweerder] in zaak 18/01158.

5.16.1. 10. 10. *Eigen verliezen ten detrimente van [verweerder] beperken door [verweerder] de aankoop van aandelen in Artillium te adviseren.* In de vindplaatsen waarnaar het middel wijst heeft [verweerder] aangevoerd dat TGB hem onterecht geadviseerd heeft aandelen in Artillium te kopen, en dat TGB daarbij een belangenconflict had omdat de aandelen toebehoorden aan een andere cliënt van TGB die TGB bevoorschot had en dat TGB haar verlies trachtte te beperken door een deel van de aandelen in Artillium buiten de beurs om aan andere cliënten te verkopen. Als TGB had advies niet had gegeven had [verweerder] de aandelen nooit gekocht.⁵⁹

5.16.2. Deze stellingen heeft het hof in zijn oordeel betrokken in rov. 3.14.

5.17.1. 11. 11. *Provisiejagen.* [verweerder] heeft in de genoemde vindplaatsen gesteld dat TGB zelf trades afwikkelde

waarbij werd doorgerold, en daarvoor commissies in rekening bracht terwijl [verweerder] daarmee niet had ingestemd.⁶⁰

5.17.2. Het hof heeft hierop gerespondeerd in rov. 3.12.

5.18. Het hof heeft dus afdoende gereageerd op de stellingen van [verweerder]. Het hof behoeft niet meer op de hierboven besproken stellingen van [verweerder] in te gaan dan het hof heeft gedaan. Voor zover het hof heeft gereageerd op de stellingen van [verweerder], falen de *subonderdelen 1.4 en 1.5* bij gebrek aan feitelijke grondslag waar zij veronderstellen dat het hof daarop niet zou hebben gereageerd. Voor het overige falen de *subonderdelen 1.4 en 1.5* omdat het hof niet gehouden was om nader op deze stellingen in te gaan.

Slotsom

5.19. De slotsom is dat het middel niet tot cassatie kan leiden.

6. Conclusie

De conclusie strekt tot verwerping van het principale en van het incidentele cassatieberoep.

UITSPRAAK

Hoge Raad

(...; red.)

2. Uitgangspunten en feiten

2.1. In cassatie kan van het volgende worden uitgegaan.

(i) Theodoor Gilissen Bankiers N.V. was een dochtervennootschap van KBL. KBL heeft voor Theodoor Gilissen Bankiers N.V. een aansprakelijkheidsverklaring als bedoeld in art. 2:403 BW aangelegd.

(ii) TGB is door fusie per 30 september 2017 de rechtsoptvolgster van Theodoor Gilissen Bankiers N.V. Ook Theodoor Gilissen Bankiers N.V. zal hierna met TGB worden aangeduid.

(iii) In juli 2003 hebben [verweerder] en TGB een effectenbemiddelingsovereenkomst gesloten. Daaraan voorafgaand heeft [verweerder] op basis van vermogensadvies belegd bij Effectenbank Stroeve, een rechtsvoorgangster van TGB.

(iv) [betrokkene 1] was de vaste accountmanager van [verweerder] bij TGB.

(v) Bij brief van 25 oktober 2007 heeft TGB onder meer aan [verweerder] geschreven dat hij, in verband met de inwerkingtreding van de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) per 1 november 2007, onder de nieuwe wettelijke definities als "non-professional investor" zal worden behandeld, wat betekent dat aan hem het maximale

beschermingsniveau zal worden geboden in de effectendiensten die door TGB worden geleverd.

(vi) Bij e-mailbericht van 13 augustus 2008 heeft TGB, voor zover hier van belang, aan [verweerder] geschreven:

"We would like to inform you about your position regarding your account [(...)] within our firm.

Due to the exposure of your future holdings the required variation margin has risen dramatically. Together with the price for the stock exchanges this has resulted in a shortfall of the collateral you have provided to us in order to mitigate the risks involved. According to our calculations the deficit amounts to approximately EUR 3,700,000.00. For more details we have enclosed a spreadsheet called MARGIN CALL [(..)].

We kindly ask you to transfer at least the amount of EUR 3,700,000.00 (...) to your account with us (...)."

(vii) [verweerder] en zijn toenmalige advocaat hebben tegen die margin call geprotesteerd.

(viii) Bij e-mailbericht van 29 augustus 2008 heeft TGB, voor zover hier van belang, aan [verweerder] geschreven:

"Firstly, upon careful reconsideration I have reached the conclusion that the margin call issued by our firm on the 13th of August on your account as well as the follow-up email of the 15th of August should in principle not have been issued. Please know that we highly value you as a customer and it is our intention to continue our long lasting relationship. I have therefore ordered that your account is to be reopened with immediate effect. Also, going over your file it has become clear that the agreement underlying our trading relationship must be actualized in due time.

Secondly, the communication between Theodoor Gilissen and yourself has been very poor. We sincerely apologize for the way this situation has been handled as I believe that the current stand-off has been totally unnecessary. It is my conviction that this matter should have been solved face-to-face and not in the strictly formal manner that was chosen. Furthermore, the specifics of your account should have been checked carefully before any margin call was issued."

(ix) Bij brief van 15 september 2008 heeft de toenmalige advocaat van [verweerder] aan de toenmalige advocaat van TGB onder meer geschreven dat [verweerder] TGB aansprakelijk houdt voor de verliezen die het gevolg zijn van de verkeerde handelingen van TGB en dat [verweerder] niets aan TGB verschuldigd is.

(x) Bij brief van 18 september 2008 heeft de toenmalige advocaat van TGB, voor zover hier van belang, aan de toenmalige advocaat van [verweerder] geschreven:

"Your letter dated September 15 (...) has surprised my cliënt and is contradictory to your client's earlier statements as presented among others in your letter of August 18. On behalf of the bank I reserve all rights and remedies against your client. The bank rejects all claims and liability and denies all allegations in your letter, many of which are based on false facts.

The new standpoint of your client now urges the bank to take drastic measures to avoid further losses. The obligation to limit damages rests mainly on your client, but for the past few weeks, presumably longer, he has been waiting for loss or profit, now holding the bank liable for his losses. This is totally unacceptable. My client will now take every measure it deems necessary to limit losses in the positions of your client.

(...).

The statements in your letter force me to summon your client to disclose within 12 hours as from the present e-mail, whether or not he wishes to maintain his current trading positions. If he wants to maintain these, he must either within 12 hours transfer cash in the amount of EUR 7.5 million to his account (the estimated negative value of his total current position, marked to market, initial margins and expenses), or provide full details of another bank to which the positions can be transferred. (...) If within 12 hours your client does not unambiguously choose and perform one of the said options, he leaves the bank no choice but to liquidate the positions. In so doing the bank shall observe due care. The liquidation takes place for the account of your client and my client still holds him liable for all (possible) losses, expenses, debts and deficits in his accounts with the bank, everything on the basis of the applicable terms and conditions.”

(xi) Bij brief van 3 oktober 2008 heeft TGB [verweerder] gesommeerd binnen tien dagen € 4.548.390,47 aan haar te voldoen ter aanzuivering van het volgens haar na liquidatie van de effectenposities van [verweerder] resterende debetsaldo op een door [verweerder] bij TGB aangehouden rekening. [verweerder] heeft dat bedrag niet aan TGB voldaan.

2.2. [verweerder] vordert, voor zover in cassatie van belang, (i) een verklaring voor recht dat TGB toerekenbaar jegens hem is tekortgeschoten in de nakoming van haar verplichtingen, althans onrechtmatig jegens hem heeft gehandeld, (ii) een verklaring voor recht dat [verweerder] niet gehouden is het debetsaldo op de door hem bij TGB aangehouden rekening te voldoen, en (iii) TGB en KBL te veroordelen tot vergoeding van de schade die hij als gevolg van het toerekenbaar tekortschieten dan wel het onrechtmatig handelen van TGB en KBL heeft geleden, nader op te maken bij staat. TGB vordert in reconventie, voor zover in cassatie nog van belang, dat [verweerder] wordt veroordeeld tot betaling van het bedrag van het debetsaldo van € 4.548.390,47.

2.3. De rechtbank heeft bij eindvonnis de vorderingen van [verweerder] in conventie afgewezen en [verweerder] in reconventie veroordeeld tot betaling aan TGB van € 4.548.390,47.⁶¹

2.4.1. Het hof heeft in zijn arrest van 19 december 2017 (hierna: het eindarrest), voor zover in cassatie van belang, het eindvonnis ten aanzien van TGB en KBL vernietigd, voor recht verklaard dat TGB is tekortgeschoten in de nakoming van haar verplichtingen jegens [verweerder] en voorts TGB en KBL hoofdelijk veroordeeld tot vergoeding van de schade, nader op te maken bij staat. Voorts zijn TGB en KBL door het hof, als de grotendeels in het ongelijk gestelde partijen, veroordeeld in de kosten van de procedure in eerste aanleg en in hoger beroep.⁶²

2.4.2. Het hof heeft in het eindarrest onder meer overwogen:

“3.5. (...) De door partijen in de praktijk gevolgde warehouseconstructie kwam in de kern neer op een zogeheten financieel contract ter verrekening van verschillen (...) als bedoeld in artikel 1:1 onder i van de definitie financieel instrument van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft). De instrumenten (waaronder aandelen en derivaten zoals futures en opties) werden aangekocht op naam van TGB, waarna deze vervolgens (om en om) op twee verschillende interne rekeningen van TGB binnen de warehouseconstructie werden geadmistreerd voor rekening en risico van [verweerder]. Slechts de gesaldeerde posities werden daarbij periodiek met [verweerder] afgerekend. Bij deze constructie was het risico op een hefboomwerking (zeker toen de perioden waarin gesaldeerd werd, steeds langer werden) aanwezig doordat de voor rekening en risico van [verweerder] aangegane posities, waaronder derivatenposities, en de daaraan verbonden verplichtingen gefaciliteerd werden door middel van feitelijke bevoorschotting van de transacties door TGB en de posities een veelvoud konden vertegenwoordigen van de door [verweerder] aangehouden effecten en middelen – die als zekerheid konden dienen – binnen en buiten de warehouseconstructie. Voor de transacties verricht binnen de warehouseconstructie en de derivatentransacties was TGB juist met het oog op deze risico's, gehouden om de saldbewakings- en marginverplichting toe te passen ter voorkoming van het aangaan transacties waarvoor de middelen ontoereikend zijn, dan wel om erop toe te zien dat er sprake was van voldoende saldo om aan de verplichtingen voorvloeiend uit financiële instrumenten te kunnen (blijven) voldoen (artikel 1:1 Wft jo. artikel 85 en 86 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: BGfo) zoals geldende ten tijde van het ontstaan van de betwiste tekorten en voorheen artikel 28 tweede lid Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 (hierna: NRge 2002). Dat deze plichten als zodanig op haar rustten betwist TGB ook niet. (...)

3.6. Voorts geldt dat, aangezien het derivatenhandel betrof (o.a. opties en futures), op TGB krachtens vaste rechtspraak een bijzondere zorgplicht rustte als professionele en op dit terrein bij uitstek deskundig te achten beleggingsonderneming, gelet op de zeer grote risico's die aan dergelijke transacties verbonden kunnen zijn (o.a. HR 26 juni 1998 («JOR» 1998/147, m.nt. Frielink; *red.*), NJ 1998/660, HR 11 juli 2003 («JOR» 2003/199, m.nt. Frielink; *red.*), NJ 2005/103, HR 3 februari 2012, [ECLI:NL:HR:2012:BU4914](#) en HR 8 februari 2013 («JOR» 2013/106, m.nt. Van der Wiel; *red.*), [ECLI:NL:HR:2013:BY4600](#)). Deze bijzondere zorgplicht – die naar zijn aard tot strekking heeft de cliënt te beschermen tegen het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht – vloeit voort uit hetgeen de eisen van redelijkheid en billijkheid, naar de aard van de contractuele verhouding tussen TGB en haar particuliere cliënt, meebrengen. De omvang van genoemde bijzondere zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval, waaronder de eventuele deskundigheid van de cliënt, diens inkomens- en vermogenspositie, de vraag of TGB heeft toegezien op naleving van de margeverplichtingen en de cliënt daarover regelmatig heeft ingelicht, en de vraag of de bank terstond na het ontstaan van margetekorten aanvullende dekking heeft verlangd.

3.7. De stelling van TGB dat [verweerder] als deskundige en professionele belegger moet worden aangemerkt die wist wat hij deed en welbewust de risico's heeft genomen die aan de derivatenhandel (en de warehouseconstructie) verbonden waren, hetgeen navenant van invloed was op voormelde bijzondere zorgplicht (beperkt tot juiste executie van de transacties), gaat in dat verband niet op. Slechts de 'professionele belegger' is uitgesloten van voornoemde zorgplichten. Gesteld noch gebleken is dat [verweerder] voldeed aan het begrip 'professionele belegger' op basis van de geldende publiekrechtelijke regelgeving ten tijde van het ontstaan van de gewraakte tekorten (artikel 1:1 Wft). Voorts valt de stelling van TGB niet te rijmen met het feit dat zij [verweerder] zelf vanaf het najaar van 2007 heeft aangemerkt als niet-professionele partij (...), zodat TGB ten tijde van het ontstaan van de betwiste tekorten zelf ook [er] vanuit ging dat [verweerder] een niet professionele belegger was. Tot slot geldt dat TGB niet slechts transacties uitvoerde voor rekening en risico van [verweerder] (execution only), maar dat zij tevens optrad als zijn beleggingsadviseur, zodat op haar ook als adviseur een zorgplicht rustte om met zijn gerechtvaardigde belangen rekening te houden. TGB stelt weliswaar dat slechts sprake was van een execution only relatie, echter [verweerder] heeft, met verwijzing naar de verklaring van [betrokkene 1], alsmede met verwijzing naar tussen [verweerder] en [betrokkene 1] gevoerde chatberichten via Bloomberg, voldoende onderbouwd dat [betrokkene 1] [verweerder] regelmatig (ook ongevraagd) adviseerde en tips gaf. [betrokkene 1] was daarmee de – vaste – adviseur van [verweerder].

3.8. Voormelde zorgplicht brengt voorts mee dat in het geval er sprake is van onvoldoende saldi of margin de beleggingsonderneming een belegger daarvoor dient te waarschuwen en dat – in het geval van onvoldoende margin – zijn posities binnen vijf werkdagen gesloten moeten worden als onvoldoende (aanvullende) zekerheden worden gesteld. Bestaande posities mogen niet worden doorgerold en nieuwe posities mogen niet geopend worden in geval onvoldoende saldi aanwezig zijn of sprake is van onderdekking. Als niet aan deze verplichtingen wordt voldaan, leidt dat – zo is vaste rechtspraak – tot aansprakelijkheid van de beleggingsonderneming voor de verliezen die daardoor zijn geleden (vgl. o.a. HR 26 juni 1998, NJ 1998/660, HR 11 juli 2003, RvdW 2003/123 en HR 4 december 2009, NJ 2010/67). (...)

(...)

3.10. Als gevolg van de warehouseconstructie, de derivatenposities en de feitelijke bevoorschotting van posities door TGB (zonder inzichtelijke en gefixeerde limiet) was sprake van een dubbele hefboomwerking in de portefeuille van [verweerder] zonder dat TGB zich daarbij afdoende verdiept heeft in de kredietwaardigheid van [verweerder], terwijl niet gebleken is dat er voldoende zicht was bij TGB op de risico's die [verweerder] liep, laat staan dat TGB actief en op juiste wijze de op haar rustende marginverplichtingen nakwam. Evenmin is gebleken dat TGB [verweerder] in niet mis te verstane bewoordingen gewaarschuwd heeft voor de grote risico's verbonden aan de constructie als zodanig en de oplopende verliezen in de periode voorafgaande aan de margin

call. Sterker nog, [betrokkene 1], de vaste adviseur van [verweerder], gaf – toen [verweerder] aan de bel trok vanwege toenemende onrust op de financiële markten in het voorjaar van 2008 – meermalen en onbetwist het advies zijn posities te handhaven. Dat TGB geen enkel zicht had op de risico's die [verweerder] liep blijkt ook uit het feit dat TGB voor het eerst op 13 augustus 2008 kwam met een margin call, die daarop weer is aangepast (29 augustus 2008) en die zij later weer herriep omdat (toch) geen sprake zou zijn geweest van onderdekking (vanwege een verstrekt krediet). In wezen tastten zowel TGB als [verweerder] (in ieder geval tot het moment waarop de margin call kwam) in het duister omtrent de risico's van de posities en de omvang daarvan in de portefeuille van [verweerder].

3.11. Gelet op het vorenstaande heeft TGB in strijd gehandeld met de op haar rustende zorgplicht. Bovendien heeft zich daardoor het risico kunnen openbaren dat voormelde bijzondere zorgplicht juist tracht te voorkomen: hoog oplopende verliezen die voor [verweerder] niet zichtbaar waren, resulterend in een grote restschuld. Doordat TGB niet de hand heeft gehouden aan de marginverplichtingen, noch [verweerder] geïnformeerd heeft over die verplichtingen of hem – ook als zijn beleggingsadviseur – gewaarschuwd heeft voor de aan de warehouseconstructie en de derivatenhandel op basis van bevoorschotting verbonden grote risico's, heeft de restschuld zoals die zich geopenbaard heeft kunnen ontstaan. TGB had zich dienen te onthouden van het aangaan van transacties waarvoor onvoldoende middelen aanwezig waren, zij had (aanvullende) zekerheden moeten verlangen van [verweerder] toen er sprake was van onderdekking en zij had zijn posities – indien die zekerheden waren uitgebleven – uiterlijk binnen vijf werkdagen moeten sluiten. Weliswaar mag een beleggingsonderneming onder bepaalde omstandigheden rekening houden met toezeggingen door de belegger tot het stellen van aanvullende zekerheden, echter van een dergelijke toezegging is in onderhavige zaak niet gebleken. Het enkele feit dat [verweerder] de verlangde zekerheden had kunnen verstrekken vanwege zijn (omvangrijke) vermogenspositie is niet voldoende. Dat [verweerder] bereid zou zijn geweest zekerheden te stellen tot de omvang van de opgelopen dekkingstekorten is gemotiveerd weersproken door hem. Hij heeft gemotiveerd en onderbouwd gesteld dat hij weliswaar veel transacties verrichtte, maar dat hij zijn verlies gemiddeld niet hoger op liet lopen dan tot ongeveer € 17.000 per transactie. Het enkele feit dat [verweerder] – toen de margin call eenmaal gedaan werd – daartegen protesteerde en wenste door te handelen, maakt dat niet anders. Immers, de bijzondere zorgplicht strekt er juist ook toe om de lichtzinnige en eigengereide particuliere belegger te beschermen in het geval van snel oplopende grote verliezen. Bovendien had TGB – zoals overwogen – [verweerder] in niet mis te verstane bewoordingen dienen te wijzen op de bijzonder risicovolle beleggingswijze, waarvan niet is gebleken.

Anders dan de rechtbank oordeelde, is naar het oordeel van het hof het causaal verband tussen de schade en de schending van voormelde zorgplicht daarmee gegeven, zodat TGB de dientengevolge geleden schade in beginsel dient te vergoeden. Mogelijk kunnen de door de rechtbank genoemde omstandigheden een rol spelen bij de bepaling van (de mate

van) eigen schuld als bedoeld in artikel 6:101 BW aan de zijde van [verweerder], hetgeen TGB nog heeft aangevoerd en [verweerder] betwist, echter daarmee is het causaal verband als zodanig niet doorbroken (vgl. HR 26 juni 1998, NJ 1998/660, HR 11 juli 2003, NJ 2005/103). Bovendien zijn dat omstandigheden die aan de orde kunnen komen in de gevorderde schadestaatprocedure.(...).

(...)

3.17. Ten aanzien van de resterende grieven oordeelt het hof als volgt. In grief 3 betoogt [verweerder] dat TGB niet had mogen overgaan tot liquidatie van zijn portefeuille zoals zij dat feitelijk gedaan heeft en in grief 8 stelt [verweerder] de wijze waarop TGB de posities heeft geliquideerd voor hem onjuist en (zeer) ongunstig is geweest. Hij betwist dat hij gehouden is aan de opgaaf zoals door TGB is verstrekt. Bij deze grieven heeft [verweerder] geen belang meer aangezien het hof hiervoor geoordeeld heeft dat TGB in beginsel aansprakelijk is voor de schade als gevolg van de schending van de op haar rustende bijzondere zorgplicht (waaronder de naleving van de marginverplichtingen), tot welke schade het tekort hoort dat het gevolg is van het niet juist naleven van de marginverplichtingen. In de eventuele schadestaatprocedure kan beoordeeld worden in hoeverre schade is geleden als gevolg van het niet naleven van de zorgplicht door TGB enerzijds en in vergelijking tot de feitelijke liquidatie anderzijds.”

2.5. Het hof heeft bij herstel arrest het dictum van het eind arrest in die zin gewijzigd dat aan het zinsdeel “vernietigt het vonnis waarvan beroep ten aanzien van geïntimeerden TGB en KBL” zijn toegevoegd de woorden “behalve voor zover in reconventie geweest.”

2.6. Ook [verweerder] heeft cassatieberoep ingesteld tegen het eind arrest (en het herstel arrest). Daarin wordt eveneens vandaag uitspraak gedaan.⁶³

3. Beoordeling van het middel in het principale beroep

3.1.1. De onderdelen 1.1 en 1.2 van het middel keren zich tegen rov. 3.7 van het eind arrest.

Onderdeel 1.1 klaagt dat het hof bij zijn oordeel ten onrechte niet het betoog van TGB en KBL heeft betrokken dat de bijzondere zorgplicht van TGB een beperkte omvang heeft. Aldus heeft het hof miskend dat de omvang van de zorgplicht van TGB mede afhangt van de door TGB en KBL gestelde deskundigheid, ervaring, vermogen, risicobereidheid en risicokennis van [verweerder]. De klacht wijst daartoe op diverse stellingen van TGB in de feitelijke instanties.

Onderdeel 1.2 klaagt dat het oordeel van het hof dat slechts de “professionele belegger” van de betreffende zorgplicht is uitgesloten, onjuist is en dat het hof heeft miskend dat het feit dat [verweerder] niet kan worden aangemerkt als professionele belegger in de zin van art. 1:1 Wft, niet eraan afdoet dat zijn deskundigheid, ervaring, vermogen, risicobereidheid en risicokennis relevant zijn voor de omvang van de door TGB jegens hem in acht te nemen zorgplicht.

Deze klachten lenen zich voor gezamenlijke behandeling.

3.1.2. Volgens vaste rechtspraak⁶⁴ rust op de bank als professionele en bij uitstek deskundige dienstverlener een bijzondere zorgplicht bij beleggingsadviesrelaties met particuliere beleggers. Die zorgplicht behelst onder meer dat de bank vooraf naar behoren onderzoek moet doen naar de financiële mogelijkheden, deskundigheid en doelstellingen van de cliënt en dat zij hem dient te waarschuwen voor eventuele risico's die aan een voorgenomen of toegepaste beleggingsvorm zijn verbonden, alsook voor het feit dat een door hem voorgenomen of toegepaste beleggingsstrategie niet past bij zijn financiële mogelijkheden of doelstellingen, zijn risicobereidheid of zijn deskundigheid. Deze plicht strekt mede ter bescherming van de cliënt tegen het gevaar van een gebrek aan kunde en inzicht of van eigen lichtvaardigheid. Zij geldt bij uitstek als de cliënt handelt in opties.

De inhoud van de hiervoor bedoelde bijzondere zorgplicht is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Daarbij zijn ook de mate van deskundigheid en relevante ervaringen van de cliënt, zijn inkomens- en vermogenspositie en de ingewikkeldheid van het product en de daaraan verbonden risico's relevant.⁶⁵ De enkele bekendheid met de optiehandel in het algemeen en de daaraan verbonden risico's in het bijzonder kan niet leiden tot het oordeel dat de cliënt de in dit verband relevante deskundigheid heeft.⁶⁶

3.1.3. TGB en KBL hebben gesteld dat [verweerder] als deskundige en professionele belegger moet worden aangemerkt, die wist wat hij deed en welbewust risico's heeft genomen die aan de derivatenhandel (en de warehouseconstructie) verbonden waren. TGB en KBL hebben zich onder meer erop beroepen dat [verweerder] bij aanvang van zijn relatie met Stroeve en TGB reeds uitgebreide, internationale kennis van en ervaring met financiële instrumenten had (onder meer opties en futures met betrekking tot edelmetalen), al dan niet via mede door hem bestuurde of mede aan hem toebehorende (beleggings)ondernemingen, dat [verweerder] bij aanvang van zijn beleggingsrelatie met Stroeve en TGB uitzonderlijk vermogend was en zich ook als zodanig presenteerde, dat [verweerder] zelfstandig toegang had tot, en actief gebruikmaakte van, voor professionele effectenhandelaren bestemde informatie, dat [verweerder] een eigen back-office had die zijn transacties professioneel administreerde en dat [verweerder] op uitzonderlijk grote schaal handelde op beurzen over de hele wereld. Het hof heeft deze, hier verkort weergegeven, stellingen van TGB en KBL niet verworpen, zodat in cassatie veronderstellenderwijs van de juistheid daarvan moet worden uitgegaan.

In het licht van de hiervoor in 3.1.2 genoemde maatstaf, kunnen deze omstandigheden van invloed zijn op de inhoud van de op TGB rustende zorgplicht jegens [verweerder].

Het hof heeft overwogen dat slechts de professionele belegger is uitgesloten van voornoemde zorgplichten. Vervolgens heeft het geoordeeld dat [verweerder] niet als professionele belegger kan worden aangemerkt, omdat hij niet voldoet aan de omschrijving van “professionele belegger” in de zin van art. 1:1 Wft, TGB [verweerder] ook zelf heeft aangemerkt als een niet-professionele partij en omdat TGB voor [verweerder] niet

slechts transacties uitvoerde maar hem ook adviseerde. Voor de vaststelling van de inhoud van de zorgplicht jegens een belegger als [verweerder] zijn echter ook de hiervoor weergegeven, door TGB en KBL aangevoerde omstandigheden van belang. Het hof had deze dus in zijn oordeel moeten betrekken. Dat heeft het niet op voldoende kenbare wijze gedaan. De onderdelen 1.1 en 1.2 slagen.

3.1.4. De hiervoor in 2.4.2 weergegeven oordelen in rov. 3.8-3.11, 3.16 en 3.17 van het eindarrest bouwen voort op voornoemd oordeel van het hof over de inhoud van de zorgplicht van TGB, en het daarmee in strijd handelen door TGB, zodat die oordelen evenmin in stand kunnen blijven. De daartegen gerichte klachten van de onderdelen 1.8-1.11 en van de onderdelen 2, 5, 6 en 7 behoeven gelet daarop geen behandeling.

3.2. De overige klachten van onderdeel 1 en de klachten van de onderdelen 3 en 4 kunnen niet tot cassatie leiden. Dit behoeft, gezien art. 81 lid 1 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

3.3.1. Onderdeel 8 keert zich tegen de door het hof uitgesproken proceskostenveroordeling. Het onderdeel klaagt onder meer dat het hof blijkt heeft gegeven van een onjuiste rechtsopvatting doordat het, hoewel het de toewijzing van de reconventionele vordering van TGB in hoger beroep in stand heeft gelaten, TGB volledig in de proceskosten van beide instanties heeft veroordeeld.

3.3.2. In het door [verweerder] ingestelde cassatieberoep (zie hiervoor in 2.6) slaagt de klacht tegen de bekrachtiging door het hof van het vonnis van de rechtbank in reconventie, en wordt het eindarrest, zoals gewijzigd bij het herstelarrest, vernietigd. Reeds daarom houdt de door het hof uitgesproken proceskostenveroordeling geen stand. Na verwijzing zal opnieuw over de proceskosten moeten worden beslist. TGB heeft dus geen belang bij haar klacht.

3.3.3. Wel is de klacht gegrond. De rechtbank heeft de vordering van TGB tot betaling van het debetsaldo van het krediet toegewezen en [verweerder] in reconventie veroordeeld tot betaling aan TGB van een bedrag van € 4.548.390,47. Het hoger beroep van [verweerder] richtte zich tegen zowel het vonnis in conventie als het vonnis in reconventie. Het hof heeft bij eindarrest, zoals gewijzigd bij het herstelarrest, het vonnis van de rechtbank in reconventie in stand gelaten. [verweerder] moet dan ook als de zowel in eerste aanleg als in hoger beroep in het ongelijk gestelde partij in reconventie worden beschouwd. Dit heeft het hof miskend door TGB (samen met KBL) volledig in de kosten van beide instanties te veroordelen, zonder daarbij onderscheid te maken tussen de procedure in conventie en de procedure in reconventie.

3.4.1. Bij hun procesinleiding in cassatie hebben TGB en KBL gevorderd dat [verweerder] zal worden veroordeeld om al hetgeen TGB en KBL ter uitvoering van het bestreden arrest aan [verweerder] hebben voldaan, aan TGB en KBL terug te betalen.

3.4.2. In cassatie is alleen plaats voor een veroordeling tot terugbetaling van hetgeen waartoe een partij in de bestreden uitspraak is veroordeeld, indien de Hoge Raad die uitspraak vernietigt en zelf, op de voet van art. 420 Rv, het geding afdoet door de in die uitspraak toegewezen vordering alsnog af te wijzen.⁶⁷ Daarvan is in dit geval geen sprake. Deze vordering moet derhalve worden afgewezen.

4. Beoordeling van het middel in het incidentele beroep

De klachten van het middel kunnen niet tot cassatie leiden. Dit behoeft, gezien art. 81 lid 1 RO, geen nadere motivering nu die klachten niet nopen tot beantwoording van rechtsvragen in het belang van de rechtseenheid of de rechtsontwikkeling.

5. Beslissing

De Hoge Raad:

In het principale beroep:

- vernietigt het arrest van het gerechtshof Amsterdam van 19 december 2017, zoals gewijzigd bij herstelarrest van 15 maart 2018;
- verwijst het geding naar het gerechtshof Den Haag ter verdere behandeling en beslissing;
- veroordeelt [verweerder] in de kosten van het geding in cassatie (...; red.);
- wijst de hiervoor in 3.4.1 vermelde vordering af;

In het incidentele beroep:

- verwerpt het beroep;
- veroordeelt [verweerder] in de kosten van het geding in cassatie (...; red.).

NOOT

1. De belegger in deze zaak maakte gebruik van een zogenoemde warehouseconstructie.

Deze constructie kwam er in essentie op neer dat onder andere *contracts for differences* voor zijn rekening en risico werden afgesloten door de bank. De desbetreffende financiële instrumenten (derivaten) werden aangekocht op naam van de bank en vervolgens (om en om) op twee verschillende interne rekeningen van de bank binnen de warehouseconstructie geadmistreerd voor rekening en risico van de belegger. De bank rekende de gesaldeerde posities periodiek af met de belegger. De handel middels deze warehouseconstructie leverde de belegger een miljoenenverlies op. De belegger stelt de bank aansprakelijk omdat de bank de op haar rustende saldi- en marginverplichtingen zou hebben geschonden, krediet zou hebben verleend terwijl dit niet was overeengekomen, hem niet adequaat zou hebben geïnformeerd over de marginverplichtingen en tekorten en ook overigens de op haar

rustende zorgplicht jegens hem zou hebben geschonden. De bank vordert in reconventie betaling van het debetsaldo van afgerond € 4,5 miljoen.

2. De bank had bij aanvang van de dienstverlening de uitgangspunten van het beleggingsbeleid (schriftelijk) vastgelegd. De bank had onder andere aan de belegger bevestigd dat de portefeuille geschikt is voor beleggers die bereid zijn om grote risico's te dragen en een hoge mate van productkennis bezitten. Het dragen van grote risico's zou in concreto betekenen dat door de bank alleen de risico's zouden worden begrensd door de financiële ruimte op de bij de bank aangehouden rekening. De bank had verder aan de belegger bevestigd geen additionele risicobewaking voor de portefeuille uit te voeren.

3. Een van de geschilpunten betrof de vraag of en in welke mate de belegger over relevante deskundigheid beschikte en of die deskundigheid van invloed is op de omvang van de zorgplicht die de bank jegens hem in acht had moeten nemen. De bank stelde zich op het standpunt dat de belegger deskundig was. De belegger betwist dat hij kan worden aangemerkt als een deskundige en professionele belegger die wist welke risico's hij liep en dat hij ook bereid zou zijn geweest om de tekorten (debetsaldo), zoals die zich hebben geopenbaard, te accepteren.

4. Het Hof Amsterdam kwam in hoger beroep tot het oordeel dat gesteld noch gebleken zou zijn dat de belegger voldeed aan het begrip "professionele belegger" zoals gedefinieerd in de publiekrechtelijke regelgeving (art. 1:1 Wft), uiteraard zoals dat gold ten tijde van het ontstaan van de desbetreffende tekorten (zie hierover M.T.G. Schoonewille 'Professionele marktpartijen en gekwalificeerde beleggers – een slag apart', *V&O*, april 2007, nr. 4, p. 72-75).

Het hof kwam derhalve tot het oordeel dat op de bank in casu wel degelijk een bijzondere zorgplicht rust en dat slechts de "professionele belegger" uitgesloten is van deze zorgplicht. De zorgplicht die de bank in acht had moeten nemen bestond mede eruit – aldus het hof – dat de bank de belegger had dienen te waarschuwen voor onvoldoende saldi of margin en – in het geval van onvoldoende margin – om de desbetreffende posities binnen vijf werkdagen te sluiten (zie nu art. 86 Bgfo). De bank zou naar het oordeel van het hof deze zorgplicht hebben geschonden. De bank stelde cassatie in.

5. De Hoge Raad overweegt in zijn arrest dat het hof niet de stellingen van de bank heeft verworpen, inhoudende dat de belegger als een deskundige en professionele belegger moet worden aangemerkt, die wist wat hij deed en welbewust risico's had genomen die aan de derivatenhandel (en de warehouseconstructie) verbonden waren. Daarbij heeft de bank zich onder meer beroepen op het feit dat de belegger bij aanvang van de dienstverleningsrelatie reeds uitgebreide, internationale kennis van en ervaring met financiële instrumenten had, al dan niet via mede door hem bestuurde of mede aan hem toebehorende beleggingsondernemingen. Ook was de belegger bij aanvang van de relatie reeds uitzonderlijk vermogend en had de belegger zelfstandig toegang tot voor professionele effectenhandelaren bestemde informatie (waarvan de belegger actief gebruikmaakte) waarbij de

belegger een eigen backoffice had die zijn transacties professioneel administreerde. Tot slot heeft het hof niet de stelling verworpen dat de beheerder op uitzonderlijk grote schaal zou hebben gehandeld op beurzen in de hele wereld. De Hoge Raad gaat daarom in zijn arrest uit van de juistheid van deze stellingen van de bank.

6. De Hoge Raad overweegt in dit arrest dat voor de vaststelling van de inhoud van de zorgplicht jegens een belegger, de door de bank aangevoerde omstandigheden van belang zijn. Het hof had derhalve niet kunnen volstaan met de overweging dat de belegger niet kwalificeert als een "professionele belegger" conform de destijds geldende publiekrechtelijke regels maar had ook andere (relevante) omstandigheden in zijn oordeelsvorming moeten betrekken. De Hoge Raad vernietigt derhalve het arrest van het Hof Amsterdam en verwijst het geding naar het Hof Den Haag voor verdere behandeling en beslissing.

7. In het publiekrecht is het antwoord op de vraag of een belegger kwalificeert als een professionele belegger als bedoeld in art. 1:1 Wft, van belang om te bepalen welke publiekrechtelijke gedragsregels door de desbetreffende beleggingsonderneming moeten worden nageleefd. Een beleggingsonderneming – waaronder ook verstaan dient te worden een bank die beleggingsdiensten verleent – dient bij aanvang van de relatie de belegger te classificeren als een in aanmerking komende tegenpartij, een professionele belegger of een niet-professionele belegger. De beleggingsonderneming dient de klant van deze classificatie op de hoogte te stellen (zie art. 4:18a Wft).

Classificeert een klant als een niet-professionele belegger, dan geniet de klant het "hoogste beschermingsniveau" hetgeen betekent dat een beleggingsonderneming alle publiekrechtelijke gedragsregels moet naleven die op de desbetreffende beleggingsdienstverlening van toepassing zijn. Classificeert de klant daarentegen als een professionele belegger, dan dient de beleggingsonderneming slechts een beperkt aantal gedragsregels na te leven. Zo hoeft een beleggingsonderneming bij de naleving van het ken-uw-cliënt-beginsel jegens een professionele belegger, geen informatie in te winnen omtrent diens financiële positie (art. 54 lid 3 Richtlijn 2017/656/EU).

8. De publiekrechtelijke definitie van het begrip professionele belegger kan conceptueel worden onderverdeeld in twee categorieën. Ten eerste, een categorie van instellingen die kwalificeren als een professionele belegger vanwege hun formele hoedanigheid. Het gaat hier bijvoorbeeld om banken, beleggingsondernemingen of pensioenfondsen. Ten tweede, ondernemingen die op basis van zogenoemde omvangcriteria kwalificeren als een professionele belegger. Ondernemingen die aan twee van de volgende drie criteria voldoen, kwalificeren ingevolge de wettelijke definitie van een professionele belegger namelijk als een professionele belegger:

(i) een balanstotaal van ten minste € 20 miljoen, (ii) een netto-omzet van ten minste € 40 miljoen en (iii) een eigen vermogen van ten minste € 2 miljoen.

Classificatie als een professionele belegger ingevolge deze omvangcriteria houdt dus geen verband met de formele hoedanigheid van de onderneming. Dit kan een onroerendgoedbedrijf zijn of – bijvoorbeeld – een ICT-bedrijf.

9. Het classificeren van een klant als een professionele belegger op basis van de omvangcriteria is weinig gelukkig omdat deze criteria geen betrouwbare indicatie vormen voor de aanwezigheid van enige deskundigheid op het gebied van beleggen. En juist de mate van daadwerkelijke deskundigheid zou mijns inziens een rol dienen te spelen bij het bepalen van de omvang van de zorgplicht jegens ondernemingen die op basis van de omvangcriteria classificeren als professionele beleggers. Daarentegen acht ik het wel verdedigbaar om instellingen op basis van hun formele hoedanigheid relevante deskundigheid toe te dichten, ongeacht of zij daadwerkelijk daarover beschikken.

10. Het onderscheid tussen professioneel en niet-professioneel wordt overigens niet consistent toegepast in het financieel toezichtsrecht. Zo is dit onderscheid wel van importantie bij beleggingsdienstverlening maar weer niet bij pensioenadvies. De bank die een beursgenoteerde onderneming adviseert over collectief pensioen, dient wel het volledige ken-uw-cliënt-beginsel na te leven terwijl diezelfde bank bij beleggingsdienstverlening aan diezelfde beursgenoteerde onderneming niet het volledige ken-uw-cliënt-beginsel hoeft na te leven indien deze onderneming op basis van de omvangcriteria kwalificeert als een professionele belegger (zie o.a. de AFM Leidraad tweedepijler pensioenadvies, augustus 2018).

11. Dat het publiekrechtelijke onderscheid tussen een niet-professionele belegger en een professionele belegger te rigide en daardoor weinig gelukkig is, blijkt treffend uit de Aanbevelingen Rentederivatendienstverlening die door de AFM in februari 2014 zijn gepubliceerd. Eén van de aanbevelingen van de AFM luidt: *“Beleggingsondernemingen moeten hun klanten indelen als professionele of niet-professionele belegger en hun klanten informeren over de gevolgen van de indeling voor het beschermingsniveau dat zij genieten. Het indelen op basis van inhoudelijke criteria, met name deskundigheid, in aanvulling op omvangcriteria, verdient de voorkeur”* (AFM ‘Aanbevelingen Rentederivatendienst-verlening’, februari 2014, p. 9). De Serière spreekt over een “strengere categorisering” maar ook over de relativering van deze categorisering nu overweging 86 uit de MIFID II-Richtlijn ook zo gelezen kan worden dat aan de algemene MiFID-loyaliteitsverplichting steeds overkoepelende gelding moet worden gegeven (V.P.G. De Serière ‘Het onderscheid tussen professionele beleggers en niet-professionele beleggers’ in Asser/De Seriere 2-IV, Deventer: Wolters Kluwer 2017/751).

12. De mate van daadwerkelijke deskundigheid dient ook van invloed te zijn op de omvang van de zorgplicht jegens niet-professionele beleggers. Niet iedere niet-professionele belegger is immers onkundig. Het uitgangspunt dat een niet-professionele belegger niet geacht wordt over relevante deskundigheid te beschikken, doet geen recht aan de realiteit.

De AFM heeft in haar boetebesluit Gooisch Effectenhuis aangegeven dat de verplichting om ingevolge het ken-uw-cliënt-

beginsel informatie in te winnen omtrent de kennis en ervaring van de belegger, ertoe strekt om de adviseur te helpen in te schatten welke informatie hij aan de klant moet geven. Alleen dan – zo is de gedachte – kan een adviseur de klant in staat stellen te begrijpen welke risico’s bepaalde beleggingen met zich brengen. Informatie over de kennis en ervaring helpt de adviseur ook om de antwoorden van de klant beter te interpreteren en het beleggingsbeheer of beleggingsadvies hierop aan te passen (AFM boetebesluit Gooisch Effectenhuis d.d. 10 september 2015). In aanvulling hierop merk ik op dat de mate van deskundigheid (kennis en ervaring) niet alleen relevant is met het oog op de omvang van de informatieplicht maar ook relevant ter bepaling van welke zorgplichten nageleefd moeten worden en de eventuele aanwezigheid van eigen schuld aan de zijde van de belegger (art. 6:101 BW. Zie ook HR 11 juli 2003 in «JOR» 2003/199, m.nt. Frielink).

13. Dat alle relevante omstandigheden in acht moeten worden genomen en dat het geen zwart-wit scenario is, blijkt ook uit de conclusie van A-G Wissink bij een eerder arrest van de Hoge Raad (HR 1 december 2017 in «JOR» 2018/71, m.nt. ‘t Hart). Aan deze conclusie kan de gedachte worden ontleend dat twee belangrijke factoren een rol spelen bij de bepaling van de omvang van de zorgplicht. Ten eerste, de vraag of een belegger een “zakelijke klant” is of niet. Aan een zakelijke klant kan weliswaar niet per definitie relevante deskundigheid op het gebied van beleggen worden toegekend, maar wel mag van een zakelijke klant worden verwacht dat deze over bepaalde vaardigheden beschikt, waaronder de vaardigheid om een advies in te winnen of de vaardigheid om te begrijpen dat aan een bepaald product specifieke risico’s verbonden zijn. A-G Wissink hierover: *“Relevante omstandigheid is voorts of de cliënt een particulier of ondernemer is, want van ondernemers wordt meer zelfredzaamheid verwacht.”* Ten tweede, de vraag of een belegger over relevante deskundigheid beschikt of niet. Het beschikken over relevante deskundigheid dient medebepalend te zijn voor de omvang van de zorgplicht die moet worden nageleefd jegens zowel een niet-professionele belegger als een onderneming die op basis van de omvangcriteria kwalificeert als een professionele belegger. De ene klant is de andere niet.

14. Dit arrest van de Hoge Raad past in de opvatting dat de publiekrechtelijke classificatie van een klant als professionele belegger niet van doorslaggevende betekenis is voor de omvang van de (civielrechtelijke) zorgplicht en dat die zorgplicht bepaald wordt door alle relevante omstandigheden van het geval. Daarbij dient de daadwerkelijke deskundigheid (de relevante kennis en ervaring waarover de klant daadwerkelijk beschikt) voorop te staan. Dit laatste doet recht aan de balans die er dient te zijn tussen de zorgplicht van een bank enerzijds en de verantwoordelijkheid van de belegger anderzijds.

dr. mr. F.M.A. ‘t Hart

advocaat te Amsterdam

VOETNOTEN

- 1) In de cassatiestukken van de zijde van [verweerder] wordt verweerder onder 1 aangeduid als IGB.
- 2) Zie rov. 2.3-2.16 van het bestreden arrest van het gerechtshof Amsterdam van 19 december 2017, [ECLI:GHAMS:2017:5279](#).
- 3) In feitelijke instanties was ook de moedermaatschappij van KBL, KBC Groep N.V., procespartij.
- 4) Dat wil zeggen dat de hoofdelijke veroordeling op grond van art. 2:403 BW alleen betreft de schade waarvoor TGB uit hoofde van een rechtshandeling jegens [verweerder] aansprakelijk is, te weten toerekenbaar tekortschieten in haar bijzondere zorgplicht en onjuiste advisering in Artiliium (rov. 3.19).
- 5) [verweerder] heeft in beide zaken een gecombineerde schriftelijke toelichting en een nota van repliek (in zaak 18/01158) tevens nota van dupliek (in zaak 18/01201) ingediend. TGB en KBL hebben in beide zaken een afzonderlijke schriftelijke toelichting ingediend.
- 6) De laatste twee volzinnen van rov. 3.5 worden overigens betrokken in de klachten van de subonderdelen 1.5 en 2.4.
- 7) HR 26 juni 1998, [ECLI:NL:HR:1998:ZC2686](#), NJ 1998/660 m.nt. C.J. van Zeven, rov. 3.6. Zie ook HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.3.
- 8) HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.4.
- 9) Deze verplichting strekt ertoe de cliënt te beschermen tegen relatief te grote financiële risico's, maar niet tegen ieder (koers)verlies dat hij op een transactie leidt. Zie HR 4 december 2009, [ECLI:NL:HR:2009:BJ7320](#), m.nt. M.R. Mok, rov. 3.7. De marginverplichting dient ook ter bescherming van de handel die er zeker van moet zijn dat verplichtingen worden nagekomen. Zie bijv. C.E. du Perron, *Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht*, in: M.W. Hesselink e.a. (red.), *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, 2003, p. 192.
- 10) Zie ook S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, 2006, p. 334-337; Asser/De Serie 2-IV 2017/808-810.
- 11) Daarbij geldt dat fouten van de cliënt die uit die lichtvaardigheid of dat gebrek aan inzicht voortkomen in beginsel minder zwaar wegen dan fouten van de bank waardoor deze in die zorgplicht is tekortgeschoten. Zie HR 23 mei 1997, [ECLI:NL:HR:1997:AG7238](#), NJ 1998/192 m.nt. C.J. van Zeven, rov.3.3; HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.3.
- 12) Hartlief, AA 2003/12, p. 934; C.E. du Perron in diens noot onder HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103; S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel*, 2006, p. 333-337; Van der Wiel. *MVV 2010/6*, p. 153.
- 13) HR 3 februari 2012, [ECLI:NL:HR:2012:BU4914](#), NJ 2012/95, rov. 3.6.1-3.6.2. Vgl. toegespitst op beleggingsadviesrelaties HR 14 augustus 2015, [ECLI:NL:HR:2015:2191](#), NJ 2016, rov. 3.3.3.
- 14) HR 24 december 2010, [ECLI:NL:HR:2010:BO1799](#), NJ 2011/251 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, rov. 3.4-3.5.
- 15) HR 23 mei 1997, [ECLI:NL:HR:1997:AG7238](#), NJ 1998/192 m.nt. C.J. van Zeven, rov. 3.3; HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.4.
- 16) HR 9 januari 1998, [ECLI:NL:HR:1998:ZC2536](#), NJ 1999/285 m.nt. W.M. Kleijn, rov. 3.6.2; HR 24 januari 1997, [ECLI:NL:HR:1997:ZC2256](#), NJ 1997/260, rov. 4.2.1.
- 17) HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), NJ 2005/103 m.nt. C.E. du Perron, rov. 3.6.4.
- 18) B.T.M. van der Wiel, *MvV 2010/6*, p. 153-154, acht dit, onder voorbehoud, mogelijk; W.H. van Boom, *Bancaire zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid*, NTBR 2003, p. 561, acht het onwaarschijnlijk dat een dergelijke afspraak stand houdt; C.E. du Perron, *Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht*, in: M.W. Hesselink e.a. (red.), *Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit*, 2003, p. 192, meent dat de cliënt geen afstand kan doen van de bescherming die de marginverplichting biedt; de bank moet de cliënt beschermen tegen loss aversion terwijl de marginverplichtingen er mede zijn om het functioneren van de markt te beschermen.
- 19) Memorie van antwoord nr. 113. Zie ook conclusie van antwoord nr. 62 en memorie van antwoord nr. 87.
- 20) Dagvaarding nrs. 40-41. Zie voor deze termen de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 4.1.
- 21) Zie HR 5 juni 2009, [ECLI:NL:HR:2009:BH2815](#), NJ 2012/182 m.nt. J.B.M. Vranken, rov. 4.11.5; HR 16 juni 2017, [ECLI:NL:HR:2017:1107](#), NJ 2017/363 m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai, rov. 4.2.5; HR 14 december 2018, [ECLI:NL:HR:2018:2298](#), rov. 3.4.2
- 22) Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, PbEG L 145. Zie ook Richtlijn 2006/73/EG, PbEG L 241 (Uitvoeringsrichtlijn MiFID) en Vo. 1287/2006, PbEG L 241 (Uitvoeringsverordening MiFID). De genoemde richtlijnen zijn per 1 november 2007 omgezet in de Wft. Per 3 januari 2018 geldt het MiFID II-regime (Richtlijn 2014/64/EU, Pb L 173 zoals gewijzigd door Richtlijn 2016/1034/EU, PbEU L 175; Vo. 2014/600, PbEU L 173 zoals gewijzigd door Vo. 2016/1033, PbEU L 175), dat in deze zaak nog niet van toepassing is.

- 23) Zie nader mijn conclusie sub 3.5.1-3.5.2 voor HR 22 februari 2019, [ECLI:NL:HR:2019:267](#) (art. 81 RO), met bronvermeldingen, waaraan is toe te voegen P.W.J. Verbruggen, Privaatrechtelijke zorgplichten en Europese maximumharmonisatie, WPNR 2018/7215.
- 24) Het hof heeft ook geoordeeld dat niet is gebleken van enige waarschuwing van TGB dat de tekorten aan het oplopen waren of dat er sprake zou zijn van onderdekking of van onvoldoende saldi tot aan de margin call van 13 augustus 2008 (rov. 3.8 en 3.10), maar op dat oordeel ziet subonderdeel 1.9 niet.
- 25) De schriftelijke toelichting verwijst in nr. 1.25 (noot 32) ter illustratie nog naar HvJEU 9 november 2017, C-489/15, [ECLI:EU:C:2017:834](#) (CTL Logistics/DB Netz). Deze zaak betreft de vraag of onder publiekrechtelijk toezicht door de Duitse beheerder van het spoorwegennet vastgestelde tarieven nog kunnen worden getoetst aan de billijkheid op voet van § 315 BGB indien deze tarieven zijn opgenomen in standaardovereenkomsten tussen de beheerder van het spoorwegennet en een private spoorvervoeronderneming. Het HvJEU acht dat niet toegestaan, want (punt 75): “De billijkheidstoetsing die plaatsvindt op grond van § 315 BGB in het kader van een overeenkomst enerzijds en de spoorwegregelgeving zoals die voortvloeit uit richtlijn 2001/14 anderzijds, zijn gegrond op verschillende overwegingen die, bij toepassing op een enkele overeenkomst, kunnen leiden tot tegenstrijdige resultaten.”
- 26) Zie bijvoorbeeld de toelichting op art. 4:20 Wft in de MvT ter implementatie van de MiFID, kamerstukken II, 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 122: “(...) Een beleggingsonderneming dient informatie te verstrekken over zijn onderneming en de aangeboden diensten, over de financiële instrumenten waarop de diensten betrekking hebben en de voorgestelde beleggingsstrategieën (hieronder vallen passende toelichting en waarschuwingen over de risico’s verbonden aan beleggingen in deze instrumenten of aan bepaalde beleggingsstrategieën), de plaatsen van uitvoering en kosten en bijbehorende lasten.”; V.M. Neering, Aansprakelijkheid in de financiële sector (O&R nr. 78) 2013/11.5.2: “In art. 19 lid 3 MiFID, waarop art. 4.20 Wft is gebaseerd, behoort tot de passende informatie die moet worden verstrekt, echter ook informatie en waarschuwingen over de risico’s verbonden aan de financiële instrumenten (...)” Of “informereren” en “waarschuwen” in deze citaten dezelfde betekenis hebben als in het kader van de civielrechtelijke zorgplicht, kan thans in het midden blijven.
- 27) Hierop wijst terecht de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 7.1.41.
- 28) Conclusie van antwoord nr. 85.
- 29) HR 4 december 2009, [ECLI:NL:HR:2009:BJ7320](#), NJ 2010, 67 m.nt. M.R. Mok, rov. 3.7.
- 30) In de conclusie van antwoord nr. 85 en de conclusie van dupliek nr. 15.
- 31) In de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nrs. 7.1.52 en 7.1.54 en in de dupliek nr. 3.2 wordt opgemerkt dat dit betrekking heeft op het verlies per positie in aandelen, waarover [verweerder] wel informatie kreeg. Ik vond dit niet terug in de memorie van grieven nr. 314, waarnaar wordt verwezen, of nrs. 362 of 386.
- 32) Conclusie van antwoord nr. 63 (“De spanlimiet was wel de berekeningsgrondslag voor de hoogte van de kredietfaciliteit. De maximale hoogte van de kredietfaciliteit was ongeveer 10 miljoen euro.”); conclusie van dupliek nr. 12 (“De maximale omvang van de warehousefaciliteit werd bepaald door een zgn. SPAN-limiet. De SPAN-limiet vormde in de relatie tussen partijen de grondslag voor de berekening van de hoogte van het krediet dat [verweerder] genoot voor het uitvoeren van zijn transacties. De kredietlimiet was, zoals toegelicht in de conclusie van antwoord onder 63 e.v., aldus 10 miljoen euro.”); memorie van antwoord nr. 81 (“de beschikbare kredietruimte van 10 miljoen”).
- 33) Memorie van antwoord nrs. 63 (“De SPAN-limiet was in feite een (krediet)limiet.”), 66 (“De overeengekomen SPAN-limiet betekende in de relatie tussen [verweerder] en TGB dus het bestaan van een kredietafpraak. Het was (...) een afspraak waarbij de hoogte van liet krediet werd bepaald door de SPAN-limiet.”) en 67 (“[verweerder] zelf is ook steeds uitgegaan van een krediethoogte die was gekoppeld aan de SPAN-limiet”).
- 34) Memorie van antwoord nr. 46.
- 35) Conclusie van antwoord nr. 80, conclusie van dupliek nr. 52 en memorie van antwoord nr. 45.
- 36) Deze bepaling hield destijds in dat een beleggingsonderneming mag vertrouwen op de door de cliënt verstrekte informatie over de in artikel 4:23, eerste lid, onderdeel a, en artikel 4:24, eerste lid, van de Wft genoemde onderwerpen, tenzij zij weet of zou moeten weten dat deze informatie gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is.
- 37) HR 25 januari 2013, [ECLI:NL:HR:2013:BY1071](#), NJ 2013/69, rov. 3.4.2; HR 28 maart 2014, [ECLI:NL:HR:2014:735](#), NJ 2015/365 m.nt. P.B. Hugenholtz, rov. 5.3.2; T.F.E. Tjong Tjin Tai, De schadestaatprocedure, 2012, par. 4.2.2; T.F.E. Tjong Tjin Tai, De ambivalente regeling van de schadestaatprocedure, TCR 2008/1, p. 1.
- 38) Vgl. in het kader van vordering van een collectieve beheersorganisatie tot schadevergoeding op te maken bij staat, HR 28 maart 2014, [ECLI:NL:HR:2014:735](#), NJ 2015/365 m.nt. P.B. Hugenholtz, rov. 5.3.2: “Daartoe behoeft niet tevens aangevoerd en vastgesteld te worden welke afzonderlijke ‘categorie A-inbreuken’ (van welke kabelexploitant, jegens welke rechthebbende en met betrekking tot welke heruitzendingen) hebben

- plaatsgevonden. Die vragen kunnen in de schadestaatprocedure beantwoord worden teneinde de omvang van de schadevergoeding te bepalen.”.
- 39) Vgl. echter de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 7.1.86.
- 40) Zie de vindplaatsen genoemd in de schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] nr. 7.1.87.
- 41) T.F.E. Tjong Tjin Tai, De schadestaatprocedure, 2012, par. 442-443, 542.
- 42) “Sterker nog, (...), de vaste adviseur van [verweerder], gaf toen [verweerder] aan de bel trok vanwege toenemende onrust op de financiële markten in het voorjaar van 2008 – meermalen en onbetwist het advies zijn posities te handhaven.”
- 43) Het hof constateert dat daarbij sprake was van een belangenconflict en dat TGB onvoldoende heeft weersproken dat zij haar eigen belang voorop heeft gesteld.
- 44) Zie de conclusie van antwoord nr. 113 en de conclusie van dupliek nr. 62.
- 45) Rov. 3.17: “In de eventuele schadestaatprocedure kan beoordeeld worden in hoeverre schade is geleden als gevolg van het niet naleven van de zorgplicht door TGB enerzijds en in vergelijking tot de feitelijke liquidatie anderzijds.”
- 46) Rov. 3.19: “alleen die tekorten die het gevolg zijn van de schending van de bijzondere zorgplicht (waaronder schending van de marginverplichtingen), eventueel gecorrigeerd met een bepaalde mate van eigen schuld, komen voor rekening en risico van TGB.”
- 47) De schriftelijke toelichting zijdens [verweerder] vermeldt dat het incidentele beroep is ingesteld voor het geval de Hoge Raad oordeelt dat het hof de grondslag van de aansprakelijkheid van TGB niet in voldoende mate heeft vastgesteld. Zie nr. 7.1.81 en vgl. nr. 7.1.78.
- 48) Memorie van grieven nrs. 369-370; pleitnota in appel nrs. 75-76.
- 49) Memorie van grieven nrs. 278, 361 sub 18-20, 371.
- 50) Memorie van grieven nrs. 248, 372.
- 51) Memorie van grieven nrs. 322-325, 342.
- 52) Memorie van grieven nrs. 24-25, 292-293, 374-376.
- 53) Memorie van grieven nrs. 260-262, 377.
- 54) Memorie van grieven nrs. 87-88, 246, 279-284, 348, 378-379.
- 55) Memorie van grieven nrs. 246, 249-253, 290-291, 303, 314-319-321, 342, 380-382; pleitnota in appel nr. 30.
- 56) Memorie van grieven nrs. 270-275, 283, 294-300, 302-303, 313-314, 348, 383-384; pleitnota in appel nr. 23.
- 57) Memorie van grieven nrs. 302-304, 306, 308-311, 319-320, 327, 328-339, 348, 385-386; pleitnota in appel nrs. 66-67.
- 58) Memorie van grieven nrs. 349-359, 387-392; pleitnota in appel nrs. 41-46, 99.
- 59) Memorie van grieven nrs. 139-142, 393-396.
- 60) Memorie van grieven nrs. 285, 397-399.
- 61) Rb. Amsterdam 19 november 2014, [ECLI:NL:RBAMS:2014:8410](#).
- 62) Hof Amsterdam 19 december 2017, [ECLI:NL:GHAMS:2017:5279](#).
- 63) [ECLI:NL:HR:2019:1844](#).
- 64) Zie onder meer HR 8 februari 2013, [ECLI:NL:HR:2013:BY4600](#), rov. 4.3.1.
- 65) Zie onder meer HR 28 juni 2019 («JOR» 2019/223, m.nt. Strijbos; *red.*), [ECLI:NL:HR:2019:1046](#), rov 3.5.5.
- 66) Zie HR 11 juli 2003, [ECLI:NL:HR:2003:AF7419](#), rov 3.6.4.
- 67) HR 2 september 2016, [ECLI:NL:HR:2016:2013](#), rov 1.6.