

# De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht

De indirecte invloed van de MiFID II op privaatrechtelijke aansprakelijkheid op het gebied van beleggingsdienstverlening en de onderbelichte invloed van de Richtlijn OHP<sup>1</sup>

Mr. M.W. Wallinga\* en mr. drs. A.C.W. Pijls\*\*

## 1. Inleiding

De laatste jaren hebben Europese wet- en regelgeving in toenemende mate een spanningsveld blootgelegd tussen het financieel toezichtrecht en het nationaal privaatrecht. Dit spanningsveld doet zich met name gevoelen op het gebied van beleggingsdienstverlening. Het financieel toezichtrecht heeft zich de afgelopen jaren in extreem hoog tempo ontwikkeld. De financiële crisis van 2008 heeft daarbij gefunctioneerd als een katalysator van hervormingen over de gehele breedte van het financieel toezichtrecht. Een van de voornaamste voorbeelden van deze hervormingen is de *Markets in Financial Instruments Directive II* (MiFID II),<sup>2</sup> waarvan de Nederlandse implementatie per 3 januari 2018 in werking is getreden.<sup>3</sup> De MiFID II beoogt, samen met de daaraan gekoppelde *Markets in Financial Instruments Regulation* (MiFIR),<sup>4</sup> de transparantie en de werking van financiële markten te verbeteren. Daarnaast beoogt het regelkader marktintegriteit te bevorderen en mede in het licht daarvan bij te dragen aan een hoog niveau van beleggersbescherming.

De doelstelling van beleggersbescherming probeert het regelkader – naast het instellen van nieuwe clearingvereisten en het aannemen van een *product governance*-regime – te bereiken via het versterken van de gedragsregels die beleggingsondernemingen moeten naleven bij het verlenen van beleggingsdiensten, zoals vermogensbeheer en beleggingsadvies, aan (particuliere) beleggers.<sup>5</sup> Belangrijke voorbeelden van deze gedragsregels zijn de verplichting om voorafgaand aan het verstrekken van beleggingsadvies informatie in te winnen bij een belegger over diens financiële situatie, risicobereidheid en beleggingsdoelstellingen en daarop de dienstverlening aan te passen en de verplichting om informatie te verstrekken over de aard

en risico's van een voorgestelde belegging. De implementatie van deze MiFID II-gedragsregels zal net als bij voorganger MiFID plaatsvinden in de Wet op het financieel toezicht (Wft) in de vorm van verplichtingen met betrekking tot zorgvuldige dienstverlening. Deze verplichtingen worden verder uitgewerkt in secundaire regelgeving van het financieel toezichtrecht zoals het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo) en de Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen (NRgfo) en in door de AFM nader op te stellen richtlijnen. De verplichtingen die de Commissie ter uitwerking van de zojuist genoemde gedragsregels heeft neergelegd in de Gedelegeerde Verordening betreffende de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en betreffende de definitie van begrippen voor de toepassing van MiFID II (Gedelegeerde Verordening MiFID II)<sup>6</sup> behoeven in beginsel echter geen implementatie.

Het spanningsveld tussen de MiFID II en het nationaal privaatrecht vloeit voort uit de aard van deze in het financieel toezichtrecht geïmplementeerde gedragsregels. Hoewel de gedragsregels zijn geschreven vanuit het perspectief van toezichtrechtelijke normering en handhaving, beogen zij tevens het gedrag te normeren van beleggingsondernemingen in de verhouding met (particuliere) beleggers.<sup>7</sup> Ondanks dat de gedragsregels dus niet in het civiele recht zijn geïmplementeerd, kunnen zij daarmee wel relevant zijn voor het civiele recht. Wat meespeelt bij deze mogelijke beïnvloeding is dat vergelijkbare verplichtingen reeds tot stand zijn gekomen in de Nederlandse civiele rechtspraak over financiële dienstverlening. De onderliggende problematiek beperkt zich overigens niet tot de MiFID II. Een vergelijkbare discussie speelt zich af op

\* Mr. M.W. Wallinga is promovendus aan de Rijksuniversiteit Groningen en verbonden aan het Groningen Centre for European Financial Services Law.

\*\* Mr. drs. A.C.W. Pijls is docent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan de Erasmus School of Law.

1. De auteurs bedanken Kleis Broekhuizen en Mark Wissink voor hun waardevolle commentaar op een eerder concept van dit artikel.  
 2. Richtlijn 2014/65/EU (*PbEU* 2014, L 173/349).  
 3. *Stb.* 2017, 514. De vereiste wijzigingen zijn doorgevoerd in de Wft door middel van de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 (*Stb.* 2017, 512).  
 4. Verordening (EU) 600/2014 (*PbEU* 2014, L 173/84).  
 5. Zie afdeling 2 van MiFID II, getiteld 'Bepalingen ter bescherming van de belegger'.  
 6. Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van de Commissie (*PbEU* 2017, L 87/1).  
 7. Zie hierover in het algemeen: O.O. Cherednychenko, 'Public Supervision over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?', *ERPL* 2014, afl. 1; O.O. Cherednychenko, 'Het private in het publiekrecht: over de opmars van het financiële "toezichtprivaatrecht" en zijn betekenis voor het verbintenissenrecht', *RMThemis* 2012, afl. 5, p. 223-236.

het terrein van onder meer de Prospectusrichtlijn,<sup>8</sup> de Transparantierichtlijn<sup>9</sup> en de Verordening marktmissbruik.<sup>10</sup> Ook op deze gebieden formuleert het Europese recht gedragsregels die van invloed kunnen zijn op het civiele recht.

Deze bijdrage onderzoekt de verhouding tussen de implementatie van de MiFID II-gedragsregels en het Nederlandse civiele recht. Meer specifiek spitst het onderzoek zich toe op de vraag naar de invloed van de MiFID II op het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht. De opzet van de bijdrage is als volgt. In par. 2 maken wij eerst enkele algemene opmerkingen over MiFID II, waarbij wij vooral ingaan op de harmonisatierijkwijdte van de richtlijn. In par. 3 bespreken wij welke gevolgen de MiFID II-gedragsregels hebben voor privaatrechtelijke normstelling. In par. 4 staan wij vervolgens stil bij de in de Nederlandse literatuur onderbelichte invloed van de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken<sup>11</sup> op privaatrechtelijke normstelling in de context van MiFID II. In par. 5 gaan wij daarna in op het (bewijs van) causaal verband bij aansprakelijkheid wegens schending van de (geïmplementeerde) MiFID II-gedragsregels. In par. 6 sluiten wij af met een conclusie. Wij hebben nog een opmerking vooraf en die is dat als wij het in het vervolg hebben over schending van de (geïmplementeerde) MiFID II-gedragsregels, deze schending niet alleen hoeft te zijn gelegen in het overtreden van de (geïmplementeerde) gedragsregels van MiFID II, maar deze schending tevens kan zijn gelegen in het overtreden van de (uitwerking van die) gedragsregels in de Gedelegeerde Verordening MiFID II.

## 2. MiFID II en de verhouding tot nationaal (privaat)recht

### 2.1. Implementatie van de MiFID II

De verhouding tussen de MiFID II en het Nederlandse privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht wordt in vergaande mate bepaald door het feit dat het gaat om een richtlijn. Om haar werking in de verhouding tussen privaatrechtelijke partijen te hebben, dient een richtlijn in

beginsel te worden omgezet in nationaal recht. Daarbij rust op lidstaten de verplichting om de doelstellingen van een richtlijn te bereiken. Lidstaten genieten doorgaans de vrijheid om bij de vertaling van een richtlijn en de daarmee beoogde doelstellingen in het nationale recht de vorm en middelen – publiekrechtelijk, privaatrechtelijk of een combinatie daarvan – te kiezen. Richtlijnen zijn immers slechts verbindend ten aanzien van het te bereiken resultaat (art. 288 VWEU). De genoemde implementatievrijheid van lidstaten kan beperkt worden, maar dan dient dat noodzakelijk te zijn voor het realiseren van de doelstellingen van de richtlijn. De invloed die de MiFID II uitoefent op het nationale recht hangt daarmee samen met de vraag wat op welke manier en met welke intensiteit geharmoniseerd dient te worden om het nuttig effect van de richtlijn te bereiken. Het gaat met andere woorden dus om de vraag wat precies de harmonisatierijkwijdte is van de MiFID II en met welke intensiteit zij hetgeen onder die reikwijdte valt, beoogt te harmoniseren.<sup>12</sup> Wij staan slechts kort stil bij de harmonisatiegraad van de MiFID II. Gegeven de harmonisatierijkwijdte van de MiFID II (zie par. 2.2), lijkt de harmonisatiegraad namelijk van ondergeschikt belang voor (het antwoord op) de vraag wat de verhouding van de richtlijn is tot het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht. Gelet op art. 24 lid 12 MiFID II, die in voorganger MiFID was opgenomen in art. 4 MiFID Uitvoeringsrichtlijn,<sup>13</sup> en gelet op het feit dat de MiFID II in algemene zin onduidelijk blijft over de precieze harmonisatiegraad, kan betoogd worden dat de richtlijn geen *de jure* maximumharmonisatie van de daarin neergelegde gedragsregels nastreeft.<sup>14</sup> De toenemende inzet van *softlaw*instrumenten op zowel Europees als nationaal niveau kan echter wel *de facto* leiden tot een verdergaande mate van (onverplichte) harmonisatie.<sup>15</sup> De nadere specificering door de Commissie van de MiFID II-gedragsregels in de eerdergenoemde Gedelegeerde Verordening MiFID II, die wat betreft de harmonisatiegraad het lot deelt van de MiFID II-gedragsregels die het uitwerkt en daarmee eveneens (een vorm van) minimumhar-

8. Richtlijn 2003/71/EG (*PbEG* 2003, L 345/64), zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2010/73/EU (*PbEU* 2010, L 327/1). Wij wijzen erop dat de Prospectusrichtlijn met ingang van 21 juli 2019 zal worden vervangen door de onlangs in werking getreden Prospectusverordening (Verordening (EU) 1129/2017 (*PbEU* 2017, L 168/12)), zie ook par. 5 hierna.

9. Richtlijn 2004/109/EG (*PbEU* 2004, L 390/38), zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2013/50/EG (*PbEU* 2013, L294/13).

10. Verordening (EU) 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

11. Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22).

12. Zie in meer detail: M.W. Wallinga, 'Invloed van Europese *soft law* op privaatrechtelijke normstelling op het gebied van financiële dienstverlening', *NTBR* 2015/40, p. 267 e.v.; M.W. Wallinga, 'Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa', *NTBR* 2014/35, p. 294 e.v.; Cherednychenko 2012, p. 233; O.O. Cherednychenko, 'Full Harmonization of Retail Financial Services Contract Law in Europe', in: S. Grundmann & Y.M. Atamer (red.), *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2011, p. 247 e.v.; M. Tison, 'De bescherming van de belegger in het kapitaalmarktrecht: de hobbelijke weg naar een Europees *Ius commune*', *WP* 2008/07, p. 8 e.v.

13. Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie (*PbEU* 2006, L 241/26). Door sommigen wordt art. 4 van deze richtlijn aangevoerd als een aanwijzing voor de stelling dat de MiFID maximumharmonisatie zou beogen te realiseren. Gelet op de Lamfalussy-wetgevingsprocedure waarop de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn berusten en gelet op het feit dat de Commissie voor het uitvaardigen van de Uitvoeringsrichtlijn de bevoegdheid ontleent aan de MiFID als kaderrichtlijn, zijn wij echter van mening dat de bepaling geen gevolgen heeft voor de harmonisatiegraad van de MiFID. Zie hierover: Wallinga 2015, p. 268.

14. Zie in meer detail: Wallinga 2015; Wallinga 2014. Zie ook HvJ EU 29 april 2015, ECLI:EU:C:2015:286 (*Nationale-Nederlanden/Van Leeuwen*), waarin het Hof een vergelijkbare bepaling opgenomen in de derde levensrichtlijn lijkt te beschouwen als een indicatie voor minimumharmonisatie. Zie in meer detail over deze uitspraak: M.W. Wallinga & O.O. Cherednychenko, 'Nationale Nederlanden/Van Leeuwen: was de uitspraak het wachten waard? Over Europese harmonisatie van het nationale privaatrecht, het rechtszekerheidsbeginsel en de betekenis voor beleggingsdienstverlening', *NTBR* 2016/3 (hierna: Wallinga & Cherednychenko 2016).

15. Zie over dit laatste: Wallinga 2015.

monisatie beoogt te realiseren,<sup>16</sup> draagt daar overigens aan bij.

## 2.2. Harmonisatiereikwijdte

Hoewel hierover een interessant debat bestaat in de Nederlandse literatuur, lijkt te kunnen worden aangenomen dat de harmonisatiereikwijdte van de MiFID II evenals die van haar voorganger MiFID zich niet uitstrekt tot het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht.<sup>17</sup> De richtlijnen zwijgen namelijk over de verhouding tot het algemene privaatrecht, de rechten die beleggers aan de richtlijnen kunnen ontleen en de invloed op privaatrechtelijke remedies. De focus van de MiFID en MiFID II ligt op harmonisering van de verhouding tussen toezichthouder en beleggingsonderneming en de toezichtrechtelijke handhaving van de in de richtlijn opgenomen plichten.<sup>18</sup> Dat de richtlijnen bepalingen bevatten die al dan niet zijdelings relevant kunnen zijn voor privaatrechtelijke verhoudingen, maakt dat niet anders. De aanloop naar de herziening van de MiFID onderstreept de conclusie over de harmonisatiereikwijdte van de richtlijn.<sup>19</sup> In het voorstel van de MiFID II stelde de Commissie in de openbare raadpleging voor om een principe van privaatrechtelijke aansprakelijkheid op te nemen. Het voorstel dat ertoe zou leiden dat harmonisatie van privaatrechtelijke aansprakelijkheid onder de reikwijdte van de richtlijn zou worden gebracht, is uiteindelijk na tegenstand niet terechtgekomen in het voorstel en de uiteindelijke versie van de MiFID II.<sup>20</sup>

In de vorm van art. 69 lid 2 *in fine* bevat de MiFID II een intrigerende toevoeging ten opzichte van haar voorganger. De bepaling verplicht lidstaten om een mechanisme in het nationale recht te implementeren op basis waarvan, kort gezegd, compensatie wordt betaald of een andere herstelmaatregel wordt genomen voor verlies of schade als gevolg van schending van de MiFID II. Hoewel deze verplichting iets lijkt te zeggen over de privaatrechtelijke verhouding tussen beleggingsonderneming en beleggers, brengt zij de privaatrechtelijke dimensie niet onder de

harmonisatiereikwijdte van de richtlijn.<sup>21</sup> De verplichting is immers opgenomen in een bepaling over bevoegdheden waarover toezichtrechtelijke autoriteiten volgens de richtlijn dienen te beschikken en strekt zich daarmee niet uit tot het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht.

Ook de karakterisering van art. 69 lid 2 *in fine* MiFID II als codificatie van het Europese effectiviteitsbeginsel brengt in beginsel geen verandering teweeg voor de harmonisatiereikwijdte van de richtlijn.<sup>22</sup> Dit algemene beginsel van Europees recht behelst de verplichting voor lidstaten om effectieve sancties op te nemen in het nationale recht met het oog op het garanderen van de werking van een richtlijn. Daarbij mag het nationale recht uitoefening van door het Europese recht verleende rechten niet onmogelijk of uiterst moeilijk maken.<sup>23</sup> De redenering dat de MiFID II via de band van (codificatie van) het effectiviteitsbeginsel zich uitstrekt tot harmonisatie van privaatrechtelijke aansprakelijkheid, gaat uit van de veronderstelling dat het nationale recht, indien enkel het toezichtrecht wordt geharmoniseerd, niet in staat is om de doelstellingen van de richtlijn te realiseren. De redenering veronderstelt met andere woorden dat harmonisatie van privaatrechtelijke aansprakelijkheid noodzakelijk is voor het garanderen van het nuttig effect van de MiFID II. Mede gelet op de focus van de richtlijn op de toezichtrechtelijke dimensie, rechtvaardigt het neerleggen van de verplichting in art. 69 lid 2 *in fine* MiFID II echter veeleer de conclusie dat het nuttig effect van de richtlijn voldoende wordt bereikt door middel van toezichtrechtelijke handhaving en door het uitrusten van nationale toezichthouders met het door art. 69 MiFID II voorgeschreven toezichtinstrumentarium.<sup>24</sup> Deze conclusie lijkt te worden ondersteund door het antwoord van het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJ) op de in de zaak *Genil/Bankinter* gestelde prejudiciële vraag naar de contractenrechtelijke gevolgen van schending van de in voorloper MiFID opgenomen onderzoeksverplichting.<sup>25</sup> Op basis van deze verplichting dienen beleggingsondernemingen voorafgaand aan het sluiten van een overeen-

16. Gelet op het feit dat de Commissie gebonden is aan de delegatiebevoegdheid die is opgenomen in de MiFID II en gelet op de hiërarchie die in algemene zin bestaat tussen enerzijds een kaderrichtlijn of -verordening en anderzijds de nadere uitwerking van zo'n richtlijn of verordening in een uitvoeringsrichtlijn of -verordening, kan de Commissie met de Gedelegeerde Verordening MiFID II in principe geen verdergaande harmonisatie teweegbrengen dan de harmonisatiegraad van (het deel van) MiFID II waarop de uitwerking is gebaseerd.

17. Wallinga 2015; Cherednychenko 2011, p. 247 e.v.; Tison 2008, p. 8 e.v. Zie ook voor een uitstap naar Duitsland: BGH 17 september 2013, XI ZR 332/12, nr. 15. Vgl. I.P.M.J. Janssen, *De civielrechtelijke zorgplicht van de beleggingsdienstverlener jegens de niet-particuliere cliënt* (diss. Nijmegen), Deventer: Wolters Kluwer 2017; D. Busch, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten: preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 209 e.v.; meer algemeen: W.M.A. Kalkman, "Nationale-Nederlanden/Van Leeuwen: was de uitspraak het wachten waard?" – een reactie, *NTBR* 2016/27.

18. De MiFID II vereist van lidstaten om bevoegde publiekrechtelijke autoriteiten aan te wijzen die toe moeten zien op naleving van in de richtlijn neergelegde verplichtingen (art. 67 MiFID II) en deze autoriteiten te voorzien van alle benodigde toezichtrechtelijke bevoegdheden (art. 69 MiFID II). Daarnaast legt de MiFID II aan lidstaten de verplichting op om de mogelijkheid tot het opleggen van doeltreffende, evenredige en afschrikkende administratieve sancties en maatregelen in het nationale recht te implementeren (art. 70 MiFID II).

19. COM(2011)656 (Voorstel herziening MiFID). Zie voor de openbare raadpleging: [ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf), laatstelijk geraadpleegd 19 augustus 2017.

20. O.O. Cherednychenko, 'Contract Governance in the EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law', *ELJ* 2015, afl. 4, p. 505; Wallinga 2015, p. 269; N. Moloney, 'Liability of asset managers: a comment', *CMLJ* 2012, afl. 4, p. 421.

21. Vgl. Busch 2015, p. 212 e.v.

22. Idem.

23. HvJ EU 19 juli 2012, ECLI:EU:C:2012:478, C-591/10, r.o. 27 (*Littlewoods*); HvJ EU 20 september 2001, ECLI:EU:C:2001:465, C-453/99, r.o. 29 (*Courage/Crehan*).

24. Zie ook: Wallinga 2014, par. 5.2.

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

komst inzake een financieel instrument onderzoek te doen naar bepaalde (op financieel gebied relevante) eigenschappen van de cliënt om te kunnen beoordelen of het overwogen instrument met deze eigenschappen overeenstemt. Het HvJ voorziet de prejudiciële vraag van een ontkennend en op toezichtrechtelijke handhaving gericht antwoord.<sup>26</sup> Centraal in de uitspraak stelt het HvJ art. 51 MiFID, dat aan lidstaten de verplichting oplegt om in het nationale recht te voorzien in de mogelijkheid om schending van MiFID-bepalingen te bestraffen met toezichtrechtelijke sancties en maatregelen. De bepaling verplicht lidstaten, aldus het HvJ, niet tot het verbinden van contractenrechtelijke gevolgen aan schending van de genoemde onderzoeksverplichting. Het HvJ spreekt in dit kader van een ontstentenis van de richtlijn op het gebied van de werking van algemeen privaatrecht. De centrale plaats die art. 51 MiFID in de uitspraak inneemt, kan daarmee aldus geïnterpreteerd worden dat reeds aan de eisen, opgelegd door het effectiviteitsbeginsel, wordt voldaan als het nationale recht voorziet in de mogelijkheid tot het opleggen van de administratieve sancties die zijn opgenomen in de bepaling.<sup>27</sup> De uitspraak lijkt met andere woorden te onderstrepen dat de harmonisatie die de richtlijn teweegbrengt zich uitstrekt tot de toezichtrechtelijke en niet tevens tot de privaatrechtelijke dimensie.<sup>28</sup>

Daarnaast stuit het aanvaarden van de stelling, dat (codificatie van) het effectiviteitsbeginsel het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht onder de harmonisatierijkwijdte van de MiFID II brengt, op constitutionele bezwaren.<sup>29</sup> Trekken we deze stelling namelijk door, dan kan elke richtlijn, die al dan niet zijdelings relevant is voor privaatrechtelijke verhoudingen en regels bevat ter bescherming van een bepaalde private partij, via de achterdeur nationaal privaatrechtelijk aansprakelijkheidsrecht harmoniseren. Deze redenering staat haaks op de afwijzing in de aanloop naar de MiFID II van het opnemen van een beginsel van privaatrechtelijke aansprakelijkheid dat tot een dergelijke harmonisatie zou hebben geleid. Daarnaast gaat de redenering voorbij aan de vraag of de gehanteerde rechtsgrondslag (art. 53 lid 1 VWEU) de Europese wetgever de bevoegdheid geeft om het algemene privaatrecht te harmoniseren.<sup>30</sup> Daarmee lijkt de redenering afbreuk te doen aan de fundamentele bevoegdheidsverdeling tussen de Europese Unie en de lidstaten.

### 3. MiFID II en privaatrechtelijke normstelling

De voorgaande paragraaf laat zien dat de MiFID II niet de vrijheid van lidstaten beperkt om het eigen privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht vorm te geven. Dat betekent echter *niet* dat de richtlijn geen gevolgen kan hebben voor dit rechtsgebied. De invloed van de MiFID II op privaatrechtelijke normstelling is de eerste manier waarop de richtlijn de werking van het Nederlandse aansprakelijkheidsrecht indirect kan beïnvloeden. Meer specifiek gaat het hierbij om de invloed die de MiFID II-gedragsregels uitoefenen op de beslissing van de civiele rechter of al dan niet sprake is van een privaatrechtelijke normschending.<sup>31</sup> Deze invloed is in de literatuur bediscussieerd in het kader van de vraag of civiele rechters gebonden zijn aan voorganger MiFID of wat aan de hand daarvan is neergelegd in de Wft.<sup>32</sup> In de kern gaat het hierbij om de vraag of civiele rechters aan beleggingsondernemingen strengere of soepelere verplichtingen mogen opleggen dan voortvloeien uit de richtlijn. Gelet op de harmonisatierijkwijdte van beide richtlijnen, dient deze vraag onder MiFID II – evenals onder voorganger MiFID – bevestigend te worden beantwoord.<sup>33</sup>

Civiele rechters genieten dus de vrijheid om aan beleggingsondernemingen zowel strengere als soepelere verplichtingen op te leggen dan waartoe zij zijn gehouden op basis van de (implementatie van de) MiFID II. Een voorbeeld van een strengere verplichting is het geval waarin de civiele rechter oordeelt dat een beleggingsonderneming, gelet op de bijzondere omstandigheden van het geval, verplicht is om de belegger uitdrukkelijk en in niet voor misverstand vatbare bewoordingen te waarschuwen voor aan een bepaalde belegging verbonden risico's, waarbij deze waarschuwing tevens is toegespitst op de (bijzondere eigenschappen van de) persoon van de belegger.<sup>34</sup> Op grond van (de implementatie van) art. 24 lid 5 MiFID II kan een beleggingsonderneming in beginsel echter volstaan met het verschaffen van deze informatie in gestandaardiseerde vorm. Hetzelfde geldt in het kader van voorganger MiFID op basis van het in art. 4:20 lid 6 Wft geïmplementeerde art. 19 lid 3 MiFID. De bepaling die is opgenomen in art. 24 lid 12 MiFID II doet niet af aan de vrijheid van de civiele rechter tot een strengere privaatrechtelijke normstelling. Gelet op de harmonisa-

26. HvJ EU 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344, r.o. 57 (*Genil/Bankinter*).

27. Wallinga 2014, par. 4 en 5.2.

28. Zie in vergelijkbare zin: BGH 17 september 2013, XI ZR 332/12, nr. 27 e.v.

29. Zie in dit kader ook: M.W. Wallinga & O.O. Cherednychenko, 'Naschrift: harmonisatie van het nationale privaatrecht door de Derde levensrichtlijn', *NTBR* 2016/28.

30. Ondanks het ontbreken van een algemene wetgevingsbevoegdheid wordt aangenomen dat de Europese Unie het (materiële) privaatrecht in sommige gevallen kan harmoniseren op basis van art. 114 VWEU of mogelijk op basis van sectorspecifieke gronden. Zie daarover: J.-J. Kuipers, 'The Competence of the European Union in Private Law', in: A.S. Hartkamp e.a. (red.), *The Influence of EU Law on National Private Law*, Deventer: Kluwer 2014; H.-W. Micklitz, 'A Self-Sufficient European Private Law – A Viable Concept?', *EUI WP* 2012/31, p. 13; C. Semmelman, 'The Public-Private Divide in European Union Law or an Overkill of Functionalism', *Maastricht European Private Law Institute WP* 2012/12.

31. Zie over deze gedragsregels onder vigeur van de voorganger van MiFID II de prachtige dissertatie van K.W.H. Broekhuizen, *Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht* (diss. Amsterdam UvA), Den Haag: Bju 2016, par. 4.1-4.106.

32. Zie inclusief literatuurverwijzingen: Wallinga 2014, par. 2.

33. Broekhuizen 2016, par. 4.66; Wallinga 2015, p. 267 e.v.; Wallinga 2014; Cherednychenko 2012, p. 233; O.O. Cherednychenko, 'De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen het publiek- en privaatrecht', *NTBR* 2010/11, p. 9 en 10. Vgl. Busch 2015, p. 211 e.v.

34. Zie ter inspiratie: HR 24 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BO1799, r.o. 3.4, *NJ* 2011/251, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai; *JOR* 2011/54, m.nt. A.C.W. Pijls (*Fortis/Bourgonje*).

tiereikwijdte van de richtlijn, lijkt de bepaling immers slechts relevant voor toezichtrechtelijke normstelling. Maar ook als de bepaling wel relevant zou zijn voor privaatrechtelijke normstelling, dan neemt het de vrijheid tot het opleggen van strengere privaatrechtelijke verplichtingen niet weg. Het HvJ oordeelde in *Nationale-Nederlanden/Van Leeuwen* immers dat het met art. 24 lid 12 MiFID II vergelijkbare art. 31 lid 3 Derde levensrichtlijn lidstaten juist de keuze biedt om te kiezen voor een strengere normstelling.<sup>35</sup> Het staat de civiele rechter – ook als het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht wél onder de harmonisatiereikwijdte van de richtlijn zou vallen – daarom in principe vrij om aan beleggingsondernemingen verdergaande verplichtingen op te leggen dan de (geïmplementeerde) MiFID II-gedragsregels, zij het dat deze keuzemogelijkheid dan onderhevig kan zijn aan bepaalde voorwaarden.<sup>36</sup>

De civiele rechter mag aan beleggingsondernemingen naast strengere ook soepelere privaatrechtelijke verplichtingen opleggen dan voortvloeien uit de MiFID II. Dat betekent dat civiele rechters mogen oordelen dat hoewel een beleggingsonderneming een door de MiFID II in de Wft geïmplementeerde gedragsregel heeft geschonden, de onderneming op basis van de omstandigheden van het geval geen privaatrechtelijke normschending heeft begaan. Neem als voorbeeld het in een beleggingsadviesrelatie door de beleggingsonderneming schenden van de in art. 25 lid 2 MiFID II opgenomen verplichting om onderzoek te doen naar de relevante eigenschappen van de cliënt en om het beleggingsadvies vervolgens daarop te baseren. De gelijkkluidende verplichting opgenomen in art. 19 lid 4 MiFID II is geïmplementeerd in art. 4:23 Wft jo. art. 80a Bgfo. Op basis van deze toezichtrechtelijke verplichting dient een beleggingsonderneming zich in principe te onthouden van het verstrekken van beleggingsadvies voor zover zij niet beschikt over de informatie die vereist is om de cliënt een geschikte belegging aan te kunnen bevelen.<sup>37</sup> Het staat een civiele rechter in principe echter vrij om te oordelen dat een beleggingsonderneming die een belegging heeft aanbevolen terwijl zij niet beschikte over alle door de Wft en het Bgfo vereiste informatie, geen privaatrechtelijke norm heeft geschonden. De reden voor de civiele rechter om tot dit oordeel te komen, kan bijvoorbeeld zijn gelegen in het feit dat de ontbrekende informatie over het beroep van de belegger in het concrete geval van ondergeschikt belang was voor de vraag of de aanbevolen belegging (al of niet) geschikt was.

De mogelijkheid tot soepelere privaatrechtelijke normstelling lijkt overigens *in concreto* samen te hangen met

de manier waarop de belegger zijn vordering tot schadevergoeding inkleedt. Neem als voorbeeld de belegger die aan zijn vordering ten grondslag legt dat een beleggingsonderneming jegens hem een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm heeft geschonden (art. 6:162 lid 2 BW), waarbij hij ter invulling van de zorgvuldigheidsnorm erop wijst dat de beleggingsonderneming in strijd heeft gehandeld met een Wft-bepaling (en/of een bepaling uit de Gedelegeerde Verordening MiFID II). In dat geval heeft de civiele rechter onzes inziens de vrijheid om te oordelen dat de beleggingsonderneming desalniettemin heeft gehandeld zoals in het maatschappelijk verkeer betaamt. Het open karakter van de zorgvuldigheidsnorm lijkt de civiele rechter op het niveau van de normstelling immers voldoende bewegingsruimte te geven om bij strijd met een Wft-bepaling (en/of een bepaling uit de Gedelegeerde Verordening MiFID II) te oordelen dat desondanks geen sprake is van een privaatrechtelijke normschending. De situatie lijkt anders te liggen wanneer de belegger zijn vordering baseert op het onrechtmatigheids criterium van handelen in strijd met een wettelijke plicht (art. 6:162 lid 2 BW). De civiele rechter heeft dan in principe niet de ruimte om te oordelen dat ondanks het door de beleggingsonderneming schenden van bijvoorbeeld een in de Wft opgenomen informatie- of onderzoeksverplichting, geen sprake is van onrechtmatig handelen. Volledigheidshalve benadrukken wij dat met de (rechtelijke) vaststelling dat de beleggingsonderneming een Wft-bepaling (en/of een bepaling uit de Gedelegeerde Verordening MiFID II) heeft geschonden, op zichzelf nog niets is gezegd over de toerekenbaarheid van deze normschending in de zin van art. 6:162 lid 3 BW en/of over de vraag of tevens is voldaan aan het relativiteitsvereiste van art. 6:163 BW. Het toerekenbaarheids- en relativiteitsvereiste vallen echter buiten het bestek van dit artikel, dus wij laten deze kwestie verder rusten.

Indien de belegger zich beroept op handelen in strijd met een wettelijke plicht wegens het door de beleggingsonderneming schenden van een Wft-bepaling (en/of een bepaling uit de Gedelegeerde Verordening MiFID II), kan de beleggingsonderneming wellicht aansprakelijkheid afweeren door aan te voeren dat een rechtvaardigingsgrond de onrechtmatigheid van de overtreding wegneemt. De mogelijkheid van een dergelijk verweer heeft A-G Timmerman aan de orde gesteld in de zaak *FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden*<sup>38</sup> in het kader van de markt-misbruikregels ter implementatie van de (oude) Richtlijn markt-misbruik.<sup>39</sup> Meer specifiek ging hij in op de vraag of het effectiviteitsbeginsel in de weg staat aan het toelaten van een beroep op een rechtvaardigingsgrond bij overtre-

35. HvJ EU 29 april 2015, ECLI:EU:C:2015:286 (*Nationale-Nederlanden/Van Leeuwen*). Zie in meer detail: Wallinga & Cherednychenko 2016.

36. HvJ EU 29 april 2015, ECLI:EU:C:2015:286, r.o. 21 (*Nationale-Nederlanden/Van Leeuwen*); HvJ EU 5 maart 2002, ECLI:EU:C:2002:136, r.o. 24 (*Axa Royale*). Voor toezichtrechtelijke informatie- en onderzoeksverplichtingen onder de MiFID II betekent dit enerzijds dat aanvullende gedragsregels noodzakelijk moeten zijn om de doelstellingen van beleggersbescherming en bescherming van de stabiliteit en integriteit van de financiële markten te bereiken (MiFID II, preambule 3, 7 en 37). Anderzijds moet voor beleggingsondernemingen voldoende duidelijk en nauwkeurig te bepalen zijn welke aanvullende informatie zij moeten verstrekken aan of vergaren van cliënten.

37. *Stb.* 2007, 407, p. 98. Zie ook: F.M.A. 't Hart & A.J.C.M.M. Loonen, 'Het "ken-uw-client"-beginsel bezien', in: A.J.C.M.M. Loonen (red.), *Beleggingsdienstverlening in het MiFID-tijdperk*, Amsterdam: NIBE-SVV 2008, p. 85.

38. HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213, *NJ* 2017/47, m.nt. P. van Schilfgaarde (*FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden*).

39. Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (markt-misbruik) (*PbEU* 2003, L 96/16). Deze richtlijn is vorig jaar vervangen door de Verordening Markt-misbruik (Verordening

ding van art. 5:58 Wft.<sup>40</sup> Timmerman is van mening dat dit niet het geval is, aangezien toepassing van deze algemene regel van onrechtmatigedaadsrecht er niet toe leidt dat het 'Nederlandse recht niet voorziet in een adequate rechtsgang ingeval van schending van art. 5:58 Wft'. Het toelaten van een beroep op een rechtvaardigingsgrond zou, met andere woorden, niet in algemene zin betekenen dat het in het nationale recht ontbreekt aan voldoende effectieve sancties om de werking van de richtlijn te garanderen zoals vereist door het effectiviteitsbeginsel.<sup>41</sup> Op vergelijkbare wijze als dat geldt voor de (oude) Richtlijn marktmisbruik, geldt ook voor de MiFID II dat zij de toepassing van een rechtvaardigingsgrond als algemene regel van onrechtmatigedaadsrecht in principe ongemoeid laat. De MiFID II beoogt immers niet de werking van het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht te harmoniseren. En ook via de band van het effectiviteitsbeginsel lijkt de MiFID II de mogelijkheid om een beroep te doen op een rechtvaardigingsgrond niet buitenspel te zetten. Het nuttig effect van de MiFID II lijkt namelijk afdoende gewaarborgd aan de hand van toezichtrechtelijke handhaving en het implementeren in het nationale recht van de door de MiFID II voorgeschreven toezichtbevoegdheden (zie par. 2.2).

Ondanks dat civiele rechters in de context van de MiFID II dus ten principale de mogelijkheid hebben tot strengere en soepelere privaatrechtelijke normstelling, is het overigens de vraag of zij daar in de praktijk ook vaak gebruik van zullen maken. Met het oog op de nadruk op beleggersbescherming in de civiele rechtspraak geldt dat in het bijzonder voor de mogelijkheid om aan beleggingsondernemingen (ten nadele van de belegger) *soepelere* verplichtingen op te leggen. Daarnaast kan de uitvaardiging van *softlaw* instrumenten op zowel Europees niveau door de ESMA als op nationaal niveau door de AFM – ondanks hun formeel niet-bindende karakter – feitelijk de vrijheid van civiele rechters beperken om van de (geïmplementeerde) MiFID II-gedragsregels af te wijken.<sup>42</sup>

Verder is het van belang om te benadrukken dat het feit dat civiele rechters zowel strengere als soepelere verplichtingen mogen opleggen dan voortvloeien uit de MiFID II, niet betekent dat de (in de Wft geïmplementeerde) MiFID II-gedragsregels geen invloed uitoefenen op privaatrechtelijke normstelling. De gedragsregels kunnen namelijk wel degelijk relevant zijn bij de vaststelling van welk gedrag in een concreet geval van beleggingsondernemingen wordt verwacht op basis van open privaatrechte-

lijke normen. Een belangrijke rol in deze mogelijke beïnvloeding van privaatrechtelijke normstelling door de MiFID II wordt vervuld door de bijzondere zorgplicht die beleggingsondernemingen jegens hun cliënten in acht moeten nemen. De MiFID II-gedragsregels functioneren daarbij als gezichtspunten die mede vormgeven aan de verplichtingen die voortvloeien uit deze bijzondere zorgplicht.<sup>43</sup> De bijzondere zorgplicht en de daaruit – mede gelet op de toezichtrechtelijke gedragsregels – afgeleide verplichtingen beïnvloeden vervolgens de normen die dienen als grondslag voor aansprakelijkheid. De bijzondere zorgplicht kan bijvoorbeeld de redelijkheid en billijkheid (art. 6:248 lid 1 BW) en de algemene zorgplicht van een goed opdrachtnemer (art. 7:401 BW) inkleuren, waardoor de uit deze zorgplicht voortvloeiende verplichtingen onderdeel vormen van de tussen partijen gesloten overeenkomst.<sup>44</sup> Schending van de bijzondere zorgplicht geldt daarmee als een tekortkoming in de nakoming van de verbintenis en hierop kunnen beleggers dan een vordering tot schadevergoeding uit hoofde van wanprestatie (art. 6:74 BW) jegens de beleggingsonderneming baseren. Op vergelijkbare wijze kan toepassing van de bijzondere zorgplicht in de specifieke verhouding tussen beleggingsonderneming en belegger tot uitdrukking brengen wat het ongeschreven recht van deze beleggingsonderneming verlangt (art. 6:162 lid 2 BW).<sup>45</sup> Als strijdig met hetgeen volgens het ongeschreven recht betaamt, levert schending van de bijzondere zorgplicht vervolgens een onrechtmatige gedraging op, waarop beleggers eveneens een vordering tot schadevergoeding kunnen baseren.

Tot besluit van deze paragraaf wijzen wij er nog op dat in de context van de invloed van MiFID/MiFID II op privaatrechtelijke normstelling in de literatuur ook is gewezen op het belang van de in de Wft geïmplementeerde algemene loyaliteitsverplichting (art. 4:90 lid 1 Wft).<sup>46</sup> Deze (tot op zekere hoogte) open norm zou civiele rechters de nodige beoordelingsruimte geven om tot gewenste resultaten te komen in het privaatrecht. De algemene loyaliteitsverplichting vormt onderdeel van een specifiek regelkader waarin (uit deze verplichting afgeleide) gedragsregels zijn geformuleerd die in een aanzienlijke mate van detail voorschrijven hoe beleggingsondernemingen zich moeten gedragen ten opzichte van hun cliënten. De ruimte om op basis van deze open norm beleggingsondernemingen verplichtingen op te leggen die verdergaan dan de specifieke plichten die in het regelkader zijn

(EU) 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1)) en de nieuwe Richtlijn Marktmisbruik (Richtlijn 2014/57/EU (*PbEU* 2014, L 173/193)). De uitkomst van de in de hoofdtekst genoemde discussie zoals die speelde in de zaak *FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden*, is onder vigeur van de nieuwe marktmisbruikwetgeving van onze inziens dezelfde als onder vigeur van de oude Richtlijn Marktmisbruik.

40. Concl. A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2016:163, punt 3.30 (*FortisEffect e.a./Staat der Nederlanden*).

41. Zie over deze kwestie ook het commentaar van A.C.W. Pijls bij dit arrest in *Ondernemingsrecht* 2017/89.

42. Zie hierover in meer detail: Wallinga 2015.

43. In algemene zin over de wijze waarop publiekrechtelijke gedragsregels zich verhouden tot privaatrechtelijke normstelling: HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, r.o. 4.10.3 en 4.11.5, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184 (*De Treek/Dexia*); concl. plv. P-G C.L. De Vriesch Lentsch-Kostense, ECLI:NL:PHR:2009:BH2815, punt 3.21 (*De Treek/Dexia*). Zie in meer detail: M.W. Wallinga, 'De bijzondere zorgplicht: de loper van het verbintennisrecht op financieel gebied?', *WPNR* 2016, afl. 7116.

44. Wallinga 2016, p. 608 en 609.

45. Wallinga 2016, p. 609.

46. Art. 19 lid 1 MiFID II en art. 24 lid 1 MiFID II. Zie hierover: Janssen 2017, p. 307 e.v.; Broekhuizen 2016, par. 4.66; Busch 2015, p. 217 e.v.

geformuleerd, is naar ons oordeel echter beperkt.<sup>47</sup> Voor zover de algemene loyaliteitsverplichting voor een bepaalde situatie reeds een (wettelijke) uitwerking kent in de vorm van een specifieke gedragsregel, staat het – met een beroep op de algemene loyaliteitsverplichting – voor die situatie formuleren van een nieuwe gedragsregel die strenger is dan de bestaande (wettelijke) gedragsregel, immers op gespannen voet met de rechtszekerheid. Wij vragen ons daarom af wat voor het civiele recht de toegevoegde waarde is van deze loyaliteitsverplichting ten opzichte van de beoordelingsruimte die de civiele rechter, gelet op het feit dat het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht niet onder de harmonisatiereikwijdte van de MiFID II valt, reeds toekomt op basis van bestaande open privaatrechtelijke normen.

#### 4. Invloed Richtlijn OHP op privaatrechtelijke normstelling onder MiFID II

Ons betoog in par. 3 dat civiele rechters in beginsel de vrijheid genieten om beleggingsondernemingen *soepelere* verplichtingen op te leggen dan de verplichtingen waartoe zij zijn gehouden op grond van (de implementatie van) MiFID II, ligt genuanceerder als wij de Richtlijn oneerlijke handelspraktijken<sup>48</sup> (Richtlijn OHP) in de beschouwing betrekken.<sup>49</sup> Deze nuance lichten wij toe door eerst kort in te gaan op de systematiek van de Richtlijn OHP.

De Richtlijn OHP is van toepassing op (oneerlijke) handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten vóór, gedurende en na een commerciële transactie met betrekking tot een product.<sup>50</sup> Zij heeft als doelstelling om bij te dragen aan de goede werking van de interne markt en om een *hoog* niveau van consumentenbescherming tot stand te brengen.<sup>51</sup> Daartoe bevat de Richtlijn OHP in art. 5 lid 1 een algemeen verbod tot het verrichten van dergelijke praktijken. Daarnaast bevat de Richtlijn OHP in art. 2 een aantal definities. Uitgaande van deze definities behoeft het volgens ons geen toelichting dat de beleggingsonderneming die ten behoeve van een *particuliere* belegger een beleggingsdienst verleent in de zin van MiFID II en in dat kader – al of niet verplicht – aan deze belegger informatie verstrekt, als handelaar (jegens een consument) een handelspraktijk verricht in de zin van de Richtlijn OHP. Voor de systematiek van de Richtlijn OHP is verder van belang dat op grond van art. 5 lid 4 in het bijzonder oneerlijk zijn handelspraktijken die misleidend zijn in de zin van art. 6 en 7 van de Richtlijn OHP. Art. 7

lid 1 Richtlijn OHP bepaalt vervolgens dat als misleidende omissie (en daarmee als oneerlijke handelspraktijk) wordt beschouwd ‘een handelspraktijk die in haar feitelijke context (...) *essentiële* informatie [weglaat] welke de gemiddelde consument (...) nodig heeft om een geïnformeerd besluit over een transactie te nemen (...)’ (cursivering en toevoeging MWW & ACWP). Verder bepaalt art. 7 lid 5 Richtlijn OHP dat ‘[o]vereenkomstig de communautaire wetgeving vereiste informatie met betrekking tot commerciële communicatie (...) als *essentieel* [wordt] beschouwd’ (cursivering en toevoeging MWW & ACWP). Bijlage II van de Richtlijn OHP bevat vervolgens een niet-limitatieve lijst van uit het EU-recht voortvloeiende informatieverplichtingen die in dit verband als ‘essentieel’ hebben te gelden. Op deze lijst staan onder meer de *informatie-* en *waarschuwingsverplichtingen* van art. 19 MiFID, die onder vigeur van MiFID II moeten worden gelezen als de *informatie-* en *waarschuwingsverplichtingen* van art. 24 en 25 MiFID II.<sup>52</sup> De *informatie-* en *waarschuwingsverplichtingen* van art. 24 en 25 MiFID II zijn dus als ‘essentieel’ te beschouwen in de zin van de Richtlijn OHP, hetgeen impliceert dat schending van deze verplichtingen in de verhouding beleggingsonderneming-particuliere belegger een oneerlijke handelspraktijk oplevert.

Vertaald naar de Nederlandse context betekent het voorgaande dat in de situatie waarin de beleggingsonderneming jegens haar *particuliere* cliënt de *informatie-* en/of *waarschuwingsverplichting(en)* geïmplementeerd in art. 4:20 en/of 4:24 Wft schendt, deze belegger essentiële informatie wordt onthouden in de zin van de regeling OHP. Op grond van art. 6:193f aanhef en onder e BW jo. art. 6:193d lid 2 BW wordt er jegens deze belegger dan een misleidende omissie begaan, hetgeen krachtens art. 6:193d lid 1 BW jo. art. 6:193b lid 3 aanhef en onder a BW een oneerlijke handelspraktijk is en op grond van art. 6:193b lid 1 BW wordt er jegens deze belegger dan onrechtmatig gehandeld.<sup>53</sup> Hierdoor is het door de beleggingsonderneming jegens haar *particuliere* cliënt schenden van de *informatie-* en/of *waarschuwingsverplichting(en)* van art. 4:20 en/of 4:24 Wft (ook) over de band van de regeling OHP een onrechtmatige daad (en niet alleen over de band van art. 6:162 lid 2 BW wegens het schenden van een wettelijke plicht). Volledigheidshalve tekenen wij hier nog bij aan dat in art. 6:193f aanhef en onder e BW wat betreft (de implementatie van) MiFID II alleen wordt verwezen naar de informatieverplichtingen van

47. Zie in ogenschijnlijk dezelfde zin: Busch 2015, p. 217.

48. Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22).

49. Voor een algemene beschouwing over de verhouding van de (kader)richtlijn OHP ten opzichte van de (bijzondere) financieel toezichtwet- en regelgeving verwijzen wij naar O.O. Cherednychenko & S.H. Kuiper, ‘De Wet oneerlijke handelspraktijken en financiële dienstverlening’, *NTBR* 2008/44.

50. Zie art. 3 lid 1 Richtlijn OHP.

51. Zie art. 1 Richtlijn OHP.

52. Zie art. 94 MiFID II.

53. In de literatuur bestaat nog enige discussie over de vraag of ook bij (schending van) de informatieverplichtingen van art. 6:193f BW, die zoals gezegd als ‘essentieel’ hebben te gelden in de zin van de regeling OHP, (tevens) moet zijn voldaan aan de materialiteits- c.q. causaliteitstoets van art. 6:193d lid 2 BW (‘neemt de gemiddelde consument een besluit over een overeenkomst, dat hij anders niet had genomen?’) om te kunnen concluderen dat sprake is van een misleidende omissie en daarmee van een misleidende handelspraktijk. Zie in dit verband onder meer P.G.F.A. Geerts & E.R. Vollebregt, *Oneerlijke handelspraktijken, misleidende reclame en vergelijkende reclame*, Deventer: Kluwer 2009, p. 32-34 en J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2010, p. 362-365. Wij laten deze discussie hier verder rusten.

art. 4:20 Wft, en dat – onzes inziens ten onrechte – *niet* tevens wordt verwezen naar de waarschuwingsverplichtingen van art. 4:24 Wft. Aan deze omissie lijkt geen welbewuste keuze van de wetgever ten grondslag te liggen.<sup>54</sup> Het lijkt erop dat bij de implementatie van de Richtlijn OHP de wetgever simpelweg over het hoofd heeft gezien dat in bijlage II van de Richtlijn OHP wordt verwezen naar *alle* informatie- en waarschuwingsverplichtingen van art. 19 MiFID, dus ook naar de waarschuwingsverplichtingen van art. 19 lid 5 en 6 MiFID (die onder vigeur van MiFID II moeten worden gelezen als de waarschuwingsverplichtingen van art. 25 MiFID II).<sup>55</sup> Echt kwaad kan deze omissie overigens niet, want het resultaat om ook de waarschuwingsverplichtingen van art. 4:24 Wft (de implementatie van art. 25 MiFID II) als ‘essentieel’ aan te merken in de zin van de regeling OHP kan gemakkelijk worden bereikt via richtlijnconforme interpretatie.

Voor de vertaling van de Richtlijn OHP naar de Nederlandse context is verder van belang dat het een *keuze* van de Nederlandse wetgever is geweest – dit was geen Europeesrechtelijke verplichting! – de Richtlijn OHP (als een *species* van de onrechtmatige daad) te implementeren in het privaatrecht en in het verlengde daarvan is het een *keuze* geweest om het privaatrecht aan te wijzen als primair handhavingssysteem voor de in deze richtlijn geformuleerde gedragsnormen.<sup>56</sup> Mede gelet op het feit dat de Richtlijn OHP expliciet de strekking heeft een *hoog* niveau van consumentenbescherming tot stand te brengen,<sup>57</sup> heeft deze keuze als (Europeesrechtelijke) consequentie dat ook datzelfde *privaatrecht* moet voorzien in de ‘passende en doeltreffende maatregelen’ met de bijbehorende ‘doeltreffende, evenredige en afschrikwekkende sancties’ die de Richtlijn OHP vereist (zie art. 11 respectievelijk art. 13 Richtlijn OHP).<sup>58</sup> De implementatie van de Richtlijn OHP als een *species* van de onrechtmatige daad zorgt er dus voor dat dit specifieke terrein van het onrechtmatigedaadsrecht onder de reikwijdte van de richtlijn wordt gebracht en daarmee moet voldoen aan de zojuist genoemde effectiviteitsvereisten. Wat betekent dit voor (het antwoord op) de vraag of civiele rechters de vrijheid hebben om beleggingsondernemingen soepelere informatie- en/of waarschuwingsverplichtingen op te leggen dan de verplichtingen van (de implementatie van) MiFID II? Onzes inziens betekent het dat het *op grond van de Richtlijn OHP* civiele rechters in beginsel *niet* is toegestaan om beleggingsondernemingen soepelere informatie- en/of waarschuwingsverplichtingen op te leggen dan voortvloeien uit MiFID II. Het beoordelen van het gedrag van de beleggingsonderneming aan de hand van een soepelere maatstaf doet immers afbreuk aan de effectieve remedie waarin Nederland als lidstaat moet voorzien op grond van art. 11 en 13 Richtlijn

OHP. Dat het civiele rechters *op grond van MiFID II* in beginsel wél is toegestaan om soepelere verplichtingen op te leggen (zie ons betoog in par. 3), doet aan de zojuist genoemde strijdigheid met de Richtlijn OHP volgens ons niet af. Een conflict in de nationale rechtsorde met de Richtlijn OHP kan immers niet worden opgelost door MiFID II, tenzij laatstgenoemde richtlijn voor het desbetreffende conflict een expliciete voorrangregel zou bevatten (wat hier niet het geval is).

Vanuit processueel oogpunt betekent het voorgaande dat de *particuliere* belegger die zijn beleggingsonderneming aansprakelijk wil stellen wegens het jegens hem (beweerdelijk) schenden van de *informatie-* en/of *waarschuwingsverplichting(en)* van art. 4:20 en/of 4:24 Wft, er verstandig aan doet zijn vordering (mede) te baseren op de regeling OHP. Afgezien van de in de regeling OHP vervatte bewijslastomkering (zie art. 6:193j lid 1 respectievelijk lid 2 BW), heeft het aansprakelijk stellen van de beleggingsonderneming op grondslag van de regeling OHP immers als voordeel dat het gedrag van de beleggingsonderneming niet langs een soepelere maatstaf mag worden gelegd dan die van (de informatie- en/of waarschuwingsverplichtingen van) art. 4:20 en/of 4:24 Wft.

De keuze van de Nederlandse wetgever om de Richtlijn OHP te implementeren als een *species* van de onrechtmatige daad en de effectiviteitsvereisten waaraan (dit specifieke onderdeel van) het onrechtmatigedaadsrecht als gevolg van deze keuze moet voldoen (zie art. 11 en 13 Richtlijn OHP), hebben onzes inziens ook gevolgen voor (het antwoord op) de vraag of een beleggingsonderneming die de informatie- en/of waarschuwingsverplichting(en) van art. 4:20 en/of 4:24 Wft heeft geschonden, zich met succes kan beroepen op een rechtvaardigings- en/of schulduitsluitingsgrond. Weliswaar heeft het enkele feit dat het Nederlandse aansprakelijkheidsrecht de aangesproken beleggingsonderneming de mogelijkheid biedt om zich op een dergelijke grond te beroepen teneinde aan aansprakelijkheid te ontkomen niet automatisch als consequentie dat het in de nationale rechtsorde ontbreekt aan de effectieve remedie die de Richtlijn OHP vereist. Een richtlijnconforme interpretatie van de regeling OHP brengt naar ons oordeel echter wel mee dat een dergelijk beroep niet snel – en wellicht alleen onder bijzondere omstandigheden – mag worden gehonoreerd. En om dezelfde reden brengt een richtlijnconforme interpretatie van de regeling OHP met zich dat de beleggingsonderneming die de informatie- en/of waarschuwingsverplichting(en) van art. 4:20 en/of 4:24 Wft heeft geschonden, niet snel met succes zal kunnen aanvoeren dat de onrechtmatige daad haar om andere redenen dan (de aanwezigheid van) een schulduitsluitingsgrond niet kan worden toegerekend in de zin van art. 6:193j lid 2 BW. Hierbij is nog van belang om op te merken dat het toerekenbaar-

54. Kamerstukken II 2006/07, 30928, 3, p. 16-17 (MvT).

55. Zie art. 94 MiFID II.

56. Zie voor een analyse van de voor- en nadelen van deze keuze van de Nederlandse wetgever W.H. van Boom, ‘Inpassing en handhaving van de Wet oneerlijke handelspraktijken’, *TvC* 2008, afl. 1, p. 6-12.

57. Zie art. 1 Richtlijn OHP. Zie ook de overwegingen 1, 5, 11, 20, 23 en 24 van de considerans van de Richtlijn OHP.

58. Zie in dit verband ook Van Boom 2008, p. 8, die de vraag opwerpt ‘of de keuze voor de oneerlijke handelspraktijk als onrechtmatige daad en de bijbehorende toepasselijkheid van afd. 6.1.10 BW wel in overeenstemming is met de eisen van doeltreffendheid, evenredigheid en afschrikwekkende werking, die art. 13 Richtlijn OHP stelt’.



heidsverweer van art. 6:193j lid 2 BW geen grondslag kent in de Richtlijn OHP. Wij betwijfelen of de Nederlandse wetgever zich dit laatste heeft gerealiseerd.

Overigens wijzen wij er nog op dat de Richtlijn OHP geen gevolgen heeft voor (het antwoord op) de vraag of het civiele rechters is toegestaan om beleggingsondernemingen *strengere* informatie- en/of waarschuwingsverplichtingen op te leggen dan MiFID II. De Richtlijn OHP bepaalt in art. 3 lid 9 namelijk expliciet dat het binnen de werkingssfeer van deze richtlijn lidstaten is toegestaan om op het terrein van financiële diensten<sup>59</sup> verplichtingen op te leggen die verdergaan dan de verplichtingen van de Richtlijn OHP (onder laatstgenoemde verplichtingen vallen zoals gezegd mede de *informatie-* en *waarschuwingsverplichtingen* van art. 24 en 25 MiFID II).

### 5. Het (bewijs van het) causaal verband

Naast het feit dat sprake moet zijn van een normschending, moet voor het aannemen van aansprakelijkheid wegens schending van de (geïmplementeerde) MiFID II-gedragsregels uiteraard ook zijn voldaan aan het causaal verband. Zoals bekend bestaat het causaal verband uit het *condicio-sine-qua-non* verband en het toerekeningsverband ex art. 6:98 BW, maar wij beperken ons hier tot het *condicio-sine-qua-non* verband (dat wij in het hiernavolgende gemakshalve aanduiden met de term ‘causaal verband’). Interessant is dat de Hoge Raad zich in het verleden al verschillende keren bereid heeft getoond om de belegger bij het causaal verband in zijn bewijslast tegemoet te komen.<sup>60</sup> Bekende voorbeelden zijn het *World Online*-arrest<sup>61</sup> en de *effectenlease*-arresten,<sup>62</sup> waarin de Hoge Raad – heel kort gezegd – een vermoeden van causaal verband formuleerde tussen het informatieverzuim van de aangesproken partij en de beleggingsbeslissing van de belegger. Maar ook in andere beleggingsgeschillen dan deze massaschadezaken lijkt de Hoge Raad de belegger bij het (bewijs van het) causaal verband de helpende hand te hebben toegestoken, waarbij onder

meer valt te denken aan de arresten *Rabobank Vaart en Vecht/X*<sup>63</sup> en *F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.*<sup>64</sup> Er is op zich nog enige discussie mogelijk over de vraag hoe de door de Hoge Raad in de zojuist genoemde arresten geformuleerde oplossingen in procesrechtelijke zin precies moeten worden geduid, maar de gedeelde noemer lijkt in ieder geval te zijn de (schijnbare) wens om de vordering van de (beweerdelijk) benadeelde belegger niet te laten afstuiten op een al te zware bewijslast op het punt van het causaal verband.

Met het oog op de civielrechtelijke aansprakelijkheid onder MiFID II is interessant dat in de literatuur is betoogd dat het door de Hoge Raad in het *World Online*-arrest geformuleerde vermoeden van causaal verband analoog zou kunnen worden toegepast bij (aansprakelijkheid wegens) schending van de informatie- en/of waarschuwingsverplichtingen van MiFID II.<sup>65</sup> Om dit standpunt te kunnen duiden, gaan wij eerst in op de desbetreffende overwegingen van het *World Online*-arrest. Het ging in deze zaak zoals bekend om de schade die beleggers stelden te hebben geleden als gevolg van het misleidende prospectus dat was gepubliceerd in het kader van de beursgang van World Online. Over het causaal verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing overwoog de Hoge Raad dat het bewijs hiervan problematisch was, waardoor de door de Prospectusrichtlijn<sup>66</sup> beoogde bescherming van beleggers in de praktijk illusoir kan worden.<sup>67</sup> De Hoge Raad wijst er echter op dat art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn aan de lidstaten de verplichting oplegt ervoor zorg te dragen dat de nationale wettelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus vermelde informatie.<sup>68</sup> Dat brengt volgens de Hoge Raad mee dat een effectieve rechtsbescherming geboden moet worden volgens de regels van het nationale recht.<sup>69</sup> Concreet houdt deze effectieve

59. In art. 3 lid 9 Richtlijn OHP wordt verwezen naar de definitie van het begrip ‘financiële dienst’ in Richtlijn 2002/65/EG (*PbEG* 2002, L 271/16). Deze definitie luidt als volgt: ‘iedere dienst van bancaire aard of op het gebied van kredietverstrekking, verzekering, individuele pensioenen, beleggingen en betalingen’ (zie art. 2 aanhef en onder b van laatstgenoemde richtlijn). Deze definitie is dus zeer ruim, waardoor nagenoeg alle financiële diensten waarop de Wft, het Bgfo en de NRGfo van toepassing zijn hieronder vallen. Zie in dit verband ook Cherednychenko & Kuiper 2008, par. 3.

60. Voor een bespreking van de desbetreffende rechtspraak van de Hoge Raad verwijzen wij naar J. de Bie Leuveling Tjeenk, ‘Het csqn-verband in het financiële aansprakelijkheidsrecht’, *MvV* 2014, afl. 12, p. 317-324; C.J.M. Klaassen, ‘Bewijs van causaal verband tussen beweerdelijk geleden beleggingsschade en schending van een informatie- of waarschuwingplicht’, in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Deventer: Kluwer 2013, par. 4.2 en 4.3.2.

61. HR 27 november 2009, r.o. 4.11.1-4.11.2, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*).

62. Zie HR 5 juni 2009, r.o. 5.5.1-5.5.3, *NJ* 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184; *JOR* 2009/199, m.nt. C.W.M. Lieverse (*De Treek/Dexia*), respectievelijk HR 5 juni 2009, r.o. 4.7.8-4.7.10, *NJ* 2012/183, m.nt. J.B.M. Vranken onder *NJ* 2012/184 (*Levob/Bolle*).

63. HR 3 februari 2012, r.o. 3.7.1, *JOR* 2012/116, m.nt. S.B. van Baalen (*Coöperatieve Rabobank Vaart en Vecht U.A./X*). Zie over het oordeel van de Hoge Raad over het causaal verband ook De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 321-322; Klaassen 2013, par. 4.2; D. Busch, ‘Waarom moeilijk doen als het makkelijk kan’, *TFR* 2012, afl. 3, p. 59.

64. HR 8 februari 2013, *NJ* 2014/495, m.nt. J. Hijma onder *NJ* 2014/497; *JOR* 2013/108, m.nt. B.T.M. van der Wiel onder *JOR* 2013/106 (*F. van Lanschot Bankiers N.V./Grove e.a.*). Zie over het oordeel van de Hoge Raad over het causaal verband ook De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 321; Klaassen 2013, par. 4.2.

65. Zie bijvoorbeeld Busch 2015, p. 222-225 en Janssen 2017, par. 3.5.1.

66. Richtlijn 2003/71/EG (*PbEG* 2003, L 345/64), zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2010/73/EU (*PbEU* 2010, L 327/1).

67. HR 27 november 2009, r.o. 4.11.1, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*).

68. Idem, r.o. 4.11.1 (slot).

69. Idem, r.o. 4.11.1 (slot).

rechtsbescherming in dat er een vermoeden van causaal verband moet worden aangenomen.<sup>70</sup>

‘Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is. Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet (...) tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan (...).’

Over bovenstaande overwegingen valt veel te zeggen (dat hebben velen vóór ons overigens ook al gedaan).<sup>71</sup> Wij beperken ons hier tot de argumentatie waarmee de Hoge Raad het vermoeden van causaal verband onderbouwt. De redenering van de Hoge Raad komt er kort gezegd op neer dat het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel, meer specifiek de effectieve rechtsbescherming die op grond van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn moet worden geboden tegen misleidende mededelingen in het prospectus, noopt tot het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband.<sup>72</sup> Op deze redenering valt onzes inziens wel het een en ander af te dingen. Wij zullen dat hierna met drie argumenten onderbouwen, maar niet voordat wij hebben opgemerkt dat op 20 juli 2017 de nieuwe Prospectusverordening<sup>73</sup> in werking is getreden. In het hiernavolgende gaan wij (in de hoofdtekst) echter nog gewoon uit van de Prospectusrichtlijn, aangezien de nieuwe Prospectusverordening pas met ingang van 21 juli 2019 de Prospectusrichtlijn zal vervangen en tot die tijd in beginsel de voorschriften van de (implementatiewet van de) Prospectusrichtlijn blijven gelden.<sup>74</sup> Daar komt bij dat voor de hier te bespreken onderwerpen het regime van de nieuwe Prospectusveror-

dening niet noemenswaardig verschilt van dat van de Prospectusrichtlijn.

Terug naar de drie argumenten op basis waarvan volgens ons het een en ander op de redenering van de Hoge Raad valt af te dingen. In de eerste plaats is met de Prospectusrichtlijn uitdrukkelijk *niet* beoogd het prospectusaansprakelijkheidsrecht tussen de lidstaten te harmoniseren (de Hoge Raad erkent dit in r.o. 4.11.1 overigens ook expliciet). Het enige wat de richtlijn in dit opzicht eist, is dat de lidstaten ervoor zorgen dat (een vorm van) het nationale onrechtmatigedaadsrecht van toepassing is op degenen die verantwoordelijk zijn voor de inhoud van het prospectus (zie art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn<sup>75</sup>).<sup>76</sup> Deze bepaling heeft naar ons oordeel meer het karakter van een compromisbepaling, waarmee de Europese wetgever (ten minste) heeft willen bereiken dat er in de nationale rechtsorde *een* mogelijkheid moet bestaan om de voor het prospectus verantwoordelijke (rechts)personen in civielrechtelijke zin aansprakelijk te stellen, en dat deze aansprakelijkheid niet in algemene zin mag worden uitgesloten.

In de tweede plaats – en dit argument hangt nauw samen met het eerste – heeft de Prospectusrichtlijn een nogal sterke *toezichtrechtelijke* focus. Deze toezichtrechtelijke focus blijkt onder meer uit hoofdstuk III (‘Regels voor de goedkeuring en publicatie van het prospectus’) en hoofdstuk VI (‘Bevoegde autoriteiten’) van de Prospectusrichtlijn,<sup>77</sup> waarin allerlei regels zijn opgenomen voor de goedkeuring van het prospectus door de (bestuursrechtelijke) toezichthouder en de bevoegdheden waarover deze toezichthouder moet beschikken.<sup>78</sup> Deze toezichtrechtelijke focus blijkt ook uit art. 25 lid 1 Prospectusrichtlijn, waarin is bepaald dat ‘[o]nverminderd het recht van de lidstaten tot het opleggen van strafrechtelijke sancties of *onverminderd hun wettelijke aansprakelijkheidsregeling*’ (toevoeging en cursivering MWW &

70. Idem, r.o. 4.11.2.

71. Zie over de overwegingen van de Hoge Raad over het causaal verband in het *World Online*-arrest onder meer J.P. Franx, *Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract* (diss. Rotterdam), Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 231-237; Busch 2015, p. 222-225; J.P. Franx, ‘Effectieve rechtsbescherming van beleggers’, in: B.F. Assink e.a. (red.), *De toekomst van het ondernemingsrecht, het ondernemingsrecht van de toekomst* (Timmerman-bundel; Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 99), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 98-99 en 109-110; De Bie Leuveling Tjeenk 2014, p. 318-319; Klaassen 2013, par. 4.3.2; A.J. Akkermans & Chr.H. van Dijk, ‘Proportionele aansprakelijkheid, omkeringsregel, bewijslastverlichting en eigen schuld: een inventarisatie van de stand van zaken’, *AV&S* 2012/17, par. 4; B.J. de Jong, ‘Liability for Misrepresentation – European Lessons on Causation from the Netherlands’, *ECFR* 2011, afl. 3, p. 364-366; I. Giesen, ‘Effectieve rechtsbescherming en causaliteit’, *AV&S* 2010/17. Een van ons schreef hierover samen met Van Boom, zie A.C.W. Pijls & W.H. van Boom, ‘Handhaving prospectusaansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid’, *WPNR* 2010, afl. 6834, p. 194-200.

72. Zie over de betekenis van het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel bij de doorwerking van EU-recht in het nationaal privaatrecht uitgebreid Asser/Hartkamp 3-I 2015/109-130. Zie in dit verband ook T.F.E. Tjong Tjin Tai, ‘Effectiviteitsbeginsel en nationaal privaatrecht’, *WPNR* 2011, afl. 6901, p. 790-797. En zie over de doorwerking van EU-recht in het nationaal privaatrecht ook het mooie boek R. Westrik, *Verborgene privaatrecht. Hoe het geldende recht te kennen?*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2016.

73. Verordening (EU) 1129/2017 (*PbEU* 2017, L 168/12).

74. Volledigheidshalve wijzen wij erop dat op grond van art. 46 lid 1 Prospectusverordening een aantal voorschriften van de Prospectusrichtlijn al vóór 21 juli 2019 zal worden ingetrokken.

75. De nieuwe Prospectusverordening kent in art. 11 lid 2 een (nagenoeg) identieke bepaling.

76. Zie over art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn ook de analyse van Franx 2017, p. 95-97; Franx 2015, p. 104 e.v. en J.P. Franx, ‘Prospectusaansprakelijkheid en de nieuwe Europese Prospectusrichtlijn’, *Ondernemingsrecht* 2004/91, par. 3.

77. De in dit verband relevante hoofdstukken in de nieuwe Prospectusverordening zijn hoofdstuk IV (‘Regels voor de goedkeuring en publicatie van het prospectus’), hoofdstuk VII (‘ESMA en bevoegde autoriteiten’) en hoofdstuk VIII (‘Bestuursrechtelijke sancties en andere bestuursrechtelijke maatregelen’).

78. Zie in verband met de toezichtrechtelijke focus van de Prospectusrichtlijn ook overweging 37-39 en overweging 43-45 van de considerans van de Prospectusrichtlijn. De in dit verband relevante overwegingen uit de considerans van de nieuwe Prospectusverordening zijn 71-76 en 87.

ACWP) de lidstaten er zorg voor dragen dat passende *administratieve* maatregelen of *administratieve* sancties kunnen worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen indien de prospectusregels niet (adequaat) worden nageleefd.<sup>79, 80</sup> Gegeven deze toezichtrechtelijke focus van de Prospectusrichtlijn, doet het effectiviteitsbeginsel zich hier volgens ons met name gevoelen bij (het antwoord op) de vraag of de prospectusregels *bestuursrechtelijk gezien* adequaat en effectief worden gehandhaafd, en of de maatregelen en sancties die in dat verband worden opgelegd doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.<sup>81</sup> Wij wijzen in dit verband ook nog op overweging 45 van de considerans van de Prospectusrichtlijn waarin is bepaald dat overeenkomstig het in art. 5 lid 4 VWEU neergelegde evenredigheidsbeginsel ‘deze richtlijn niet verder [gaat] dan nodig is om [de] doelstellingen [van de Prospectusrichtlijn] te verwezenlijken’ (toevoegingen MWW & ACWP).<sup>82</sup> Gelet op deze overweging uit de considerans en gelet op de zojuist genoemde toezichtrechtelijke focus van de Prospectusrichtlijn, achten wij het niet aannemelijk dat de Europese wetgever met deze richtlijn *vergaand* heeft willen ingrijpen in het prospectusaansprakelijkheidsrecht van de lidstaten. Het verplicht aan de lidstaten voorschrijven van een vermoeden van causaal verband zou wel een vergaande ingreep zijn.

In de derde plaats heeft het HvJ in het arrest *Hirrmann/Immofinanz* bepaald, dat de lidstaten bij de keuze van de sancties die worden toegepast bij schending door uitgaande instellingen van de uit (onder meer) de Prospectusrichtlijn voortvloeiende verplichtingen beschikken over een ‘ruime beoordelingsmarge’.<sup>83</sup> Uitgaande van deze ruime beoordelingsmarge achten wij het niet waarschijnlijk dat de Prospectusrichtlijn daadwerkelijk noopt tot het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband. Gegeven het arrest

*Hirrmann/Immofinanz* kunnen wij ons met andere woorden niet (meer) voorstellen dat het HvJ in een daarop toegespitste prejudiciële vraag zou oordelen dat een lidstaat, die in het nationale recht heeft voorzien in de toezichtrechtelijke handhavingsbevoegdheden zoals genoemd in de vorige alinea en in de aansprakelijkheidsregeling zoals vereist op grond van art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, in gebreke is wanneer het ervoor zou kiezen zo’n vermoeden in de nationale rechtsorde *niet* aan te nemen.

Voor de goede orde benadrukken wij dat er ook volgens ons goede redenen zijn te bedenken om bij prospectusaansprakelijkheid de belegger in zijn (zware) bewijslast tegemoet te komen door het aannemen van een vermoeden van causaal verband. Wij zetten alleen onze vraagtekens bij de redenering dat art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn (en de effectieve rechtsbescherming die op grond van deze bepaling zou moeten worden geboden in het nationale aansprakelijkheidsrecht) zou(den) nopen tot het in de nationale rechtsorde aannemen van zo’n vermoeden.<sup>84</sup> Een meer overtuigende redenering is wat ons betreft gebaseerd op de Richtlijn OHP,<sup>85</sup> meer in het bijzonder art. 11 jo. art. 13 van deze richtlijn. De redenering is kort gezegd dat art. 11 jo. art. 13 Richtlijn OHP – via een richtlijnconforme interpretatie van art. 150 Rv – Nederland ertoe verplicht om bij prospectusaansprakelijkheid een vermoeden van causaal verband aan te nemen.<sup>86, 87</sup> De (nadere) onderbouwing van dit standpunt is (nagenoeg) gelijk aan de argumentatie zoals ontvouwd in par. 4. Het is een *keuze* geweest van de Nederlandse wetgever – dit was geen Europeesrechtelijke verplichting! – om de Richtlijn OHP (als een *species* van de onrechtmatige daad) te implementeren in het privaatrecht en in het verlengde daarvan is het een *keuze* geweest om (de desbetreffende *species* van) het onrechtmatigedaadsrecht aan te wijzen

79. Volledigheidshalve wijzen wij erop dat met de term ‘wettelijke aansprakelijkheidsregeling’ in art. 25 lid 1 Prospectusrichtlijn wordt bedoeld op de desbetreffende *civielrechtelijke* (wettelijke) aansprakelijkheidsregeling van de lidstaten. Dit blijkt onder meer uit het arrest HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, r.o. 40, NJ 2014/184, m.nt. M.R. Mok (*Alfred Hirrmann/Immofinanz AG*).

80. De nieuwe Prospectusverordening kent in art. 38 lid 1 een vergelijkbare bepaling, zij het dat in de nieuwe verordening de passage ‘overminderd hun wettelijke aansprakelijkheidsregeling’ uit art. 25 lid 1 Prospectusrichtlijn is weggevallen.

81. Zie voor de eis dat de sancties en maatregelen die door de bevoegde autoriteit kunnen worden opgelegd ‘doeltreffend, evenredig en afschrikkend’ zijn art. 25 lid 1 slotzin Prospectusrichtlijn. Zie in dit verband ook art. 38 lid 1 nieuwe Prospectusverordening.

82. De nieuwe Prospectusverordening kent in overweging 87 van de considerans een (nagenoeg) vergelijkbare bepaling.

83. HvJ EU 19 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856, r.o. 41, NJ 2014/184, m.nt. M.R. Mok (*Alfred Hirrmann/Immofinanz AG*). Zie over deze ‘ruime beoordelingsmarge’ voor het nationaal privaatrecht ook de prachtige oratie die Haentjens uitsprak bij de aanvaarding van de TPR Wisselleerstoel, M. Haentjens, ‘Incoherentie verenigd. Privaatrechtelijke concepten onder druk van Europees financieel recht’, te verschijnen in *TPR* 2017, nr. 59.

84. Wij realiseren ons dat wij tamelijk alleen staan in onze kritiek op de redenering van de Hoge Raad in het *World Online*-arrest. Het door de Hoge Raad aanknopen bij art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn lijkt door andere auteurs positief te worden gewaardeerd, zie onder meer Franx 2017, p. 95-97; Franx 2015, p. 113-114; Busch 2015, p. 222-225; Klaassen 2013, par. 4.3.2; De Jong 2011, p. 364-366; C.W.M. Lieverse, *Onerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector; taken en bevoegdheden van de AFM. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 106), Deventer: Kluwer 2010, p. 80-83. Zie over art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn echter ook het genuanceerde betoog van Haentjens 2017, nr. 72.

85. Richtlijn 2005/29/EG (*PbEU* 2005, L 149/22).

86. Dat bij prospectusaansprakelijkheid art. 11 jo. art. 13 Richtlijn OHP – via richtlijnconforme interpretatie van art. 150 Rv – een overtuigende grondslag vormt voor het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband, heeft een van ons al eerder betoogd, zie A.C.W. Pijls, ‘Misleiding van het beleggende publiek, een onerlijke handelspraktijk!’, *Ondernemingsrecht* 2008, afl. 9, p. 348-349. Ook advocaat-generaal Timmerman beroept zich bij zijn beschouwing over het (bewijs van het) causaal verband in zijn conclusie voor het *World Online*-arrest mede op de Richtlijn OHP, zie punt 4.7.5.7-4.7.5.9 van de conclusie voor HR 27 november 2009, NJ 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*).

87. Wij wijzen erop dat Lieverse een standpunt inneemt dat precies tegenovergesteld is aan dat van ons. Volgens haar is er bij (civielrechtelijke) aansprakelijkheid op grond van de (implementatiewet van de) Richtlijn OHP minder aanleiding om een vermoeden van causaal verband aan te nemen dan bij aansprakelijkheid op grond van de (implementatiewet van de) Prospectusrichtlijn. Zie Lieverse 2010, p. 83. Zie ook Stelling 6 (p. 123) van haar Preadvies.

als primair handhavingssysteem voor de in deze richtlijn geformuleerde gedragsnormen. Dat betekent dat ook datzelfde *onrechtmatigedaadsrecht* moet voorzien in ‘passende en doeltreffende maatregelen’ met bijbehorende ‘doeltreffende, evenredige en afschrikwekkende sancties’ (zie art. 11 respectievelijk art. 13 Richtlijn OHP).<sup>88</sup> Het moge duidelijk zijn dat het verlichten van de bewijslast van de belegger door het aannemen van een vermoeden van causaal verband een belangrijke bijdrage levert aan het op passende en doeltreffende wijze sanctioneren van de oneerlijke handelspraktijk bestaande uit het publiceren van een misleidend prospectus.<sup>89</sup>

Wij keren nu terug naar het (bewijs van het) causaal verband bij aansprakelijkheid wegens schending van de MiFID II-gedragsregels. Om vergelijkbare redenen als dat wij het bij prospectusaansprakelijkheid niet overtuigend vinden om voor het vermoeden van causaal verband aan te knopen bij art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, vinden wij het bij aansprakelijkheid wegens schending van de MiFID II-gedragsregels niet overtuigend om voor dit vermoeden aan te knopen bij art. 69 lid 2 *in fine* MiFID II (eventueel in verbinding gelezen met het effectiviteitsbeginsel).<sup>90</sup> De redenering is kort gezegd dat de civielrechtelijke aansprakelijkheid buiten de (harmonisatie)reikwijdte van MiFID II valt en dat de richtlijn daarnaast een sterke *toezichtrechtelijke* focus heeft. Hierdoor doet het effectiviteitsbeginsel zich primair gevoelen bij (het antwoord op) de vraag of de MiFID II-gedragsregels *bestuursrechtelijk* gezien adequaat en effectief worden gehandhaafd, en of de maatregelen en sancties die in dat verband worden opgelegd doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.<sup>91</sup> Daar komt nog bij dat de formulering van art. 69 lid 2 *in fine* MiFID II de exacte invulling van het causaal verband lijkt over te laten aan het nationale recht. Het artikel bepaalt immers dat de lidstaten erop toezien ‘dat er mechanismen zijn ingesteld waarmee er krachtens de nationale wetgeving voor wordt gezorgd dat compensatie wordt betaald of andere herstelmaatregel wordt ondernomen voor financieel verlies of andere geleden schade *als gevolg van* een inbreuk op [MiFID II of MiFIR]’ (cursivering en toevoegingen MWW & ACWP), zonder de (cursief weergegeven) causaliteitseis nader uit te werken. De vraag of financieel verlies of andere schade in (voldoende) causaal verband staat met de normschending en of in dat verband al of niet met een bewijsvermoeden moet worden gewerkt, lijkt daarmee dus primair een

kwestie te zijn van het (interne) aansprakelijkheidsrecht van de lidstaten. En om dezelfde redenen als dat wij het bij prospectusaansprakelijkheid overtuigender vinden om voor het vermoeden van causaal verband aan te knopen bij art. 11 jo. art. 13 Richtlijn OHP (in plaats van bij art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn), vinden wij het ook bij aansprakelijkheid wegens schending van de informatie- en/of waarschuwingsverplichtingen van MiFID II overtuigender om voor dit vermoeden aan te knopen bij art. 11 jo. art. 13 Richtlijn OHP (in plaats van bij art. 69 lid 2 *in fine* MiFID II). Wij verwijzen naar de redenering van zojuist en naar de redenering in par. 4.

Bij dit alles past nog wel een belangrijke kanttekening, en die is dat als een civiele rechter ervoor zou kiezen om bij schending van de MiFID II-gedragsregels het vermoeden van causaal verband te baseren op de regeling OHP, aan ten minste twee – en eventueel drie – voorwaarden moet zijn voldaan. Ten eerste moet de belegger ten gunste van wie het vermoeden wordt aangenomen een *particuliere* belegger zijn. Alleen particuliere beleggers kunnen immers bescherming ontnemen aan de regeling OHP. Ten tweede moet deze particuliere belegger de regeling OHP (mede) aan zijn vordering ten grondslag leggen.<sup>92</sup> Als de grondslag van aansprakelijkheid van de beleggingsonderneming immers niet is gelegen in de regeling OHP, kan deze regeling ook niet dienen als ‘fundering’ voor een vermoeden van causaal verband. De *eventuele* derde voorwaarde is dat de normschending van de beleggingsonderneming (primair) moet bestaan uit schending van de informatie- en/of waarschuwingsverplichting(en) van art. 24 en/of 25 MiFID II, en niet uit schending van de ken-uw-cliënt-regels van art. 25 MiFID II. De ken-uw-cliënt-regels van art. 25 MiFID II (dit zijn in de kern *onderzoeksverplichtingen*) zijn immers andersoortige verplichtingen dan de informatie- en waarschuwingsverplichtingen van art. 24 en 25 MiFID II, en het zijn alleen laatstgenoemde verplichtingen die onder vigour van de Richtlijn OHP als ‘essentieel’ hebben te gelden (zie par. 4). Bij deze derde voorwaarde formuleren wij echter bewust voorzichtig en spreken wij bewust van een ‘eventuele’ derde voorwaarde. Met de nodige creativiteit valt immers ook het door de beleggingsonderneming verstrekken van informatie (zoals het geven van een beleggingsadvies) zonder dat voorafgaand aan het verlenen van de desbetreffende beleggingsdienst de op grond van de ken-uw-cliënt-regels vereiste informatie is ingewonnen, te construeren als een schending van de regeling

88. Gelet op ons betoog dat de Richtlijn OHP een meer overtuigende grondslag biedt voor het in de nationale rechtsorde aannemen van een vermoeden van causaal verband dan de Prospectusrichtlijn, is nog interessant erop te wijzen dat de ‘evenknie’ in de Richtlijn OHP van art. 25 Prospectusrichtlijn *niet* expliciet refereert aan *administratieve* maatregelen en/of sancties. Zo bevat art. 11 Richtlijn OHP de neutraal geformuleerde eis dat de lidstaten dienen te zorgen voor de invoering van ‘passende en doeltreffende middelen’ ter bestrijding van oneerlijke handelspraktijken. En zo bevat art. 13 Richtlijn OHP de neutrale eis dat de lidstaten de ‘sancties’ vaststellen die van toepassing zijn op schendingen van de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde nationale bepalingen, en dat de lidstaten daarnaast ‘alle maatregelen’ treffen die nodig zijn voor de toepassing van deze sancties.

89. Volledigheidshalve wijzen wij erop dat op grond van art. 7 lid 5 jo. bijlage II Richtlijn OHP ook de informatieverplichtingen van art. 5, 7 en 8 Prospectusrichtlijn als ‘essentieel’ hebben te gelden in de zin van de Richtlijn OHP. Onder vigour van de nieuwe Prospectusverordening zijn dat de informatieverplichtingen van art. 6-8, 13-15 en 17 en 18 van deze verordening.

90. Wij kunnen het betoog van Busch 2015, p. 222-225 en Janssen 2017, par. 3.5.1 dus niet (volledig) onderschrijven.

91. Zie art. 70 lid 1 slotzin MiFID II.

92. Aan deze tweede voorwaarde hoeft in de praktijk wellicht niet al te zwaar te worden getild, als we art. 25 Rv in ogenschouw nemen en daarnaast in de beschouwing betrekken dat op grond van de rechtspraak van het HvJ en de Hoge Raad over de ambtshalve toepassing van Europees consumentenrecht verdedigbaar is dat de regeling OHP ambtshalve moet worden toegepast. Wij werken dit punt niet nader uit en laten dit verder rusten.

OHP. Is aan de zojuist genoemde twee – of eventueel drie – voorwaarden niet voldaan, dan kan bij aansprakelijkheid wegens schending van de MiFID II-gedragsregels een eventueel vermoeden van causaal verband *niet* worden gebaseerd op de regeling OHP.

Als de rechter echter ook buiten het geval waarin aan de drie genoemde voorwaarden is voldaan de bewijslast van de belegger op het punt van het causaal verband wil verlichten – wij brengen hier in herinnering dat de Hoge Raad zich in het verleden vaker toeschietelijk heeft getoond – dan moet naar andere oplossingen worden gezocht. Wat ons betreft kan die oplossing worden gevonden in het ‘effectiviteitsbeginsel’ van nationale signatuur.<sup>93</sup> Daarmee bedoelen wij dat als de Hoge Raad of een andere civiele rechter de belegger zo graag (effectieve) bescherming wil bieden door hem in zijn bewijslast tegemoet te komen, daar geen argumenten ontleend aan het EU-recht voor nodig zijn.<sup>94</sup> De Hoge Raad of de desbetreffende (lagere) rechter kan het vermoeden wat ons betreft ‘gewoon’ baseren op normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard, zoals (het waarborgen van) effectieve rechtsbescherming van beleggers en de zorg voor de effectiviteit van de geschonden norm zoals die bestaat naar nationaal recht.<sup>95</sup> Voor een ongelimiteerd toepassingsbereik van zo’n vermoeden hoeft naar ons oordeel niet te worden gevreesd. Desgewenst kan de Hoge Raad of de desbetreffende (lagere) rechter het vermoeden immers zodanig beperkt formuleren dat het alleen van toepassing is bij schending van de (geïmplementeerde) MiFID II-gedragsregels.

## 6. Conclusie

De verhouding tussen de MiFID II-gedragsregels en het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht is een goed voorbeeld van de invloed die Europese hervormingen op het terrein van het financieel toezichtrecht kunnen hebben op het Nederlandse recht. Hoewel het civiele recht niet onder de harmonisatiereikwijdte van de richtlijn valt, oefent de MiFID II een veelzijdige en indirecte invloed uit op de werking van het Nederlandse privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht. Ondanks dat de gedragsregels in het financieel toezichtrecht zijn geïmplementeerd, kunnen zij voor de civiele rechter namelijk wel relevant zijn bij het bepalen van de gedragsnorm die een beleggingsonderneming in een concreet geval jegens haar cliënt in acht moet nemen. Deze beïnvloeding van privaatrechtelijke normstelling door de MiFID II-gedragsregels kan plaatsvinden via open civielrechtelijke normen zoals de bijzondere zorgplicht, maar ook via (de meer rechtstreekse beïnvloeding van) het onrechtmatigheids criterium van

handelen in strijd met een wettelijke plicht. Aangezien het privaatrechtelijke aansprakelijkheidsrecht niet onder de harmonisatiereikwijdte van de MiFID II valt, staat het de civiele rechter echter vrij om aan beleggingsondernemingen soepelere of strengere verplichtingen op te leggen dan voortvloeien uit de (implementatie van de) MiFID II-gedragsregels. Gelet op de sterke nadruk op beleggersbescherming in de civiele rechtspraak, is het overigens de vraag hoe vaak de rechter in de praktijk daadwerkelijk gebruik zal maken van de mogelijkheid tot *soepelere* normstelling ten nadele van de (particuliere) belegger.

Het beeld van de invloed van MiFID II op privaatrechtelijke normstelling ligt genuanceerder wanneer wij de Richtlijn OHP in de beschouwing betrekken. De Richtlijn OHP bevat namelijk een interessante koppeling met de *informatie-* en *waarschuwingsverplichtingen* van MiFID II. De *keuze* van de Nederlandse wetgever om de Richtlijn OHP te implementeren als een *species* van de onrechtmatige daad en de effectiviteitsvereisten waaraan het onrechtmatigedaadsrecht als gevolg van deze keuze moet voldoen (zie art. 11 en 13 Richtlijn OHP), beperkt de vrijheid van de civiele rechter tot het hanteren van een soepelere normstelling indien de aansprakelijkheid van de beleggingsonderneming in het concrete geval is gebaseerd op de regeling OHP. Voor de duidelijkheid: dit doet niets af aan de vrijheid die civiele rechters *op grond van MiFID II* hebben om soepelere verplichtingen op te leggen. De inperking van de vrijheid tot soepelere normstelling bij aansprakelijkheid gebaseerd op de regeling OHP is een gevolg van de *keuze* van de Nederlandse wetgever om de Richtlijn OHP te implementeren in het *privaatrecht*. Wij verwijzen naar ons betoog in par. 4 over de verhouding tussen de Richtlijn OHP en de MiFID II.

Ook over de invloed van MiFID II op het (bewijs van) causaal verband is in de literatuur gediscussieerd. Naar ons oordeel is er van directe invloed geen sprake. Zo is bij (aansprakelijkheid wegens) schending van de MiFID II-gedragsregels de Nederlandse civiele rechter volgens ons niet verplicht om een vermoeden van causaal verband aan te nemen, althans die verplichting heeft hij niet op grond van MiFID II. In de kern is dit wederom terug te voeren op het feit dat het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht buiten de harmonisatiereikwijdte van de MiFID II valt en de richtlijn daarnaast een sterke toezichtrechtelijke focus heeft. Mocht de Nederlandse civiele rechter de belegger niettemin in zijn (zware) bewijslast tegemoet willen komen door het aannemen van een vermoeden van causaal verband, en wil hij dit vermoeden (mede) baseren op aan het EU-recht ontleende argumenten, dan biedt de Richtlijn OHP, meer in het bijzonder

93. Wij schrijven ‘het effectiviteitsbeginsel’ hier bewust tussen aanhalingstekens. Naar nationaal recht bestaat het effectiviteitsbeginsel zoals we dat kennen uit het EU-recht als zodanig immers niet. Zie in dit verband Tjong Tjin Tai 2011, p. 790-797.

94. Zie in dit verband ook de (enigszins) kritische opmerking van Du Perron in zijn *NJ*-noot (sub 3) onder HR 27 november 2009, *NJ* 2014/201, m.nt. C.E. du Perron; *JOR* 2010/43, m.nt. K. Frielink (*VEB e.a./World Online e.a.*): ‘(...) eigenlijk [valt] niet goed in te zien waarom beschermende normen van nationale oorsprong minder effectieve handhaving zouden verdienen’ (toevoeging ACWP).

95. Voor belangwekkende beschouwingen over het verlichten van de bewijslast bij het causaal verband op grond van normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard, zoals het bieden van (effectieve) rechtsbescherming en het waarborgen van de effectiviteit van de geschonden norm, verwijzen wij naar I. Giesen, *Bewijs en aansprakelijkheid. Een rechtsvergelijkend onderzoek naar de bewijslast, de bewijsvoeringslast, het bewijsrisico en de bewijsrisico-omkering in het aansprakelijkheidsrecht* (diss. Tilburg), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2001, p. 445 e.v.; Giesen 2010; Akkermans & Van Dijk 2012; A.J. Akkermans, *De ‘omkeringsregel’ bij het bewijs van causaal verband* (oratie Amsterdam VU), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002, p. 113 e.v.

art. 11 jo. art. 13 van deze richtlijn, onzes inziens hiervoor een beter aanknopingspunt. Wij verwijzen in dit verband naar ons betoog in par. 5. Ten principale zijn wij echter van mening dat voor het verlichten van deze bewijslast geen aan het EU-recht ontleende argumenten nodig zijn. Wat ons betreft kan die verlichting ‘gewoon’ worden gebaseerd op normatieve overwegingen van nationaal privaatrechtelijke aard, zoals (het waarborgen van) effectieve rechtsbescherming van beleggers en de zorg voor de effectiviteit van de geschonden norm zoals die bestaat naar nationaal recht.

Het voorgaande laat zien dat het nog niet zo eenvoudig is om de precieze (inhoud en omvang van de) invloed te achterhalen die Europese gedragsregels ter normering van de verhouding tussen private partijen uitoefenen op het Nederlandse civiele recht. Daarnaast illustreert het voorgaande dat deze inhoud en omvang kunnen verschillen per onderdeel van het Nederlandse recht waarvan de verhouding met Europese gedragsregels wordt onderzocht. Het beeld kan namelijk veranderen door de aanvullende (en vaak onderbelichte) invloed van andere Europese regelgeving zoals bijvoorbeeld de Richtlijn OHP. Dit onderzoek naar de invloed van de MiFID II op privaatrechtelijke aansprakelijkheid schetst in ieder geval de veelzijdigheid van het spanningsveld tussen Europees financieel toezichtrecht en het nationaal privaatrecht.