

# Spraakmakend BGH-arrest over belangenconflicten bij swap-advisering door banken

*Mr. R.J.W. Analbers en mr. F.P.C. Strijbos\**

## Inleiding

Sinds 2004 zijn in Duitsland door verschillende banken zogeheten *spread ladder swaps* (hierna: Swaps) verkocht aan Duitse bedrijven en lagere overheden.<sup>1</sup> De bedrijven en lagere overheden gingen dergelijke Swaps vaak aan om (hopelijk) te profiteren van een gunstige renteontwikkeling. Zij betaalden vaak een (relatief hoge) vaste rente en beoogden deze via een Swap om te zetten in een (lagere) variabele rente. Deze variabele rente werd vastgesteld door middel van een mathematische formule die vaak gebaseerd was op het verschil (de *spread*) tussen twee rentetarieven (meestal de tweejaars- en tienjaars-*swap rate*).

Op 22 maart 2011 deed het Bundesgerichtshof (hierna: BGH) uitspraak over een dergelijke Swap tussen Deutsche Bank AG (hierna: DB) en Ille Papier-Service GmbH (hierna: Ille Papier). In deze uitspraak formuleert het BGH nadere informatieverplichtingen voor banken in het geval dat een bank aan een klant adviseert een product te kopen terwijl daarbij voor de bank een belangenconflict ontstaat.<sup>2</sup> Ille Papier was in de onderhavige zaak een procedure begonnen om een vergoeding te krijgen voor schade die zij meende geleden te hebben als gevolg van onvoldoende informatieverstrekking door DB bij het aangaan van de Swap.

## De feiten

Tussen Ille Papier, een middelgrote Duitse onderneming in wc-artikelen, en DB bestond een beleggingsadviesrelatie. DB stelde aan Ille Papier voor om een Swap aan te gaan, die uiteindelijk afgesloten werd op 16 februari 2005. De Swap was door DB opzettelijk zo gestructureerd dat deze op de transactiedatum voor Ille Papier reeds een negatieve marktwaarde van ongeveer 4% van het onderliggende bedrag (gelijk aan

EUR 80.000) had, waardoor de bank in staat was om haar positie direct in de markt door te verkopen. Deze negatieve marktwaarde bij het aangaan van de transactie werd door DB niet gemeld aan Ille Papier.

Voorafgaand aan het afsluiten van de Swap verstrekte DB informatiemateriaal, waaronder een verklaring dat het risico van de klant 'theoretisch onbeperkt' was. Ook bevatte het informatiemateriaal voorbeeldberekeningen voor zowel positieve als negatieve ontwikkelingen van de *spread*. DB heeft aangegeven dat zij verwachtte dat de *spread* zou dalen, wat ten voordele van Ille Papier zou zijn geweest. Van de zijde van Ille Papier werden de onderhandelingen niet alleen gevoerd door haar directeur, maar ook door een ervaren econoom met een bancaire opleiding.

In tegenstelling tot de aanvankelijke verwachting van DB daalde de rente-*spread* ononderbroken vanaf de herfst van 2005. Op 26 januari 2007 beëindigden de partijen de Swap tegen betaling door Ille Papier van de actuele negatieve marktwaarde van EUR 566.850. Ille Papier sprak DB vervolgens in rechte aan, maar de eisen werden door de lagere rechterlijke instanties tot tweemaal toe verworpen.

## De uitspraak van het BGH

Het BGH wijst de eis tot schadevergoeding wel toe en stelt daarbij dat DB haar informatieplicht had geschonden. Het BGH overweegt dat in het kader van zeer complexe en riskante producten als *spread ladder swaps* voor DB als beleggingsadviseur hoge informatieverplichtingen dienen te gelden. In het bijzonder diende DB te vermelden dat er sprake was van een belangenconflict en dat de Swap een initiële negatieve marktwaarde had.

Aan de orde was ook of de Swap nietig of vernietigbaar zou moeten zijn wegens strijd met de goede zeden (§138 Bürgerliches Gesetzbuch, hierna: BGB) en/of door dwaling of bedrog (*arglistiger Täuschung*, §123 BGB). Volgens het BGH kan dit in het midden blijven, omdat schadevergoeding reeds geboden is op grond van schending van de zorgplicht van DB.

\* Mr. R.J.W. Analbers is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance te Amsterdam. Mr. F.P.C. Strijbos is werkzaam als wetenschappelijk medewerker bij Clifford Chance te Amsterdam en als promovendus verbonden aan het Onderzoekscentrum Onderneming en Recht te Nijmegen. De auteurs zijn hun Duitse collega's dr. Marc Benzler en dr. Sven Zeller erkentelijk voor hun hulp bij het schrijven van deze bijdrage.

1. Zie ter illustratie <[www.economist.com/node/10734386?story\\_id=10734386](http://www.economist.com/node/10734386?story_id=10734386)>.  
2. BGH XI ZR 33/10. De tekst van deze uitspraak is te raadplegen via: <<http://lexetius.com/2011,2210>>.

## Beleggingsadvies

Ongeacht wat partijen zijn overeengekomen, wordt volgens Duitse jurisprudentie een overeenkomst van beleggingsadvies (*Anlageberatungsvertrag*) stilzwijgend aangegaan wanneer een belegger door een bank wordt benaderd of wanneer de bank een transactie aanraadt waarbij zijzelf een economisch belang heeft. Hierdoor ontstaan er voor de bank enkele aanvullende informatieverplichtingen en dient het advies te passen bij de positie van de cliënt.<sup>3</sup>

Net als naar Nederlands recht worden de civielrechtelijke zorgplichten van financiële instellingen naar Duits recht mede vormgegeven door de zorgplichten uit het publiekrechtelijke effectenrecht. Deze publiekrechtelijke zorgplichten komen momenteel voort uit de Markets in Financial Instruments Directive (hierna: MiFID) en ten tijde van het afsluiten van de Swap uit de Investment Services Directive,<sup>4</sup> en zijn in Duitsland vastgelegd in het *Wertpapierhandelsgesetz* (hierna: WpHG). De invloed van de publiekrechtelijke zorgplichten gaat niet zover dat het civiele recht geen rol meer zou spelen.<sup>5</sup> De heersende leer in Duitsland is dat van de MiFID-zorgplichten slechts reflexwerking (*Ausstrahlungswirkung*) uitgaat, waardoor civielrechtelijke zorgplichten nader geconcretiseerd worden.<sup>6</sup>

Gelet op de civielrechtelijke zorgplicht van DB, was het advies aan Ille Papier volgens het BGH niet passend. Het BGH verwijst naar zijn bekende Bond-uitspraak uit 1993.<sup>7</sup> Uit deze uitspraak volgt dat bij een passend beleggingsadvies zowel gelet moet worden op de positie van de cliënt als op het geadviseerde product (*anlegergerechte en objektgerechte Beratung*). Beleggergeoriënteerd advies houdt in dat de bank het beleggingsprofiel van de klant, zijn bereidheid risico te nemen, zijn persoonlijke kennis en ervaring en zijn financiële situatie onderzoekt (het 'ken uw cliënt'-beginsel). Objectgeoriënteerd advies houdt in dat de bank de klant moet informeren over de specifieke kenmerken en risico's van het aanbevolen financiële instrument, zodat hij in staat is om een gefundeerde beleggingsbeslissing te nemen.

## Beleggergeoriënteerd advies

Het BGH benadrukt in zijn uitspraak dat een adviserende bank verplicht is, alvorens een advies te geven met betrekking

tot bepaalde financiële instrumenten, zich op de hoogte te stellen van de kennis, ervaring en beleggingsdoelstellingen van de klant; hiertoe behoren ook de beleggingsdoelstellingen en risicobereidheid van de klant. De adviserende bank heeft uitsluitend in het geval dat zij zich al bewust is van de omstandigheden, bijvoorbeeld als gevolg van een langdurige zakelijke relatie met de klant of de voorgaande beleggingstransacties, geen verplichting om informatie in te winnen. Het BGH constateert dat DB voorafgaand aan het uitbrengen van het advies niet voldoende informatie over de risicobereidheid van Ille Papier had ingewonnen. In geval van een zeer complex financieel product, zoals de Swap, mag een bank niet veronderstellen dat een klant als Ille Papier zich bewust is van de te nemen risico's.

Het schenden van de 'ken uw cliënt'-regels van §31 (4) WpHG is volgens het BGH niet voldoende om aan te nemen dat DB haar zorgplicht niet heeft nageleefd. Als een bankbeleggingsadviseur niet informeert naar de risicobereidheid van de klant alvorens een beleggingsadvies uit te brengen, dan kan deze alsnog aan haar verplichting voldoen om een passend advies te geven door, voordat de klant zijn beleggingsbeslissing neemt, zekerheid te verkrijgen dat hij alle aspecten van de risico's begrijpt die verbonden zijn aan het financiële product. Zo niet, dan kan de bank, als beleggingsadviseur, er niet van uitgaan dat haar advies in overeenstemming is met de risicobereidheid van de klant. In casu slaagde DB er niet in aan te tonen dat Ille Papier de aan de Swap verbonden risico's had begrepen, ondanks de achtergrond van degene die namens Ille Papier de onderhandelingen voerde. Het advies tot het aangaan van de Swap was daarom onvoldoende toegesneden op de positie van Ille Papier. Naar de mening van het BGH betekenen de professionele kwalificaties van de onderhandelaar niet noodzakelijkerwijs dat Ille Papier voldoende kennis heeft om de specifieke risico's van complexe gestructureerde producten, zoals *spread ladder swaps*, te begrijpen. De bij de econoom aanwezige kennis en ervaring zijn bovendien niet bepalend voor de risicobereidheid van deze onderneming.

## Objectgeoriënteerd advies

Naast dat het advies onvoldoende op de cliënt was toegesneden, heeft DB volgens het BGH ook voorafgaand aan het aangaan van de Swap onvoldoende informatie verschaft. Volgens het BGH was bij het adviseren van de Swap een belangenconflict bij DB ontstaan dat aan Ille Papier kenbaar had moeten worden gemaakt. Het BGH geeft daarbij aan dat vanwege de complexiteit en de risicostructuur van de Swap DB moest voldoen aan strenge eisen met betrekking tot haar informatieplicht.

Al tijdens de behandeling van de zaak bij het hogere regionale hof gaven de rechters van dit hof aan dat zij de Swap zagen als een speculatieve weddenschap. Het BGH volgde deze interpretatie en stelt dat wanneer het om zulke complexe gestructureerde producten gaat, de adviserende bank zich ervan dient te vergewissen dat alle betrokkenen over dezelfde informatie

3. P.O. Mülbart, The eclipse of contract law in the investment firm-client-relationship: The impact of the MiFID on the law of contract from a German perspective, in: G. Ferrarini & E. Wymeersch (red.), *Investor protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford: Oxford University Press 2006, p. 300 e.v.
4. Respectievelijk Richtlijn 2004/39 betreffende markten voor financiële instrumenten en Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten.
5. Zie voor het Nederlands recht gelijklopend: V.P.G. de Sèrière, *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met regels van effectenrecht*, in: S. Bartels e.a. (red.), *Effecten en vermogensrecht, Serie Onderneming & Recht*, nr. 63, Deventer: Kluwer 2011, p. 215.
6. A. Fuchs, *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, München: Verlag C.H. Beck 2009, p. 1195.
7. BGH XI ZR 12/93, NJW 1993, p. 2433.

beschikken. Alleen op deze manier is het voor de klant mogelijk om een gefundeerde beslissing te nemen om de aangeboden transactie te accepteren. Het BGH overwoog dat bij de onderhavige ‘weddenschap op rentetarieven’ de winst aan de ene kant het spiegelbeeld is van het verlies aan de andere kant. Met andere woorden: een Swap is alleen voordelig voor een bank als de klant verlies lijdt.<sup>8</sup> Hieruit volgt een directe belangenverstrengeling voor de adviserende bank. Zo zou volgens het BGH de Swap alleen gunstig voor DB zijn wanneer haar voorspelling voor de trends in het renteniveau – een groter wordende *spread* – onjuist is en Ille Papier als gevolg daarvan verlies lijdt.

In deze zaak had DB in ieder geval een dubbele pet op. Enerzijds was zij als adviseur gehouden een voor Ille Papier gunstige transactie tot stand te laten komen, anderzijds was het in haar eigen belang een voor DB gunstige (en dus volgens het BGH voor Ille Papier ongunstige) transactie af te sluiten. DB moet als beleggingsonderneming (*Wertpapierdienstleistungsunternehmen*) haar diensten met de vereiste deskundigheid, zorgvuldigheid en nauwgezetheid verrichten in het belang van haar cliënten (vergelijk art. 4:90 Wft). In het verlengde hiervan rustte op DB de plicht om een belangenconflict te voorkomen dan wel kenbaar te maken aan Ille Papier. Deze plicht komt voort uit artikel 18 MiFID level 1 en is naar Duits recht geïmplementeerd in §31 (1) WpHG. Een belangenconflict doet zich volgens de MiFID onder andere voor waar de beleggingsonderneming een winst kan behalen ten koste van de cliënt of op een dergelijke wijze een verlies kan voorkomen.<sup>9</sup>

Het belangenconflict werd volgens het BGH alleen maar versterkt doordat de Swap tussen DB en Ille Papier opzettelijk zo gestructureerd was dat deze op de transactiedatum een negatieve marktwaarde had. Als adviseur is een bank volgens het BGH echter ook verplicht de belangen van haar klant te beschermen. Conform de contractuele verplichtingen die voortvloeien uit het adviescontract had DB primair gericht moeten zijn op het behalen van de hoogst mogelijke opbrengst voor Ille Papier.

Volgens het BGH hoeft een bank die haar eigen beleggingsproducten aanbeveelt haar klanten echter niet te informeren over haar intentie om winst te maken. Het winsttoegmerk van een bank is zo evident dat er geen noodzaak is om daar uitdrukkelijk naar te verwijzen, tenzij er sprake is van bijzondere omstandigheden. Er ontstaat echter een meldingsplicht als gevolg van de specifieke kenmerken van het product indien dat product bewust ontworpen is met een risicostructuur in het nadeel van de klant, alleen om het risico te ‘verkopen’ dat de klant op zich neemt op basis van de advisering van de bank.

8. Zie ook J. Roberts, *Financial derivatives: Investments or bets?*, JIBFL 2011, p. 315, die de Swap kwalificeert als een *zero-sum game*.

9. Art. 21 Richtlijn 2006/73/EG (MiFID level 2). Zie hierover N. Moloney, *EC securities regulation*, Oxford: Oxford University Press 2008, p. 510-511. Voor Nederlands recht: art. 4:88 Wft jo. art. 167a en 167b Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Bgf).

Het doel om haar risico als tegenpartij te verkopen is volgens het BGH niet eenvoudig te onderkennen voor de klant. Het had daarom volgens het BGH op de weg van DB gelegen om Ille Papier te informeren over de in de Swap gestructureerde negatieve marktwaarde.

## Commentaar

Op zichzelf valt er wel wat te zeggen voor het standpunt van het BGH dat een swap een inherent belangenconflict in zich heeft. Toch menen wij dat het BGH in zijn beslissing te gemakkelijk voorbij gaat aan de beweegredenen van een bank bij het aangaan van swaps. Het is zeer wel mogelijk dat een partij bij een swap een grotere betalingsverplichting heeft dan haar wederpartij, maar dat de swap toch in haar belang is.

Partijen die (zoals bij Ille Paper het geval lijkt te zijn) een renteswap aangaan om een andere reden dan risicoafdekking, speculeren dat de rente of een koers zich anders ontwikkelt dan de tegenpartij verwacht. Beide partijen lopen in dat geval een soortgelijk, maar tegengesteld risico. Daarnaast kan een partij een swap afsluiten, maar het risico uit die positie afdekken (*hedgen*) door met een andere partij een swap die het spiegelbeeld is van de oorspronkelijke swap aan te gaan (een zogeheten *hedge*). Het is in een dergelijk geval de *hedge counterparty* die het risico op de transactie loopt. De partij die zich *gehedged* heeft, is als het ware enkel een doorgeefluik, maar ontvangt een *fee* voor het opzetten van de transactie. Over het algemeen zal een bank het risico onder een swap niet zelf op haar boeken (willen) houden, maar zal zij zich *hedgen*.

DB voerde als verweer dat de negatieve marktwaarde niet alleen in de Swap gestructureerd was om DB in staat te stellen geld aan de transactie te verdienen (het lijkt dus een verkapte provisie te zijn), maar ook om DB in staat te stellen haar risico op de Swap te *hedgen*. Doordat de bank haar positie via een *hedge* afdekt, zal deze in beginsel niet gebaat zijn bij een (groter) verlies van haar cliënt omdat door de *hedge* de bank elk bedrag dat zij van de cliënt onder de swap ontvangt aan de *hedge counterparty* doorbetaalt.

Echter, ook in het geval dat een bank zich niet heeft *gehedged*, is het mogelijk om vraagtekens te plaatsen bij het standpunt van het BGH dat er bij een swap sprake is van een inherent belangenconflict. Immers, swaps worden ook vaak gebruikt om juist het risico van schommelingen van bijvoorbeeld rente te *hedgen*. Dit doet zich bijvoorbeeld voor wanneer een partij door het afsluiten van een swap een verplichting tot het betalen van een variabele rente ‘uitruilt’ tegen een verplichting tot het betalen van een vaste rente. Voor deze partij is het renterisico dat zij anders gelopen had daarmee afgedekt. Het feit dat de rente daalt tot onder het niveau van de vaste rente die partijen vastgesteld hebben, is op zichzelf wellicht ongunstig voor de partij die de vaste rente betaalt, maar haar belang (het niet blootstaan aan renteschommelingen) is nog steeds behartigd. Zoals gezegd was in deze zaak sprake van het omgekeerde. Ille

Papier hoopte dat zij meer aan vaste rente zou ontvangen dan zij als variabele rente zou moeten betalen.

Er zijn daarnaast ook vraagtekens te plaatsen bij het standpunt van het BGH dat de risicostructuur van de Swap bewust was gestructureerd ten nadele van Ille Papier. De prognoses van DB waarop het advies aan Ille Papier was gebaseerd, gingen uit van een voor Ille Papier gunstige ontwikkeling van de rentestanden. Het zou daarom vreemd zijn geweest als DB geen negatieve marktwaarde had ingestructureerd als premie dan wel om DB in staat te stellen haar positie te *hedgen*. Een bank zal op enige wijze baat willen hebben bij een afgesloten transactie, althans hierop geen verlies willen lopen, zoals ook wordt onderkend in de overweging van het BGH dat DB Ille Papier niet op haar winsttoogmerk hoefde te wijzen. Het lijkt te zijn uitgesloten dat een willekeurige andere partij de (naar verwachting verliesgevende) Swap met Ille Papier was aangegaan zonder daarbij een vergoeding of initiële negatieve marktwaarde te bedingen. Temeer omdat er uit de uitspraak blijkt dat de Swap ook zo gestructureerd was dat er in het eerste jaar sprake was van een verschil van 1,5% in de rentepercentages in het voordeel van Ille Papier, lijkt de Swap niet per definitie nadelig voor haar te zijn geweest.

Wel lijkt het ons juist dat DB de negatieve marktwaarde voor het afsluiten aan Ille Papier had moeten meedelen. Had DB een 'directe' afsluitprovisie bedongen, dan had zij dat ook openbaar moeten maken, gelet op de door het BGH aangehaalde rechtspraak.<sup>10</sup> Door de initiële negatieve marktwaarde te vermelden zou Ille Papier waarschijnlijk hebben kunnen begrijpen waarom DB in weerwil van de door DB zelf voorziene ontwikkelingen van de *spreads* toch het risico op zich nam.

---

10. BGH XI ZR 56/05.