

K.W.H. BROEKHUIZEN

Markten, mensen en zorgvuldigheid

ERASMUS LAW LECTURES 46



Erasmus

Boom**juridisch**

Erasmus
ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

Het mensbeeld dat wij in het financiële recht hanteren is aan het kantelen. Dit zal wezenlijke gevolgen hebben voor de wijze waarop marktpartijen beleggers en klanten tegemoet treden. In deze oratie bespreekt de auteur in het bijzonder de publieke zijde van het financiële recht, maar legt daarna een verbinding met de private zijde. Hij gaat in op klassieke en moderne mensbeelden, efficiënte markten en andere relevante aspecten van marktwerking, de mogelijke rol van de zogenoemde *nudge*-beweging en de algemene vraag hoe het rechtsbeginsel van zorgvuldigheid zich verhoudt tot beperkt rationeel gedrag van particuliere beleggers en financiële consumenten.

Kleis Broekhuizen is sinds 1 januari 2017 hoogleraar Recht & Regulering Financiële Markten aan de Erasmus School of Law van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Voorheen was hij advocaat-partner Banking and Finance bij NautaDutilh te Amsterdam, General Counsel van het bestuur van pensioenfonds ABP, specialist bij het Ministerie van Financiën en senior strategisch beleidsadviseur bij de Autoriteit Financiële Markten.

De reeks Erasmus Law Lectures is een initiatief van Erasmus School of Law van de Erasmus Universiteit Rotterdam en bevat beknopte wetenschappelijke publicaties die vallen binnen de thema's van de onderzoeksprogramma's van de faculteit.

ISBN 978-94-6290-539-9



9 789462 905399 >

Boomjuridisch

Markten, mensen en zorgvuldigheid

MARKTEN, MENSEN EN ZORGVULDIGHEID

Rede

uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van hoogleraar Recht
& Regulering Financiële Markten aan Erasmus School of Law
op 17 november 2017
door

Kleis Broekhuizen

Boom juridisch
Den Haag
2018

Omslagontwerp: Primo!Studio, Delft
Opmaak binnenwerk: Textcetera, Den Haag

© 2018 K.W.H. Broekhuizen | Boom juridisch

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van reprografische verveelvoudigingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp, www.reprorecht.nl). Voor het overnemen van (een) gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (art. 16 Auteurswet) kan men zich wenden tot de Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.stichting-pro.nl).

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm or any other means without written permission from the publisher.

ISBN 978-94-6290-539-9
ISBN 978-94-6274-918-4 (e-book)
NUR 820

www.boomjuridisch.nl

INHOUD

1	Inleiding	7
2	Markten	9
3	Mensen	13
4	Markten en mensen	19
5	Mensen en maatmensen	23
6	Markten, mensen en zorgvuldigheid	27
	Dankwoord	33

*Mijnheer de Rector Magnificus,
Zeer geachte toehoorders,*

1 INLEIDING

- 1.1 Het is misschien ongebruikelijk, maar ik begin deze rede met een open deur: wij zijn allemaal anders. De een is pessimistisch. De ander optimistisch. De een is bedachtzaam. De ander handelt intuïtief. Die verscheidenheid maakt het leven boeiend, maar kan in het recht lastige vragen opleveren. Hoe beoordelen we bijvoorbeeld of iemand iets begrijpt of had moeten begrijpen? Gaan we uit van slimmeriken of juist van dommeriken? Hoe doen we dat in het financiële recht?¹
- 1.2 Dit is geen triviale vraag. In het rechtsgebied waar in het bijzonder mijn interesse ligt – het financiële gedragsrecht – is het volgens mij vandaag de dag *de* vraag. In dat financiële gedragsrecht gaat het erom of financiële instellingen zich zorgvuldig gedragen, of zij zich de belangen van anderen in voldoende mate aantrekken. De kern van mijn betoog vanmiddag is dat het mensbeeld dat wij in het financiële recht hanteren aan het kantelen is en dat dit wezenlijke gevolgen zal hebben voor de wijze waarop marktpartijen beleggers en klanten tegemoet treden. Ik begin zo dadelijk bij de publieke zijde van het financiële recht, maar leg aan het einde nog een verbinding met de private zijde. Ik doe dat via het rechtsbeginsel van zorgvuldigheid.²
- 1.3 Mijn leerstoel Recht & Regulering Financiële Markten heeft een multidisciplinaire inslag. Dit betekent dat ik het recht beschouw in samenhang met inzichten uit andere disciplines, zoals economie en psychologie. Om mijn juridische visie op de vraag van vandaag te kunnen ontvouwen, neem ik u daarom eerst mee naar markten en mensen.

1 De rede bouwt voort op ideeën en gedachten die zijn opgenomen in K.W.H. Broekhuizen, *Klantbelang, belangenconflict en zorgplicht*, Den Haag: Boom juridisch 2016 (verder: 'Broekhuizen 2016a'), zonder dat zulks steeds separaat in voetnoten wordt vermeld. Hier en daar wordt wel voor nadere uiteenzettingen naar Broekhuizen 2016a verwezen. De rede is ook gepubliceerd in *Ondernemingsrecht* 2018/77.

2 Zie daarover K.W.H. Broekhuizen, 'Rechtsbeginselen van financieel toezicht', *RMThemis* 2016-6 ('Broekhuizen 2016b'), p. 309-325.

2 MARKTEN

- 2.1 Er zijn vele markten en ook een flink aantal verschillende soorten *financiële* markten. Ik richt mij vanmiddag op de financiële markten waarop particuliere beleggers en andere financiële consumenten zich bewegen. Ik ga uit van personen zoals u en ik, die betalen, sparen, lenen, zich verzekeren en/of beleggen in aandelen, obligaties of eenvoudige financiële derivaten. Het accent ligt op personen die zelfstandig hun aankoop-, beleggings- en andere relevante beslissingen nemen, dus zonder advies van een financiële onderneming. Ik noem hen gezamenlijk *financiële consumenten* en soms, afhankelijk van de context, *klanten*.
- 2.2 Ik vat het begrip markt ruim op. Het is een structuur waarbinnen aanbieders van diensten en producten interacteren met financiële consumenten. Deze structuur wordt gevormd door een veelheid van factoren, zoals de karakteristieken van de marktparticipanten, technologie en recht en regulering.³ Over die factoren zeg ik straks meer, zowel afzonderlijk als over hun onderlinge samenhang. Als opstap daarnaartoe sta ik stil bij enkele economische basisideeën over markten die vooral in de context van regulering als denkraam voor analyse dienen.
- 2.3 Aan de bedoelde basisideeën ligt het hypothetische vertrekpunt ten grondslag dat markten *efficiënt* zijn. Een markt is efficiënt als aan afnemers tegen aanvaardbare prijzen producten worden geleverd en diensten worden verleend die aansluiten op hun behoeften. Dit algemene vertrekpunt is onder meer gestoeld op de veronderstelling dat alle informatie voor eenieder vrij toegankelijk is en dat eenieder – dus óók de financiële consument – rationeel is en dienovereenkomstig handelt. Afnemers disciplineren producenten en dienstverleners permanent die als gevolg daarvan producten en diensten aldoor verbeteren. Concurrentie vindt plaats op basis van prijs en kwaliteit.⁴ Kortom: marktwerking in *optima forma*.
- 2.4 Dat financiële markten efficiënt kunnen functioneren zonder hulp van buitenaf, gelooft waarschijnlijk niemand nog, zeker niet na de

3 Z. Iscenko e.a., *Economics for Effective Regulation*, Financial Conduct Authority, Occasional Paper, no. 13, maart 2016 (verder: 'Iscenko e.a. 2016'), p. 12.

4 Iscenko e.a. 2016, p. 12. Vgl. ook K. Erta e.a., *Applying behavioural economics at the Financial Conduct Authority*, Financial Conduct Authority, Occasional Paper, no. 1, april 2013 (verder: 'Erta e.a. 2013'), p. 22.

kredietcrisis die ons nog zo vers in het geheugen ligt.⁵ Discussies over de mate van hun eigenstandige efficiëntie tieren echter welig. Voor zover markten niet eigener beweging efficiënt zijn, *falen* zij, zo zeggen economen – en een vraag die dan kan worden gesteld is of overheidsregulering moet worden ingezet om dit falen ten minste in enige mate te reduceren.⁶

- 2.5 Er kunnen verschillende typen van marktfalen worden onderscheiden. Ik belicht er twee, die direct de zojuist door mij genoemde veronderstellingen relativeren waarop het idee van de efficiënte markt is gebouwd. Het gaat om marktfalen ten gevolge van informatie-asymmetrie en marktfalen ten gevolge van beperkte rationaliteit. Over beide vormen van marktfalen maak ik enkele opmerkingen.
- 2.6 Met informatieasymmetrie wordt in algemene zin bedoeld dat partijen een ongelijkwaardige informatiepositie hebben: de ene partij heeft méér en/of betere informatie dan de andere partij. Zo is er in de regel sprake van informatieasymmetrie tussen banken en hun klanten met betrekking tot producten en diensten die banken aanbieden, welke asymmetrie bestaat vanwege het veelal complexe karakter van die producten en diensten.
- 2.7 Informatieasymmetrie is een sta-in-de-weg voor goed werkende financiële markten en kan leiden tot onbillijke praktijken of uitkomsten. Dat overheidsinterventie hier aangewezen is, wordt sinds jaar en dag erkend. Daarom bevat het financiële gedragstoezichtrecht zo enorm veel informatieverplichtingen. Kernuitgangspunt: je voedt financiële consumenten met de benodigde informatie, zodat zij in staat zijn weloverwogen keuzes te maken.⁷ Het via regulering aanpakken van problemen rondom beperkte rationaliteit lijkt daarentegen een relatief nieuw verschijnsel. Ik heb het dan over de ‘*nudge*-beweging’ – waarover zo dadelijk meer.
- 2.8 Ik denk dat het goed is om de rationaliteitsveronderstelling binnen de context van efficiënt marktgedrag even onder de loep te nemen. Mijn indruk is dat rationeel vaak wordt opgevat als een synoniem voor verstandig of intelligent, maar de betekenis van rationeel is in deze context een slag anders. Het is een economisch-technische

5 Zie voor enige bespiegelingen daarover Broekhuizen 2016a, par. 2.9 e.v.

6 Zie hierover K.W.H. Broekhuizen, ‘Doelstellingen, redenen en aard van financieel toezicht’, *Ondernemingsrecht* 2015/111 en Broekhuizen 2016a, par. 2.20 e.v.

7 Zie ten aanzien van de Wet op het financieel toezicht Broekhuizen 2016a, par. 2.119 e.v.

term.⁸ Rationeel heeft veel meer de strekking dat een persoon consequent en consistent handelt volgens een bepaald patroon.⁹ Hij handelt conform de zogenoemde rationele keuzetheorie, een standaardmodel voor het nemen van economische beslissingen.¹⁰

- 2.9 De rationele keuzetheorie houdt in dat keuzen steeds worden gemaakt op basis van de gevolgen voor de eigen opbrengsten, inclusief kosten – dus: wat betekent het voor mijn portemonnee?¹¹ Daarbij wordt met inachtneming van alle beschikbare informatie gestreefd naar een maximaal – het beste – resultaat. Onzekere opbrengsten worden in de keuze verdisconteerd. Dit geldt ook voor onzekerheden die op lange termijn kunnen optreden, maar los daarvan wordt evenzeer rekening gehouden met de gevolgen van de keuze voor de toekomst. De voorkeur voor een bepaalde keuzeoptie is stabiel, zodat bijvoorbeeld een andere presentatie de voorkeur ongewijzigd laat. Emoties spelen geen rol.¹²
- 2.10 Ik weet niet of iemand zich in deze schets herkent, maar ik kan u zeggen dat het aantal personen dat strikt volgens de rationele keuzetheorie opereert bepaald dun gezaaid is. Een dergelijke persoon wordt ook wel aangeduid als een *homo economicus* – weleens aardig geportretteerd als iemand die kan denken als Albert Einstein, een dataopslagcapaciteit heeft die gelijk is aan die van de modernste computer en bovendien het geduld bezit van Mahatma Gandhi.¹³ Ik wil maar zeggen: die persoon bestaat niet.

8 Of iets breder: een technische term waarvan wetenschappers zich bedienen bij het nadenken over menselijk beslisgedrag; zie bijvoorbeeld D. Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, Londen: Penguin Books 2011 (verder: 'Kahneman 2011'), p. 410.

9 Kahneman 2011, p. 410 e.v.

10 Vgl. bijvoorbeeld N. Chater, S. Huck & R. Inderst, *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective*, Final Report, Rapport ten behoeve van de Europese Commissie, november 2010, p. 24.

11 Vgl. W.L. Tiemeijer, *Hoe mensen keuzes maken. De psychologie van het beslissen*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2011 (verder: 'Tiemeijer 2011'), p. 10. Het begrip 'opbrengsten' ziet overigens niet alleen op typisch geldelijk profijt, maar heeft een ruimere strekking. Economen spreken ook wel van 'nut' en, in de context van het maken van de beste keuze, 'nutsmaximalisatie'; zie Tiemeijer 2011, p. 14 e.v.

12 Zie over de diverse uitgangspunten E. van Dijk & M. Zeelenberg, 'De (ir)rationaliteit van de beslisser', in: W.L. Tiemeijer, C.A. Thomas & H.M. Prast (red.), *De menselijke beslisser. Over de psychologie van keuze en gedrag*, Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, Amsterdam: Amsterdam University Press 2009, p. 25-46.

13 Zie R.H. Thaler & C.R. Sunstein, *Nudge. Improving Decisions about health, wealth and happiness*, Londen: Penguin Books 2009 ('Thaler & Sunstein 2009'), p. 7.

3 MENSEN

- 3.1 Echte mensen zijn niet rationeel, maar beperkt rationeel. Vaak wordt gezegd dat mensen irrationeel zijn, maar die term kan vanwege zijn negatieve connotatie volgens mij beter worden vermeden. Niet-rationeel wordt in discussies over menselijk keuzegedrag dan al snel gelijkgesteld aan domheid, laksheid of luiheid, terwijl de portie moet zijn dat echte mensen in de regel niet langs de lijnen van de rationele keuzetheorie handelen. De term *beperkte* rationaliteit heeft daarom de voorkeur.¹⁴
- 3.2 Laten we inzoomen op die beperkte rationaliteit. Wat is het eigenlijk precies? Kunnen we zelf iets doen aan onze beperkte rationaliteit? Kan het recht er iets aan doen? Dit zijn cruciale vragen, die nog veel denkwerk en onderzoek vergen. Maar zonder inzicht in mogelijke antwoorden hierop is een debat over de vraag wat we ermee moeten bij voorbaat een heilloze exercitie. Stellige opvattingen over autonomie en paternalisme kunnen dan een echte gedachtewisseling blokkeren. Dat is ongunstig, omdat inzichten over beperkte rationaliteit oplossingen kunnen bieden waarmee uiteindelijk iedereen is gediend.
- 3.3 Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen twee hoofdvormen van beperkte rationaliteit.¹⁵
- (i) Op de eerste plaats zijn mensen, al zijn zij nog zo intelligent, beperkt rationeel door begrenzingen van hun cognitieve capaciteiten, zoals het kunnen verwerken van grote hoeveelheden informatie en het maken van enigszins ingewikkelde berekeningen.
 - (ii) Ten tweede zijn mensen beperkt rationeel omdat zij vaak automatisch koersen op hun intuïties. Meestal gaat dat prima, maar mensen kunnen zodoende ook ‘gedachteloos’ de fout in gaan. Dergelijke afwijkingen van de rationale keuzetheorie worden *biases* genoemd.¹⁶ Het inzicht dat *biases* systematisch voorkomen en derhalve ook voorspelbaar zijn, markeert hét verschil met het reeds eeuwenoude besef dat mensen zo nu en dan gedrag

¹⁴ Kahneman 2011, p. 411.

¹⁵ D. Kahneman, ‘Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics’, *The American Economic Review* 2003, 93(5), p. 1469.

¹⁶ Vgl. J. Baron, ‘Heuristics and Biases’, in: E. Zamir & D. Teichman (red.), *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, New York: Oxford University Press 2014 (verder: ‘Baron 2014’), par. 1.

vertonen dat niet bepaald rationeel is.¹⁷ Iets scherper gezegd: onze *normale* denkprocessen kunnen ertoe leiden dat wij voorzienbare onjuiste keuzes maken.¹⁸

Als ik in het vervolg van mijn verhaal zonder nadere aanduiding over beperkte rationaliteit spreek, dan heb ik het over beperkte rationaliteit ten gevolge van intuïtieve denkprocessen en daaruit voortvloeiende *biases*.

- 3.4 Ik ga zo meteen verder met *biases*, maar zeg eerst wat over heuristieken. Die worden vaak in verband gebracht met *biases*, maar de begrippen heuristieken en *biases* moeten niet door elkaar worden gehaald. Een heuristiek is een vuistregel en een *bias* is een denkfout die het gevolg van het gebruik van een vuistregel kan zijn.¹⁹ Daarmee is niet gezegd dat heuristieken altijd moeten worden vermeden. Vaak zijn ze juist nuttig.²⁰
- 3.5 Ik volsta met het noemen van een voorbeeld van een heuristiek die beleggers kan helpen: de *recognition*-vuistregel. In een onderzoek over beleggingsstrategieën bleek het uiterst lucratief om aandelenportefeuilles samen te stellen op basis van bekende (en dus, door de samenstellers *herkende*) bedrijven. Deze portefeuilles renderden veel beter dan aandelenportefeuilles met daarin onbekende bedrijven. Aan het onderzoek deelnemende leken scoorden beter dan deskundige deelnemers, die regelmatig aandelen van minder bekende bedrijven selecteerden.²¹

17 T. Gilovich & D. Griffin, 'Introduction – Heuristics and Biases: Then and Now', in: T. Gilovich, D. Griffin & D. Kahneman, *Heuristics and Biases, The Psychology of Intuitive Judgment*, New York: Cambridge University Press 2002, p. 1-2.

18 Erta e.a. 2013, p. 4.

19 G. Gigerenzer, 'Heuristics', in: G. Gigerenzer & C. Engel (red.), *Heuristics and the Law*, Cambridge, Massachusetts & Londen: The MIT Press 2006, p. 18.

20 Onder aanvoering van de Duitse psycholoog Gerd Gigerenzer wordt door een internationale groep wetenschappers onder de naam ABC Research Group (*Center for Adaptive Behavior and Cognition*) onderzoek gedaan naar het gebruik van zogeheten *fast and frugal* heuristieken, dat wil zeggen vuistregels die beslissers in korte tijd en op basis van slechts een minimale hoeveelheid informatie naar redelijke beslissingen kunnen voeren. Zie hierover bijvoorbeeld G. Gigerenzer, R. Hertwig & T. Pachur (red.), *Heuristics. The Foundations of Adaptive Behavior*, Oxford: Oxford University Press 2011. Zie nader Broekhuizen 2016a, par. 2.141 en par. 4.70-4.71.

21 Zie Tiemeijer 2011, p. 22-23, verwijzend naar B. Borges e.a., 'Can ignorance beat the stock market?', in: G. Gigerenzer & P.M. Todd (red.), *Simple heuristics that make us smart*, New York: Oxford University Press 1999, p. 59-72.

- 3.6 Maar terug naar de *biases*. Ik zei het al: *biases* kunnen worden gedefinieerd als afwijkingen van uitkomsten die passen bij de rationele keuzetheorie. In onderzoek zijn tal van *biases* in beeld gebracht – ik noem er zo een paar – maar laten we nu eerst eens stilstaan bij de vraag hoe onze normale denkprocessen ons met *biases* kunnen opscheppen. Wij betreden dan het terrein van de psychologie en de gedragseconomie.
- 3.7 In populaire psychologische verhandelingen over menselijk keuzegedrag van bijvoorbeeld Nobelprijslaureaat Daniel Kahneman worden twee manieren van denken onderscheiden: *systeem 1* en *systeem 2*, door hem ook wel aangeduid als *thinking fast* en *thinking slow*.²² U zult ze ook terugvinden in het werk van gedragseconoom Richard Thaler, die over drie weken naar Stockholm mag afreizen om de Nobelprijs in ontvangst te nemen.²³ Als u de bestseller *Nudge* heeft gelezen, die Thaler schreef met de jurist Cass Sunstein, zult u ook al bekend zijn met die twee denksystemen.²⁴
- 3.8 Ons ‘denken’ is volgens deze theorie een duaal proces,²⁵ waarin de twee denktypen als wij wakker zijn weliswaar steeds zijn ingeschakeld (‘aan staan’), maar afwisselend de boventoon voeren.²⁶ De invloed van *systeem 1* is groot doordat het automatisch functioneert, terwijl *systeem 2* zich onder normale omstandigheden in een sluimerstand bevindt, en slechts een klein deel van zijn capaciteit wordt gebruikt.²⁷ Het denken van *systeem 1* is snel, intuïtief en instinctief.²⁸ Doordat het automatisch gaat, kost het weinig inspanning.²⁹ Het denken van *systeem 2* is bedachtzaam en vergt ook daarop gerichte inspanning van de denker.³⁰ Er wordt pas van *systeem 1* op *systeem 2* overgeschakeld als en voor zover dat nodig is. *Systeem 2* heeft een belangrijke monitoringsfunctie, doordat het controleert of de output van *systeem 1* correct is. *Systeem 1* is dus *in the lead* tot het moment dat *systeem 2* die rol opeist. Meestal kunnen wij uitstekend

22 Zie Kahneman 2011.

23 Zie bijvoorbeeld R.H. Thaler, *Misbehaving. The Making of Behavioural Economics*, Allen Lane 2015.

24 Thaler & Sunstein 2009, p. 21 e.v.

25 Baron 2014, par. 4.4.

26 Kahneman 2011, p. 24.

27 Kahneman 2011, p. 24. De term ‘sluimerstand’ heb ik ontleend aan D. Kahneman, *Ons feilbare denken*, Amsterdam: Uitgeverij Business Contact 2011, p. 32 (vertaling Kahneman 2011).

28 Kahneman 2011, p. 20 en Thaler & Sunstein 2009, p. 21.

29 Kahneman 2011, p. 20.

30 Thaler & Sunstein 2009, p. 21.

functioneren op basis van *systeem 1* en is bemoeienis van *systeem 2* overbodig. Het gaat mis als *systeem 2* niet van stal wordt gehaald in daarvoor aangewezen gevallen, of wanneer *systeem 2* weliswaar wordt ingezet, maar onjuiste intuïtieve gedachten en overtuigingen voetstoots overneemt. Doordat het gebruik van *systeem 2* veel inspanning (en tijd) vergt, nemen we in de praktijk vaak onjuiste intuïtieve beslissingen, die voortkomen uit *systeem 1*.

- 3.9 *Systeem 1* kan ons vooral de verkeerde kant op sturen als we worden geconfronteerd met ingewikkelde kwesties waarop wij het antwoord niet direct weten. Wij blijken dan niet steeds over te schakelen op *systeem 2* om een en ander rustig uit te denken, maar we vervangen de moeilijke vraag vaak door een eenvoudiger vraag waarop we het antwoord wel weten.³¹ De vraag of iemand een goede financieel adviseur is, wordt dan: is het een aardig iemand? De vraag of een bepaalde negatieve gebeurtenis zich zou kunnen voordoen, wordt dan: hoe snel komen vergelijkbare gebeurtenissen uit het verleden bij mij op?³²
- 3.10 Voor de duidelijkheid: het duale denksysteem moet worden opgevat als een metafoor – het is niet zo dat de systemen 1 en 2 in afzonderlijke delen van onze hersenen zijn gehuisvest –³³ maar het is een aardig model dat laat zien hoe gemakkelijk denkfouten kunnen ontstaan. Ik denk dat het belangrijk is dat wij inzien dat structurele *biases* doodgewoon zijn. Wij zijn nu eenmaal behept met eigenschappen die zuiver rationeel gedrag meestal onmogelijk maken. Bedrieglijke heuristieken, onwolgevallige emoties en bokkige mispercepties. Er is een arsenaal van oorzaken dat ons beperkt rationeel maakt.³⁴
- 3.11 Dat juist financiële consumenten getroffen worden door *biases* is niet verwonderlijk. Financiële producten zijn vaak abstract en complex. Het nemen van financiële beslissingen is daardoor moeilijk, onprettig en tijdrovend. Financiële beslissingen vereisen veelal een beoordeling van risico en onzekerheid. Mensen zijn daar slecht in. Grote financiële beslissingen worden niet vaak genomen, zodat in zoverre mogelijke leereffecten minimaal zijn. Een complicerende

31 Kahneman 2011, hfdst. 9.

32 Erta e.a. 2013, p. 15.

33 P. Adams & L. Smart, *From advert to action: behavioural insights into the advertising of financial products*, Financial Conduct Authority, Occasional Paper, no. 26, april 2017 ('Adams & Smart 2017'), p. 27.

34 Vgl. Baron 2014, par. 1.2.

factor is verder dat financiële beslissingen dikwijls een afweging vergen tussen heden en toekomst.³⁵

- 3.12 Ik kom daarmee direct op een hardnekkige *bias*: de zogeheten *present bias*.³⁶ Een van de veronderstellingen van de rationele keuzetheorie is dat mensen de toekomst rationeel verdisconteren. Mensen hebben echter een zwak voor onmiddellijke behoeftebevrediging en daardoor houden ze vaak onvoldoende rekening met de toekomst. Dit kan leiden tot veranderlijke voorkeuren ('wat wil ik?') in de tijd bezien, terwijl de rationele keuzetheorie er juist van uitgaat dat voorkeuren stabiel zijn. Mensen zullen in de regel geen zware schuldenlast willen of een mager budget op hun oude dag, maar toch geven zij herhaaldelijk te veel geleend geld uit en zetten ze te weinig voor later opzij. Mensen hebben op dit vlak veelal onvoldoende zelfdiscipline. Ze vallen ook vaak ten prooi aan uitstelgedrag. Later wordt die sterke focus op het 'hier en nu' niet zelden bezuurd.
- 3.13 Dat voorkeuren niet te allen tijde stabiel zijn, kan ook het gevolg zijn van verliesaversie. Dit fenomeen houdt in dat mensen een grotere voorkeur hebben voor het vermijden van verlies dan voor het maken van winst. Mensen vinden verlies erg vervelend: de pijn van x verlies is ongeveer twee keer zo groot als het genot dat door x winst wordt veroorzaakt. Verliesaversie kan bijvoorbeeld mede verklaren waarom mensen het zo moeilijk vinden om bij dalende huizenprijzen een verkoopverlies te nemen. Een ander bekend voorbeeld van verliesaversie is de belegger die een verlieslatend aandeel te lang in portefeuille houdt, in de hoop dat zijn kansen keren.
- 3.14 De keuzen die mensen maken, blijken sterk te worden beïnvloed door de wijze waarop een bepaalde kwestie of een bepaald probleem wordt gepresenteerd – ofwel: *geframed*. Verschillende *frames* van dezelfde informatie kunnen uiteenlopende keuzebeslissingen uitlokken. Door middel van *framing* kunnen *biases* worden getriggerd, doordat sommige informatie in het oog springt en andere informatie juist op een meer verhullende wijze wordt voorgesteld. Bepaalde informatie hebben wij dan wel op het netvlies, andere informatie niet. Omdat onze aandachtsspanne beperkt is, kan dat problematisch zijn.

³⁵ Erta e.a. 2013, p. 16.

³⁶ De beschrijvingen en voorbeelden in par. 3.12-3.14 heb ik gebaseerd op respectievelijk ontleend aan Erta e.a. 2013, p. 53-60, Autoriteit Financiële Markten, *Standaardproducten en financieel beslisbedrag van consumenten. Een gedragswetenschappelijke analyse*, januari 2015 (verder: 'AFM 2015') en Adams & Smart 2017.

4 MARKTEN EN MENSEN

- 4.1 Met die laatste constatering is weer een brug geslagen naar het fenomeen beperkte rationaliteit als oorzaak van het falen van de markt. Dat is een onderwerp waarvoor ik warmloop – dat zal u niet zijn ontgaan –, niet alleen vanuit het oogpunt van bescherming van financiële consumenten, maar evenzeer omdat inzicht in het gedrag van *echte* mensen zo belangrijk is in het denken over het reguleren van markten in meer algemene zin. En ook dat is een dragende poot van mijn leerstoel.
- 4.2 Op dit vlak is veel te doen – ik laat nog maar eens het woord kredietcrisis vallen. Nu de stofwolken daarvan zijn neergedaald, laaien discussies op over wenselijke en overmatige interventies en over goede en slechte regels. Het belang van weten wat wel en wat niet werkt, wordt steeds pregnanter. Zonder begrip van *werkelijk* menselijk gedrag, kunnen beoogde of vermeende effecten van financiële regelgeving discutabel zijn. Analyses waarin ook rekening wordt gehouden met beperkte rationaliteit, kunnen ons dan verder helpen.³⁷
- 4.3 Als wij de blik nu weer richten op bescherming van financiële consumenten en markten, dan moeten wij bedenken dat aanbieders van financiële producten en financiële diensten een flinke vinger in de pap hebben waar het gaat om de beïnvloeding van de keuzen die financiële consumenten maken.³⁸ Het spreekt voor zich dat de motieven van aanbieders hier een rol van betekenis spelen. Grijstinten daargelaten, kunnen dat goede of slechte motieven zijn. Neem aanbieders van financiële producten: zij kunnen het belang van de klant serieus nemen door de klant zo goed mogelijk in de gelegenheid te stellen een keuze te maken die voor hem het beste is of zij kunnen de klant zelfs die kant op dirigeren, maar de aanbieders kunnen ook alles in het werk stellen om hun eigen commerciële belangen boven het belang van de klant te stellen, en hun schouders ophalen als dat impliceert dat de klant een product koopt dat hij niet nodig heeft, dat onaanvaardbare risico's voor hem oplevert en/of veel te duur is.
- 4.4 Om hun motieven te verwezenlijken kunnen aanbieders inspelen op de beperkte rationaliteit van financiële consumenten. Dat kan door de wijze waarop producten en diensten worden ontworpen,

³⁷ Zie hierover bijvoorbeeld Iscenko e.a. 2016.

³⁸ Erta e.a. 2013, p. 21.

vermarkt en verkocht.³⁹ Aanbieders met goede motieven bestaan natuurlijk en die motieven kunnen zich vertalen in redelijke en billijke uitkomsten voor financiële consumenten. Er zijn echter ook aanbieders met arglistige motieven en zij kunnen de markt in zijn geheel naar beneden trekken als concurrenten vrezen dat zij zich uit de markt prijzen als zij het slechte voorbeeld niet volgen.⁴⁰ Manipulatie en misleiding kunnen dan de norm worden. De fameuze Amerikaanse economen Robert Shiller en George Akerlof – trouwens ook weer Nobelprijswinnaars – hebben er vorig jaar in hun boek *Phishing for Phools* op gewezen dat het dan zelfs kan gebeuren dat een marktevenwicht ontstaat waarin consumenten permanent – in meer of mindere mate – slecht af zijn.⁴¹

4.5 Om een en ander wat tastbaarder te maken, noem ik een paar voorbeelden.⁴²

- (i) Ik begin met een voorbeeld dat degenen zal aanspreken die een ongebruikt sportschoolabonnement hadden of elke dag een krant ontvingen die stevast ongelezen bij het oud papier terecht kwam. Ik heb het dan over uitstelgedrag, een uitingsvorm van de *present bias*. Aanbieders van financiële producten of diensten kunnen daar misbruik van maken door beëindigingsdrempels op te werpen. Ik noem maar wat: je moet een formulier downloaden van een website (waarvoor je dan wel een wachtwoord moet hebben) en dit formulier moet per gewone post worden verzonden. Veel mensen blijken dat niet te doen of pas na lang uitstellen. Dit kan voor hen flinke financiële gevolgen hebben, bijvoorbeeld als er intussen vergelijkbare producten of diensten op de markt zijn die goedkoper of beter zijn.
- (ii) *Framing* kan manipulerend werken. Informatiemateriaal over financiële producten kan bijvoorbeeld op een zodanige manier worden ontworpen dat voordelige aspecten sterk worden benadrukt en ook letterlijk in het oog springen, terwijl nadelige productaspecten of kwestieuze productrisico's juist worden weggemoffeld. Het kan tevens voorkomen dat het informatie-materiaal probeert in te spelen op de menselijke neiging tot verliesaversie, bijvoorbeeld door in hoge mate de nadruk te

39 Erta e.a. 2013, p. 16.

40 Vgl. Erta e.a. 2013, p. 13.

41 G.A. Akerlof & R.J. Shiller, *Phishing for Phools. The Economics of Manipulation and Deception*, Princeton/Oxford: Princeton University Press 2016.

42 Zie voetnoot 36.

leggen op verliezen die kunnen worden geleden als een verzekering of een financieel derivaat niet wordt afgesloten, hetgeen kwalijker kan zijn naarmate de kans dat het af te dekken risico zich manifesteert kleiner is.

- 4.6 Het is misschien goed om er nog op te wijzen dat de aanwezigheid van wat ik maar noem ‘onderzoekende’ financiële consumenten – die niet worden getroffen door de desbetreffende *biases* – de ban niet altijd kan breken. Men zou kunnen verwachten dat dergelijke onderzoekende financiële consumenten de betrokken aanbieders disciplineren, waardoor op basis van marktwerking op den duur minder *bias*-ontlokkende technieken zullen worden toegepast. Het kan echter voorkomen dat deze disciplinerende krachten zich niet manifesteren doordat onderzoekende consumenten voordelen behalen ten koste van de niet-onderzoekende consumenten. Men spreekt dan van kruissubsidiëring.⁴³ Een voorbeeld daarvan is de zogenoemde dakpanconstructie die banken hier te lande in het verleden pleegden toe te passen. Zij lokten in die constructie nieuwe spaarklanten met hoge rentes, die ten aanzien van (enige tijd) zittende spaarklanten niet (langer) werden toegepast. Onderzoekende en *shoppende* financiële consumenten konden in dat systeem uiteraard steeds voordelen behalen doordat anderen stil bleven zitten en alzo de onderzoekende consumenten subsidieerden.⁴⁴

43 Erta e.a. 2013, p. 23.

44 Vgl. H.M. Prast, ‘Gedragseconomie en de financiële crisis’, in: A. van Witteloostuijn (red.), *Nederland na de crisis, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Preadviezen 2010*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2010, p. 179 e.v.

5 MENSEN EN MAATMENSEN

- 5.1 Met deze schets van markten en mensen voor ogen zult u misschien verwachten dat onze toezichtwetgeving allerlei regels bevat die financiële consumenten tegen hun beperkte rationaliteit beschermen. Dat is echter maar ten dele het geval. Dat komt door het mensbeeld dat van oudsher in de toezichtwetgeving wordt gehanteerd. Het is een mens die in staat is informatie te verwerken en daarop een verstandige beslissing te baseren – bijvoorbeeld de keuzebeslissing om een bepaald product aan te schaffen of de daaraan voorafgaande beslissing om iemand in de arm te nemen die hulp biedt bij het maken van een dergelijke keuze.⁴⁵ Hij is in de kern – en in de regel – een *rationele* beslisser.⁴⁶ Dit beeld van de mens fungeert als maatstaf voor wat in termen van begripsvermogen en oplettendheid van een financiële consument mag worden verwacht. In het recht spreken we dan van een *maatmens*.
- 5.2 In publicaties over publiekrechtelijke financiële regelgeving wordt de maatmens regelmatig gepresenteerd als een typische *homo economicus*, waardoor volgens mij veel te veel een zwart-witbeeld wordt opgeroepen. In het financiële toezichtrecht is namelijk wel degelijk oog voor beperkte rationaliteit.
- 5.3 Dat geldt op de eerste plaats in ieder geval voor beperkte rationaliteit als gevolg van begrenzingen van cognitieve capaciteiten. Veel regels over informatieverschaffing houden daarmee rekening en zijn erop afgestemd, bijvoorbeeld doordat zij voorschrijven op welke manier informatie, al dan niet met behulp van rekenvoorbeelden en afbeeldingen, moet worden gepresenteerd. Er wordt verder ook rekening gehouden met het begripsvermogen van mensen door het taalniveau van informatieteksten op de desbetreffende doelgroepen af te stemmen.
- 5.4 In het financiële toezichtrecht lijken echter niet alleen typische cognitieve capaciteitsbeperkingen te worden erkend. Een enkele keer zijn de pijlen gericht op typische *biases* of de mogelijke negatieve gevolgen daarvan, zoals impulsaankopen op basis van krediet. En wat te denken van de waarschuwingen dat geld lenen geld kost

⁴⁵ Zie voor een analyse van relevante passages uit de wetgeschiedenis van de Wft Broekhuizen 2016a, par. 2.119 e.v.

⁴⁶ Zie nader Broekhuizen 2016a, par. 2.126 e.v.

of dat rendementen uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst?

- 5.5 Ik denk echter dat achter dit soort beschermende bepalingen tot voor kort geen echt masterplan is schuilgegaan, geen diepzinnige op psychologisch onderzoek gebaseerde gezichtspunten. Ze zijn gestoeld op *common sense* aan de zijde van de regelopstellers, die daarbij zijn afgegaan op fouten die mensen nu eenmaal vaak maken, zoals geld lenen zonder veel acht te slaan op de gevolgen of het projecteren op de toekomst van voorbije beursuccessen. Met *biases* is in ieder geval niet op een expliciete en systematische wijze rekening gehouden.
- 5.6 En dat is nu heel duidelijk aan het veranderen. Het mensbeeld is aan het kantelen. Er wordt langzaamaan een nieuwe maatmens geboetseerd.
- 5.7 Beleidsmakers in onder andere Brussel en Den Haag maken bij het denken over financiële marktregulering steeds meer gebruik van gedragswetenschappelijke inzichten.⁴⁷ Dat geldt eveneens voor publieke toezichhouders op de financiële markten. Ook onze eigen Autoriteit Financiële Markten (AFM) laat zich op dit vlak niet onbetuigd. Zij heeft meerdere interessante rapporten over gedragswetenschappelijke inzichten gepubliceerd en betreft deze in toenemende mate in haar feitelijke toezicht.⁴⁸ De Engelse pendant van de AFM, de *Financial Conduct Authority*, die ondanks de Brexit nog immer een vooraanstaande positie in Europa inneemt, verricht op dit terrein belangrijk pionierswerk.⁴⁹ De gedragswetenschappelijke trein dendert voort. Ik denk dat er geen weg meer terug is.
- 5.8 Eerder in mijn verhaal had ik het over de *nudge*-beweging. Ik bedoel daarmee de revolutie die in beleidskringen is teweeggebracht door de eerdergenoemde Thaler en Sunstein met hun boek over *nudging*.⁵⁰ Met een *nudge* wordt kort gezegd bedoeld dat mensen een duwtje in de juiste richting krijgen, maar deze veel gebruikte typing doet geen recht aan het ingenieuze karakter van het fenomeen zoals Thaler en Sunstein dat hebben uitgedokterd. Vertaald naar het onderwerp van vandaag is het namelijk een beleidsinstrument dat

47 Zie nader Broekhuizen 2016a, par. 2.134 e.v.

48 Zie bijvoorbeeld AFM 2015 en AFM, *AFM & Consumentengedrag: Een verkenning*, oktober 2016.

49 Zie bijvoorbeeld Erta e.a. 2013 en Adams & Smart 2017.

50 Thaler & Sunstein 2009.

mensen beoogt te beschermen tegen hun eigen beperkte rationaliteit door hen bij het maken van een keuze een duwtje in de juiste richting te geven, zonder hun de mogelijkheid te ontnemen de andere kant op te gaan.⁵¹ Het is als het ware paternalisme en autonomie tegelijk, en om die ogenschijnlijke ongerijmdheid in een term te vangen wordt ook wel gesproken van *libertair paternalisme*.⁵²

- 5.9 Een helder voorbeeld van *nudging* heeft betrekking op een situatie in de Verenigde Staten waarin werknemers weinig tot niets voor hun pensioen spaarden.⁵³ De introductie van een systeem waarin automatisch een deel van het inkomen voor later opzij werd gezet *tenzij* de werknemers daartegen bezwaar maakten, had het effect dat pensioensparen een grote vlucht nam. Het basisidee is simpel maar doeltreffend: zorg ervoor dat de gewenste optie de standaardoptie is – de *default* – en mensen blijken die optie massaal als gegeven te beschouwen (en dus niet de mogelijkheid te benutten een alternatieve optie te kiezen).
- 5.10 De populariteit van *nudging* is als gezegd groot, ook onder beleidsmakers en publieke toezichhouders die zich richten op financiële markten. Velen denken na over de mogelijkheden die *nudging* kan bieden om de keuzes van financiële consumenten te verbeteren. *Nudging* wordt echter niet alleen bejubeld. Critici wijzen erop dat bij *nudging* veelal wordt gebruikgemaakt van het automatische karakter van het eerder besproken *systeem 1*, waardoor het beweerdelijke behoud van autonomie een illusie zou zijn. In mijn dissertatie kunt u lezen waarom ik een andere mening ben toegedaan,⁵⁴ maar dat laat uiteraard onverlet dat de kritiek raakt aan fundamentele vraagstukken die niet alleen vanuit juridisch perspectief maar ook vanuit ethische en politieke invalshoek benaderd kunnen worden. En er

51 Zelf hanteren zij de volgende definitie (Thaler & Sunstein 2009, p. 8): '(...) any aspect of the choice architecture that alters people's behaviour in a predictable way without forbidding any options or significantly changing their economic incentives. To count as a mere nudge, the intervention must be easy and cheap to avoid. Nudges are not mandates. Putting the fruit at eye level counts as a nudge. Banning junk food does not.'

52 Thaler & Sunstein 2009, p. 4.

53 Zie Thaler & Sunstein 2009, hfdst. 6 (*Save more tomorrow*).

54 Broekhuizen 2016a, par. 4.72 e.v.

spelen meer taaie kwesties. Wie bepaalt bijvoorbeeld wat een juiste keuze is voor de desbetreffende financiële consument?⁵⁵

- 5.11 Ik ben zeker geen tegenstander van *nudging*, maar het punt dat ik vanmiddag wil maken is dat *nudging* geen pasklare en alomvattende oplossing biedt voor alle problemen waarvoor beleidsmakers en toezichthouders zich in het kader van het thema beperkte rationaliteit gesteld zien. Het is boeiende materie voor nader *noodzakelijk* onderzoek, niet alleen waar het gaat over de indringende vragen omtrent autonomie en paternalisme, maar zeer zeker ook waar het betreft meer praktische toepassingsvragen – wat werkt in welke situatie?⁵⁶ Als mensen door onze wetgever of door een toezichthouder een bepaalde kant worden opgestuurd en het pakt verkeerd uit, dan kunnen goed bedoelde interventies lelijke consequenties hebben. *Nudging* is gemakkelijker gezegd dan gedaan.
- 5.12 *Nudging* is overigens niet het enige beleidsinstrument om de nadelige effecten van beperkte rationaliteit van financiële consumenten aan te pakken. Inzichten uit de gedragswetenschappen kunnen worden ingezet om klassieke methoden van informatieverstrekking effectiever te maken,⁵⁷ maar zij kunnen bijvoorbeeld ook van pas komen in het toezicht op de productgoedkeuringsprocessen van banken en andere financiële ondernemingen. Ik weet niet of dat momenteel op een structurele wijze gebeurt, maar het lijkt mij vanuit zorgvuldigheidsperspectief in de rede te liggen dat in die processen gedragswetenschappelijke checks zijn ingebouwd ter voorkoming van klantenleed.

55 Ik doe een greep uit de vloed van publicaties waarin de verschillende visies en standpunten aan bod komen: C.R. Sunstein, 'The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism', *The Yale Law Journal* 2013, vol. 122, nr. 7, p. 1826-1899, C.R. Sunstein, *Why Nudge? The Politics of Libertarian Paternalism*, New Haven/Londen: Yale University Press 2014, E. Zamir & D. Teichman (red.), *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, New York: Oxford University Press 2014, W.L. Tiemeijer & J.H. Anderson, 'Normatieve overwegingen rondom gedragssturing', bijlage 1 bij Raad voor Maatschappelijke Ontwikkeling, *De verleiding weerstaan. Grenzen aan beïnvloeding van gedrag door de overheid*, Den Haag, maart 2014, p. 89-150, C.R. Sunstein, *Choosing not to choose. Understanding the Value of Choice*, New York: Oxford University Press 2015, A. Alemanno & A.-L. Sibony (red.), *Nudge and the Law. A European Perspective, Modern Studies in European Law*, Oxford: Hart Publishing 2015, J.D. Wright & D.H. Ginsburg, 'Behavioral law and economics: its origins, fatal flaws, and implications for liberty', in: A.N. Hatzis & N. Mercuro (red.), *Law and Economics. Philosophical issues and fundamental questions*, Londen/New York: Routledge 2015, hfdst. 15, D. Halpern, *Inside the Nudge Unit. How Small Changes can Make a Big Difference*, Londen: WH Allen 2015 en K. Mathis & A. Tor (red.), *Nudging – Possibilities, Limitations and Applications in European Law and Economics*, Springer International Publishing Switzerland 2016.

56 Zie in dit verband bijvoorbeeld Autoriteit Financiële Markten, *Belangrijke inzichten over zelfstandige beleggers*, december 2015.

57 Broekhuizen 2016a, par. 4.104 en bijvoorbeeld Adams & Smart 2017.

6 MARKTEN, MENSEN EN ZORGVULDIGHEID

- 6.1 En daarmee kom ik op de algemene vraag hoe het rechtsbeginsel van zorgvuldigheid zich verhoudt tot beperkt rationeel gedrag van financiële consumenten.
- 6.2 In 2014 is in de Wet op het financieel toezicht (Wft) voor een reeks van activiteiten bepaald dat financiële ondernemingen op zorgvuldige wijze de gerechtvaardigde belangen van financiële consumenten in acht nemen (art. 4:24a Wft). Deze bepaling wordt meestal aangeduid als de generieke of de algemene zorgplicht. Deze algemene zorgplicht is een open norm, die kan worden aangemerkt als de wettelijke vastlegging van het rechtsbeginsel van zorgvuldigheid.⁵⁸ De wetgever heeft de algemene zorgplicht gepresenteerd als een explicitering van wat rechtens reeds gold. De normstelling als zodanig is in het financiële toezicht dus niet nieuw – en overigens bevatte de Wft al een soortgelijke zorgplicht voor enkele andere activiteiten (art. 4:90 Wft). Wel nieuw is dat uit de wetsgeschiedenis van de algemene zorgplicht volgt dat deze binnen de context van de Wft ook bescherming kan bieden tegen beperkte rationaliteit en daaruit voortvloeiende *biases*.⁵⁹ Daarmee is in het financiële toezichtrecht expliciet de deur opengezet voor verplichtingen van financiële ondernemingen om rekening te houden met beperkt rationeel gedrag. In de wetsgeschiedenis is echter nauwelijks moeite gedaan om richting te geven aan de wijze waarop dat dan moet. Nu is het maken van een vertaalslag op zich inherent aan het toepassen van open juridische normstellingen, maar het had wel geholpen als de wetgever op dit vlak enige houvast had geboden.⁶⁰ In mijn proefschrift heb ik hieraan enkele gedachten gewijd,⁶¹ die ik vandaag wat verder wil uitwerken.
- 6.3 Ik heb mij allereerst op het standpunt gesteld dat zorgvuldig gedrag impliceert dat financiële ondernemingen geen gebruik maken van gedragswetenschappelijke inzichten voor zover zulks strekt ten nadele van financiële consumenten. Dat betekent bijvoorbeeld dat geen gebruik mag worden gemaakt van zogeheten *evil nudges*, waarmee financiële consumenten bewust een voor hen nadelige kant op worden gemanoeuvreerd. Ik heb daaraan toegevoegd dat ik mij realiseer dat de grenzen hier niet altijd nauwkeurig zullen zijn te

⁵⁸ Broekhuizen 2016b, p. 319.

⁵⁹ Zie hierover nader Broekhuizen 2016a, par. 2.132 e.v.

⁶⁰ Zie daarover nader Broekhuizen 2016a, par. 4.101 e.v.

⁶¹ Broekhuizen 2016a, par. 4.105 en par. 4.106.

trekken, maar dat het volgens mij aangewezen is dat financiële ondernemingen op dit vlak toetsbaar beleid ontwikkelen dat ook in zoverre de belangen van klanten centraal stelt.

6.4 Om met dat laatste te beginnen: als financiële ondernemingen zo hartgrondig belijden het klantbelang centraal te stellen, dan scherpt dat de zorgvuldigheid die zij jegens de klant moeten betrachten in belangrijke mate aan. De intensiteit van zorgvuldigheid wordt immers mede bepaald door de verwachtingen die daaromtrent worden gewekt. Ik heb eerder uitgewerkt dat het adagium klant centraal een pluriforme juridische betekenis heeft, die het naleven van bilaterale gedragsregels overstijgt, en impliceert:

(i) dat de bedrijfsvoering van een financiële onderneming in al haar facetten op zorgvuldige klantbehandeling is gericht (daarin is *geborgd*) – ik noem dit de ‘holistische’ zorgplicht; *en*

(ii) – maar dat ligt heel dicht tegen de holistische zorgplicht aan – dat klantbelangen binnen de context van het zogenoemde vennootschappelijke belang als vertrekpunt hebben te gelden bij strategische besluitvorming omtrent bedieningsconcepten en de wijze waarop de marketing van producten en diensten wordt vormgegeven.⁶²

Dit laatste uitgangspunt geldt ook voor *productontwikkeling*: het gaat erom dat financiële producten zijn afgestemd op de belangen van degenen voor wie zij zijn ontworpen. Commerciële belangen van financiële ondernemingen mogen uiteraard een rol spelen, maar moeten worden verwezenlijkt op basis van prijs en kwaliteit, *niet* door mensen op het verkeerde been te zetten.

6.5 Ik ga ervan uit dat dit vertrekpunt – dat financiële consumenten niet op het verkeerde been moeten worden gezet – op zich niet snel zal worden betwist, maar tegelijkertijd is mijn stellige indruk dat het belang van gedragswetenschappelijke inzichten in de context van financiële consumentenbescherming niet altijd voldoende wordt onderkend. Soms wordt ter zake zelfs een wat cynische houding ingenomen, bijvoorbeeld als het gaat om de inspanningen die de AFM zich getroost om de effectiviteit van haar toezicht te vergroten op

62 K.W.H. Broekhuizen, ‘De pluriforme betekenis van klant centraal’, *FR* 2017, nr. 7/8, p. 330-340.

basis van wetenschappelijk onderzoek naar menselijk keuzegedrag.⁶³ Ik vraag mij af of een dergelijke houding vanuit het perspectief van de financiële sector wel zo'n goede langetermijnstrategie is. In een tijd dat zo sterk de nadruk wordt gelegd op de dienstbare rol van de financiële sector, lijkt het mij juist raadzaam dat financiële ondernemingen hier het voortouw nemen.⁶⁴

- 6.6 Ik maak nu enkele opmerkingen over het door mij voorgestane beleid dat financiële ondernemingen uitstippelen teneinde – zo veel als mogelijk – zeker te stellen dat zij niet ten nadele van financiële consumenten gebruikmaken van gedragswetenschappelijke inzichten. Dat beleid moet allereerst een *plan de campagne* behelzen op basis waarvan structureel wordt gewaarborgd dat de financiële onderneming kennis draagt van gevestigde gedragswetenschappelijke inzichten. Daarbij kan bijvoorbeeld worden aangehaakt bij onderzoek dat door de AFM is verricht of dat zij met dat doel onder de aandacht van de markt brengt. Vervolgens dient de financiële onderneming op basis van de relevante inzichten steeds de bedoelde beoordeling te maken als producten of diensten worden ontworpen, vermarkt en verkocht. De beoordeling moet gemotiveerd worden vastgelegd. Dat werkt disciplinerend. Het maakt het beleid toetsbaar, voor zowel interne als externe toezichthouders.
- 6.7 Tot nu had ik het over het negatieve gebruik van gedragswetenschappelijke inzichten. Als het gaat om het positieve gebruik, heb ik mij op het standpunt gesteld dat op dit moment niet kan worden aangenomen dat de algemene zorgplichten uit de Wft impliceren dat financiële ondernemingen hun klanten met inachtneming van beschikbare inzichten uit de gedragswetenschappen steeds 'de goede kant' moeten opsturen (positief *nudgen*), of dat anderszins van hen verwacht zou kunnen worden dat zij in dit verband ter bevordering van klantbelang eigener beweging allerlei gedragswetenschappelijke inzichten gaan toepassen. Daar ligt naar mijn oordeel allereerst een taak voor regelgevers, daaronder ook begrepen nationale en Europese toezichthouders. Zij zullen in dit verband de richting moeten aangeven. Ik heb daarbij vermeld dat ik mij wel kan

63 Zie A.J.C.C.M. Loonen & R.J. Schotsman, 'Over de effectiviteit en de uitwerking van de zorgplichtnormen in het financieel toezichtsrecht', *Tijdschrift voor Compliance* juni 2017, p. 173-179.

64 In dit verband verbaast het mij overigens dat de banken hier geen collectief werk van maken, bijvoorbeeld als nadere uitwerking van het adagium klant centraal en het in 2014 gepubliceerde document Toekomstgericht Bankieren, waarvan ook de Code Banken deel uitmaakt.

voorstellen dat banken – en hetzelfde geldt voor andere financiële ondernemingen – vanwege hun klantbelang centraal-beloofte op dit vlak een actieve positie innemen, bijvoorbeeld door steeds, al dan niet in overleg met de toezichthouder, na te gaan of op basis van gevestigde gedragswetenschappelijke inzichten hun klanten beter kunnen worden bediend dan wel begeleid.

- 6.8 Ik zou vandaag aan dit laatste punt willen toevoegen dat bij het nadenken over de vraag of gedragswetenschappelijke inzichten worden gebruikt *ten nadele van* klanten veelal als vanzelf begrip zal bestaan over toepassing van die inzichten *ten gunste van* klanten. Het zijn niet zelden twee kanten van dezelfde medaille. Negatief en positief gebruik liggen dan dicht tegen elkaar aan. Het onderscheid zou ik vandaag in zoverre wat minder scherp willen maken. Het toetsbare beleid kan daardoor van gedaante veranderen, doordat daarin meer nadruk komt te liggen op de doelgerichte inzet van gedragswetenschappelijke noties *ten gunste van* klanten. Met die constatering in het achterhoofd, deel ik nog enige gedachten met u.
- 6.9 Als een financiële onderneming een financiële consument *adviseert* (of bijvoorbeeld diens vermogen beheert), dan krijgen de vragen rondom (het gebruik van) gedragswetenschappelijke inzichten een andere dimensie. Ik heb al vrij veel geschreven over het in mijn ogen menigmaal onderbelichte onderscheid tussen de situatie dat een financiële onderneming optreedt als typische belangenbehartiger van een financiële consument en het geval dat zij elkaars ‘gewone’ tegenpartijen zijn (ik spreek dan van een *principal-to-principal* relatie). Ik zal dit binnen de context van de beperkte rationaliteit van de financiële consument op een later moment nader uitwerken – daar ontbreekt mij nu de tijd voor –, maar zeg er vanmiddag vast in algemene zin over dat de doelgerichte inzet van gedragswetenschappelijke inzichten *ten gunste van* de klant bij belangenbehartiging uit de aard van de zaak *eerder* in de rede ligt dan in een *principal-to-principal* relatie. Dat bij belangenbehartiging geen gebruik wordt gemaakt van de inzichten in *negatieve* zin, lijkt mij eigenlijk een basisprincipe dat niet op serieuze gronden kan worden weersproken.
- 6.10 Ik noemde zo-even de holistische zorgplicht, die inhoudt dat de bedrijfsvoering van een financiële onderneming in al haar facetten op zorgvuldige klantbehandeling is gericht. Naar ik meen kan daarmee een belangrijke stap worden gezet in de richting van een *klantgerichte* cultuur. Ik ben een voorstander van een expliciete wettelijke vastlegging van de holistische zorgplicht, die mede inhoudt dat financiële

ondernemingen een daarop afgestemd bedrijfsbeleid voeren.⁶⁵ Het beleid op het terrein van de beperkte rationaliteit van financiële consumenten kan daarvan deel uitmaken. Natuurlijk hoop ik dat aan mijn oproep gehoor wordt gegeven, maar zelfs als beleidsmakers mijn ideeën zouden omarmen, zal de uitvoering nog wel wat voeten in de aarde hebben. De invoering van de algemene Wft-zorgplicht is evenmin zonder slag of stoot gerealiseerd, vooral vanwege de vrees dat de AFM daardoor te veel armslag zou krijgen.⁶⁶ Zelf ben ik daar niet zo bang voor en ik vind dat het normerende effect hier hoe dan ook de doorslag moet geven. In een sector waarin klantbelangen zo kwetsbaar zijn, moet structurele zorgvuldige klantbehandeling ook in dit opzicht een vanzelfsprekendheid zijn.

- 6.11 Er is volgens mij nog een belangrijke reden om in het financiële toezicht meer gewicht toe te kennen aan algemene zorgvuldigheidsnormen. Die reden is FinTech. Daarmee doel ik op fundamentele verschuivingen in de financiële dienstverlening zoals de sterke toename van digitale en mobiele bedieningsmodellen. Ik denk bij FinTech ook aan de meer algemene tendens dat technologische bedrijven zoals Amazon en Apple het gebied betreden waarop tot voor kort uitsluitend banken werkzaam waren. Het belang van open en verrekende – *holistische* – zorgvuldigheidsnormen kan groter worden naarmate marktveranderingen door rappe technologische ontwikkelingen voor regelmakers nauwelijks nog zijn bij te benen. Misschien kan deze gedachte worden meegenomen in de overpeinzingen op het ministerie van Financiën met betrekking tot een herinrichting van de Wft.
- 6.12 Als de zorgplichten uit de Wft niet conform de door mij voorgestane wijze worden uitgewerkt en ingevuld, dan betekent dat overigens niet dat financiële ondernemingen gedragswetenschappelijke inzichten links kunnen laten liggen. Die inzichten zullen naar mijn verwachting in de civiele rechtspraak – waar het gaat om aansprakelijkheidsvragen – hoe dan ook leiden tot rijzende financiële consumentenprotectie. Dat is slechts een kwestie van tijd. Bescherming tegen beperkte rationaliteit is in het civiele recht trouwens op zich niets nieuws. De bijzondere zorgplicht van de Hoge Raad biedt reeds beschutting tegen beperkt rationeel gedrag, óók als specifiek consumentenprivaatrecht zoals het recht inzake oneerlijke

65 Zie Broekhuizen 2016a, par. 4.61 e.v.

66 Broekhuizen 2016a, par. 4.47 e.v.

handelspraktijken de rationaliteitslat vrij hoog legt.⁶⁷ Technologische ontwikkelingen zoals geavanceerde digitale bedieningsconcepten zullen naar mijn overtuiging ook hier een rol van betekenis spelen, aangezien daarmee de mogelijkheden om keuzebeslissingen te beïnvloeden aanzienlijk kunnen worden vergroot.⁶⁸ Kortom, uitdagingen genoeg, voor de financiële sector, maar ook voor Rotterdams onderzoek.

67 Zie de arresten van de Hoge Raad in de effectenleasezaken, waarover Broekhuizen 2016a, par. 4.97.

68 Zie voor enkele aanpalende bespiegelingen E.J. van Praag, 'De retailklant in de FinTech wereld: een juridische verkenning', *Ondernemingsrecht* 2016/102.

DANKWOORD

*Mijnheer de Rector Magnificus,
Zeer geachte toehoorders,*

Ik ben aan het einde van mijn rede gekomen en wil graag enkele woorden van dank en waardering uitspreken.

Geachte leden van het college van bestuur, mevrouw de decaan, mijnheer de vicedecaan, leden van de benoemingsadviescommissie,
Veel dank voor het in mij gestelde vertrouwen en de mij geboden kans om te doen wat ik zo graag wilde.

Beste collega's van de subsecties Financieel Recht en Ondernemingsrecht,
Ik had niet kunnen bevroeden dat het zo aangenaam zou zijn in Rotterdam. Wij hebben een geweldige groep met originele en slimme mensen. Daar geniet ik elke dag van. Ik weet zeker dat wij de komende jaren veel mooie dingen zullen doen, zowel in het onderwijs als op onderzoeksterrein. En zonder ook maar iemand tekort te willen doen, dank ik in het bijzonder Shelly Wu, Anja van Garderen en Linda Olieman, omdat zij eigenlijk de tent runnen.

Beste andere collega's van Erasmus School of Law,
Rotterdam is de stad van de opgestroopte mouwen. Het Sanders-gebouw ademt precies die sfeer. Ik ben blij dat ik deel mag uitmaken van deze fraaie *no-nonsense* faculteit.

Beste studenten,
Vijfentwintig jaar geleden kreeg ik in deze aula mijn bul, die mij veel heeft gebracht. Het is een voorrecht om te mogen studeren en het is een zegen als u bevangen raakt door de liefde voor het vak.

Waarde Vletter-van Dort, beste H  l  ne,
Jij bent mijn *nudger*, voor het afmaken van mijn proefschrift en voor het feit dat ik hier nu sta. Wij vinden onszelf een goed team en dat zijn wij natuurlijk ook.

Waarde Schwarz, beste Kid,
Wij hebben veel pret, maar daarnaast waardeer ik zeer dat je altijd voor mij klaarstaat als ik een vraag heb over de wondere wereld van het hoogleraarschap.

Waarde Du Perron, beste Edgar,
Ik ben er trots op dat jij mijn promotor bent.

Waarde Boele, beste Bas
Wat heb ik veel van jou geleerd, als mijn leermeester in de advocatuur.

Beste oud-collega's,
Dat ik hier sta, heb ik mede aan onze genoeglijke en leerrijke samenwerking te danken.

Lieve familieleden en vrienden,
Wat heerlijk dat jullie nooit meer vragen hoe het met mijn boek gaat.

Lieve papa, mama, Cees, Dan en lieve zus,
Dank voor jullie liefde en steun, al zoveel jaren.

Anne-Roos en Abel, mijn lieve kinderen,
Jullie zijn prachtig, in alle opzichten.

Lieve Michelle,
Gelukkig lijken ze op jou.

Ik heb gezegd.