

JOR 2011/15 Hoge Raad 's-Gravenhage, 22-10-2010, 09/00359, [LJN BN5665](#)
Optiebeurs, Order uitgevoerd die op vergissing berustte, Tradingrules verplichten Euronext's toezichthouder
Observer niet om transactie ongedaan te maken, Cassatie van Hof Amsterdam 7 oktober 2008, «JOR» 2009/108,
m.nt. Hoff

» **Noot**

1. Het hier afgedrukte arrest van de Hoge Raad is een vervolg op Hof Amsterdam 7 oktober 2008, «JOR» 2009/108, m.nt. Hoff. Het arrest zal de echte processtijgers moed geven: een uitspraak is nog altijd geen verloren zaak. Kort gezegd werd Euronext Amsterdam (meer precies: de Observer die toezicht op de beurshandel uitoefent) door AFS Brokers verweten dat zij geweigerd had abusievelijk foutief opgegeven effectenorders door te halen nadat zij op die fout was geweest. De Rechtbank Amsterdam had de door AFS Brokers tegen Euronext Amsterdam ingestelde schadevergoedingsvordering afgewezen. In hoger beroep wees Hof Amsterdam de schadevergoedingsvordering daarentegen toe en matigde deze vervolgens wegens eigen schuld met 50% tot € 87.785. Euronext Amsterdam kon vermoedelijk om principiële redenen en vanwege de gevreesde precedentwerking niet leven met deze veroordeling en stelde daarom beroep in cassatie in, en wel met succes. Op een enkel aspect van deze uitspraak wil ik de aandacht vestigen.

2. Euronext Amsterdam klaagde in cassatie over een onbegrijpelijke uitleg die het hof zou hebben gegeven aan onder meer de Trading Rules. Het hof oordeelde namelijk dat Euronext Amsterdam gehouden was gebruik te maken van haar bevoegdheid de transacties door te halen. Dit oordeel baseerde het hof op de feitelijke vaststelling dat de foutieve opgave van de effectenorders door AFS Brokers als een kennelijke vergissing moet worden gekwalificeerd en dat Euronext Amsterdam en de tegenpartijen van AFS Brokers dat in beginsel zonder enige twijfel hadden behoren te beseffen. Het hof stelde vervolgens dat nu Euronext Amsterdam de taak heeft een *fair and orderly market* te verzekeren en zij bevoegd was om gedane transacties door te halen, dit ook tot haar taak behoorde. Om die reden mocht AFS Brokers erop vertrouwen dat Euronext Amsterdam van deze bevoegdheid gebruik zou maken. Door dit na te laten, dient Euronext Amsterdam dan ook in beginsel de schade die AFS Brokers dientengevolge heeft geleden te vergoeden. In het oog springt hierbij de strenge verplichting van Euronext Amsterdam die het hof op basis van de Trading Rules heeft aangenomen.

3. Beroep in cassatie kan onder meer worden ingesteld wegens schending van het recht (art. 79 lid 1 sub b Wet op de rechterlijke organisatie (RO)). Omdat de uitspraak van het hof gebaseerd was op een uitleg van enkele bepalingen uit het Algemeen Reglement AEX en de Listing and Trading Rules for Screentrading bepleitte Euronext Amsterdam dat deze reglementen recht zijn in de zin van art. 79 RO. Daarmee zou rechtstreekse cassatiecontrole door de Hoge Raad op deze reglementen mogelijk zijn. De Hoge Raad oordeelt echter dat deze reglementen gelet op de in zijn rechtspraak ontwikkelde criteria niet als zodanig kunnen worden aangemerkt. Op het terrein van het financieel recht kan dan bijvoorbeeld gewezen worden op HR 24 februari 2006, «JOR» 2006/95 (*Amstel Capital Management/Koninklijke Ahold NV*) en op HR 24 november 2006, «JOR» 2007/19, m.nt. K. Frielink (*Renzenbrink/F. van Lanschot Bankiers NV*). In die uitspraken werden het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam onderscheidenlijk de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1995 van de STE wel als recht in de zin van art. 79 RO aangemerkt. Criteria voor een dergelijke kwalificatie als “recht” zijn volgens deze rechtspraak, dat: (i) voor de regeling een genoegzame wettelijke grondslag aanwezig is, (ii) de regeling een naar buiten werkende, tot ieder gerichte algemene regeling is en (iii) de regeling op behoorlijke wijze bekend is gemaakt. In het onderhavige geval schortte het aan het eerste vereiste. Voor deze reglementen van Euronext Amsterdam bestaat namelijk niet een genoegzame wettelijke grondslag. De omstandigheid dat de door een effectenbeurs te hanteren regels ingevolge diverse bepalingen van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 aan toezicht door de minister van Financiën (destijds bij AMvB gedelegeerd aan de STE) waren onderworpen, kan ook niet meebrengen dat die wettelijke bepalingen zodanige grondslag bieden, aldus de Hoge Raad. Het is precies zoals A-G Huydecoper het in zijn conclusie uitdrukt, namelijk: “dat Euronext bij het hanteren van de ‘Rules’ en het ‘Algemeen Reglement’ niet optreedt als een door enige wettelijke regeling daartoe aangewezen

instantie, maar als privaatrechtelijke organisatie waaraan – onder overheidstoezicht ‘op afstand’ – wordt toevertrouwd dat door middel van zelfregulering een goede gang van zaken op de door haar gehouden beurzen kan worden gewaarborgd.” Ik zou menen dat met de implementatie van de MiFID in de Wet op het financieel toezicht daarin geen wijziging is gekomen.

4. In zijn arrest stelt de Hoge Raad voorop dat de uitleg van de Trading Rules – die door Euronext Amsterdam eenzijdig zijn vastgesteld – met name afhankelijk is van objectieve factoren zoals de bewoordingen waarin de desbetreffende bepaling is gesteld, gelezen in het licht van de strekking van die bepaling en van de Trading Rules in hun geheel. Deze uitlegmaatstaf is begrijpelijk indien een gemeenschappelijke subjectieve partijbedoeling van overeenkomsten of, zoals in dit geval van reglementen waaraan marktdeelnemers door toetreding worden gebonden, niet kan worden vastgesteld. In dat geval zal het inderdaad moeten aankomen op een objectieve uitleg. Daarbij zal de betekenis van een bepaling vastgesteld moeten worden aan de hand van objectieve gezichtspunten, zoals de bewoordingen en de strekking van een bepaling, de structuur van de overeenkomst of het reglement, eventuele openbare toelichtingen daarop en de verkeersopvattingen in de relevante kring. Op het terrein van het financieel recht hebben we een dergelijke objectieve uitleg al eerder gezien. Ik roep in herinnering de uitleg van bepalingen uit de trustakte van een door DAF uitgeschreven obligatielening, bij de totstandkoming waarvan de nadien toetredende obligatiehouders in het geheel niet betrokken waren (HR 23 maart 2001, «JOR» 2001/116-120, m.nt. Kliebisch).

5. Met deze objectieve uitlegmaatstaf voor ogen overweegt de Hoge Raad dat de *bewoordingen* van art. 13 van de Trading Rules (zie voor de tekst daarvan r.o. 3.1 onder (iii)) bezwaarlijk anders kunnen worden opgevat dan dat Euronext Amsterdam “een algemene, discretionaire, bevoegdheid wordt toegekend maatregelen te nemen met het oog op de verzekering van een ‘fair and orderly market’, waaronder – maar geenszins beperkt tot – de bevoegdheid transacties uit te halen” (r.o. 3.4.4). De Hoge Raad vervolgt dan met het oordeel dat deze tekstuele uitleg strookt met de *onmiskerbare strekking* van deze bepaling om Euronext Amsterdam “een marge van beleidsvrijheid” toe te kennen die maatregelen te treffen die zij in de gegeven omstandigheden met het oog op het belang van een behoorlijk verloop van de handel op de optiebeurs noodzakelijk acht. Ook de Trading Rules in hun geheel gelezen bieden volgens de Hoge Raad geen aanknopingspunt voor een andere uitleg. Om die reden acht de Hoge Raad het kennelijke oordeel van het hof dat Euronext Amsterdam op grond van art. 13 van de Trading Rules verplicht was in het geval van een op een kennelijke vergissing gebaseerde individuele transactie te beslissen tot toepassing van de maatregel van ongedaanmaking van die transactie niet begrijpelijk.

6. Een dergelijke benadering met enige bewegingsruimte voor de financiële toezichthouders in hun taakuitoefening is overigens ook op het terrein van de aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad waar te nemen. Zie r.o. 4.3.4 in HR 13 oktober 2006, «JOR» 2006/295, m.nt. Busch (*DNB/Stichting Vie d’Or*) en het fraaie overzichtsartikel: D. Busch, Civielrechtelijke aansprakelijkheid van financiële toezichthouders, in: *Onderneming en financieel toezicht*, Serie Onderneming en Recht (deel 57 (tweede druk)), Deventer: Kluwer 2010, p. 961-1011. Gelet op deze alom erkende bewegingsruimte is de wens van de onlangs aangetreden minister van Financiën De Jager om, zelfs zo snel als mogelijk, te komen tot een beperking van aansprakelijkheid van financiële toezichthouders opmerkelijk te noemen. Zie hiervoor zijn wetgevingsbrief van 25 oktober 2010 aan de Tweede Kamer (*Kamerstukken II 2010/11, 32 545, nr. 1, p. 5*). Uit de bij deze brief gevoegde bijlagen blijkt dat DNB en AFM op deze beperking van aansprakelijkheid hebben aangedrongen.

7. Een laatste *issue* die ik in deze noot aansnijdt, is de vraag of het inleggen van foutieve effectenorders aangemerkt moet worden als een ook voor Euronext Amsterdam onmiskerbare vergissing. Deze vraag was bevestigend beantwoord door het hof en tegen dit oordeel waren in cassatie diverse motiveringsklachten gericht. De Hoge Raad oordeelt dat het hof zonder toereikende motivering voorbij was gegaan aan het betoog van Euronext Amsterdam dat van een voor haar onmiskerbare vergissing geen sprake was. Euronext Amsterdam had namelijk gesteld dat de combinatieorder op de handelsschermen verscheen als twee zelfstandige futureproducten, die bovendien geen koers kenden waaruit een eventuele afwijking van een gesaldeerde prijs viel af te leiden.

Verder was het hof in zijn arrest niet ingegaan op de stellingen van Euronext Amsterdam dat zij redelijkerwijze mocht verwachten dat de door AFS Brokers ingevoerde combinatieorder een bewuste beleggingsbeslissing was, de afzonderlijk genoteerde futures deel kunnen uitmaken van talloze mogelijke combinatieorders, waarvan de bestanddelen kunnen passen in handelsstrategieën waarin Euronext Amsterdam geen inzicht heeft en die afwijking van de theoretische prijs van een future kunnen verklaren, en de transactie waarvoor AFS Brokers bij vergissing een order inlegde dus op zichzelf mogelijk was. Als op deze wijze in hoger beroep gemotiveerd verweer gevoerd is door Euronext Amsterdam, dan had inderdaad van het hof verwacht mogen worden dat zijn afwijzing van dat verweer behoorlijk, en dus minder apodictisch dan thans is geschied, gemotiveerd was. De motivering van een rechterlijke beslissing is immers cruciaal (art. 121 Gw, art. 5 RO en art. 230 Rv). Daarmee rechtvaardigt de rechter zijn beslissing, zodat deze gecontroleerd kan worden en ook aanvaardbaar wordt gemaakt voor justitiabelen. Met behulp van die motivering kunnen advocaten hun cliënt er dan van overtuigen dat een uitspraak soms wel een verloren zaak is.

mr. G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff NV