

# MiFID en de gedragsregels

## Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten

*Veerle Colaert<sup>1</sup> en Tom Van Dyck<sup>2</sup>*

<b>1. Inleiding</b> .....	227
<b>2. Context van de MiFID</b> .....	228
<b>3. Toepassingsgebied van de Belgische MiFID-regels</b> .....	230
<b>3.1. Personeel toepassingsgebied</b> .....	230
3.1.1. <i>De verstrekker van beleggingsdiensten</i> .....	230
3.1.2. <i>De ontvanger van beleggingsdiensten</i> .....	234
<b>3.2. Materieel toepassingsgebied</b> .....	236
3.2.1. <i>De beleggingsdiensten en -activiteiten</i> .....	236
3.2.2. <i>De nevendiensten</i> .....	239
<b>3.3. Territoriaal toepassingsgebied</b> .....	239
3.3.1. <i>De verstrekker van beleggingsdiensten</i> .....	239
3.3.2. <i>De ontvanger van beleggingsdiensten</i> .....	241
<b>3.4. Temporeel toepassingsgebied</b> .....	241
3.4.1. <i>De vergunningsvoorwaarden</i> .....	241
3.4.2. <i>De bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden</i> .....	242
<b>4. De MiFID-gedragsregels</b> .....	242
<b>4.1. Een gedifferentieerde aanpak</b> .....	243
4.1.1. <i>Personele diversificatie</i> .....	243
4.1.2. <i>Materiële diversificatie</i> .....	244
<b>4.2. Het loyauteitsbeginsel</b> .....	244
4.2.1. <i>Beginsel</i> .....	244
4.2.2. <i>Verhouding tot de regeling inzake belangenconflicten</i> .....	245
4.2.3. <i>Voordelen (“inducements”)</i> .....	246
<b>4.3. De informatieplicht</b> .....	248
4.3.1. <i>Kwaliteit van de informatie</i> .....	248
4.3.2. <i>Minimale inhoud van de informatie</i> .....	252
<b>4.4. Het “ken-uw-cliënt”-beginsel</b> .....	259
4.4.1. <i>Informatievergaring</i> .....	259
4.4.2. <i>Geschiktheidsbeoordeling (“suitability test”)</i> .....	261
4.4.3. <i>Passendheidsbeoordeling (“appropriateness test”)</i> .....	263
4.4.4. <i>“Execution only”</i> .....	264
4.4.5. <i>Het verrichten van diensten via een andere onderneming</i> .....	266
<b>4.5. De dossierplicht</b> .....	266
4.5.1. <i>Dossierplicht</i> .....	266
4.5.2. <i>Verplichting tot het afsluiten van een schriftelijke overeenkomst</i> .....	266
4.5.3. <i>Exoneratiebeding?</i> .....	268
<b>4.6. De verslagplicht</b> .....	269
<b>4.7. Complexe financiële producten</b> .....	271
<b>4.8. Orderverwerking</b> .....	271
<b>4.9. De verplichting tot optimale uitvoering van orders (“best execution”)</b> .....	273
4.9.1. <i>Het orderuitvoeringsbeleid</i> .....	273
4.9.2. <i>Inlichten van cliënten aangaande het orderuitvoeringsbeleid</i> .....	275
4.9.3. <i>Evaluatie van het orderuitvoeringsbeleid</i> .....	276
4.9.4. <i>Optimale uitvoering via andere entiteiten</i> .....	277
<b>5. Conclusie</b> .....	278

<sup>1</sup> FWO-aspirant (Beurs E.G. de Barys), K.U.Leuven.

<sup>2</sup> Advocaat aan de balie van Brussel en New York (Stibbe); vrijwillig wetenschappelijk medewerker K.U.Leuven.

## SAMENVATTING

*Sinds 1 november 2007 is in België een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten van kracht, tengevolge van de omzetting van de Richtlijn Markten voor Financiële Instrumenten of kortweg “MiFID”. Dit artikel beoogt een overzicht te bieden van vooral die aspecten die relevant zijn voor de Belgische rechtspraak, en gaat met name in op de impact van de nieuwe regels op de verhouding tussen verstrekkers van beleggingsdiensten en hun cliënten. In een eerste deel wordt kort de historische achtergrond en de context van de nieuwe regelgeving geschetst. Vervolgens wordt ingegaan op het personeel, materieel, territoriaal en temporeel toepassingsgebied van de nieuwe regels. Het centrale, derde onderdeel van dit artikel bevat ten slotte een gedetailleerde analyse van de nieuwe, ingevolge de MiFID sterk uitgewerkte gedragsregels, die de verhouding tussen de individuele belegger en de verstrekker van beleggingsdiensten in belangrijke mate beheersen.*

## RÉSUMÉ

*Depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007, la Belgique connaît un nouveau cadre juridique pour les services d’investissement, suite à la transposition de la Directive Marchés d’Instruments Financiers ou en abrégé “MiFID”. Cet article vise avant tout à donner un aperçu des aspects qui intéressent la pratique juridique belge, en s’attachant plus particulièrement à l’impact des nouvelles règles relatives à la relation entre les fournisseurs de services d’investissement et leurs clients. Dans une première partie, nous esquissons succinctement l’arrière-plan historique et le contexte de la nouvelle réglementation. Ensuite nous en analysons le champ d’application personnel, matériel, territorial et temporel. La troisième partie, qui est aussi la partie centrale de cet article, comprend enfin une analyse détaillée des nouvelles règles de conduite, qui se sont fortement développées suite à l’adoption de la MiFID et qui régissent dans une large mesure la relation entre l’investisseur individuel et le fournisseur des services.*

## 1. INLEIDING<sup>3</sup>

1. Sinds 1 november 2007 is in België<sup>4</sup>, alsook in de andere lidstaten van de Europese Economische Ruimte (“EER”), een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten van kracht, tengevolge van de Richtlijn Markten voor Financiële Instrumenten (de “MiFID”)<sup>5</sup>, de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn<sup>6</sup> en de MiFID-Uitvoeringsverordening<sup>7</sup>.
2. De doelstelling van deze nieuwe regelgeving is dubbel. Enerzijds moeten de nieuwe regels de interne markt bevorderen<sup>8</sup>; anderzijds moeten zij garanderen dat de uitvoering van transacties van beleggers aan de hoogste normen beantwoordt en dat de integriteit en algemene efficiëntie van het financiële stelsel gehandhaafd blijft<sup>9</sup>.
3. Een eerste blik op de nieuwe wetgeving maakt reeds duidelijk dat de regels inzake het verstrekken van beleggingsdiensten steeds meer gedetailleerd en technisch worden. De toepassing van dergelijke regels – geïnspireerd op de globaliserende markten en sterk beïnvloed vanuit Angelsaksische marktpraktijken – in de context van het Belgisch recht is niet steeds eenvoudig<sup>10</sup>. Dit artikel beoogt daarom op inzichtelijke wijze een overzicht te bieden van vooral die aspecten die relevant zijn voor de Belgische rechtspraak. De bijdrage gaat met name in op de privaatrechtelijke impact van de MiFID en in het bijzonder op de gedragsregels, die de verhouding tussen de individuele belegger en de verstrekker van beleggingsdiensten beheer-

<sup>3</sup> Dit artikel werd bijgewerkt tot 1 februari 2008.

<sup>4</sup> Zie koninklijk besluit van 27 april 2007 tot omzetting van de Europese richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten, *B.S.* 31 mei 2007 (hierna het “K.B. 27 april 2007”); koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, *B.S.* 18 juni 2007 (hierna het “MiFID-K.B.”).

<sup>5</sup> Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (“*Markets in Financial Instruments Directive*”), tot wijziging van de richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *P.B.* L. 145 van 30 april 2004, 1-41.

<sup>6</sup> Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *P.B.* L. 241 van 2 september 2006, 26-58.

<sup>7</sup> Verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft, *P.B.* L. 241 van 2 september 2006, 1-25.

<sup>8</sup> Zie considerans nr. 2 MiFID.

<sup>9</sup> Zie considerans nr. 5 MiFID.

sen<sup>11</sup>. De bedoeling is tweeledig: enerzijds willen we de voornaamste verschillpunten toelichten tussen het oude en het nieuwe juridische kader voor beleggingsdiensten; anderzijds hopen we ook de complexe MiFID-bepalingen toegankelijker te maken.

4. De structuur van het artikel is als volgt. Vooreerst wordt het opzet van de MiFID kort gecontextualiseerd. Een tweede onderdeel gaat in op het personeel, materieel, territoriaal en temporeel toepassingsgebied van de nieuwe regels. Het centrale, derde onderdeel bevat ten slotte een gedetail-

leerde analyse van de nieuwe, ingevolge de MiFID sterk uitgewerkte gedragsregels. We gaan daarbij in op elk van deze gedragsregels, met name het loyautiteitsbeginsel, de informatieverplichtingen, de “ken-uw-cliënt”-vereisten, de dossierplicht, de verslagplicht, de toepassing van gedragsregels ten aanzien van complexe financiële producten, de regels inzake orderverwerking en de verplichting tot optimale uitvoering van orders. We belichten ook kort, in functie van een goed begrip van de draagwijdte van vooral het loyautiteitsbeginsel, de regels inzake belangenconflicten.

## 2. CONTEXT VAN DE MiFID

5. De MiFID en haar uitvoeringsbepalingen vervangen op Europees niveau de Beleggingsdienstenrichtlijn van 1993 – de “ISD”<sup>12</sup>. De ISD heeft geleid tot een zekere mate van integratie van de sector van de beleggingsdiensten, die evenwel niet sterk genoeg was om de talloze – kostenverhogende – belemmeringen van de interne markt teniet te doen. Door het minimale harmonisatiekarakter van de bestaande regulering konden de lidstaten op sommige gebieden strengere regels bepalen dan de ISD voorschreef<sup>13</sup>. Bovendien werd door toepassing van de clausule van het “algemeen belang”<sup>14</sup> door de lidstaten in dergelijke mate afgeweken van het beginsel dat beleggingsondernemingen gereguleerd worden door de regels van het thuisland, dat – aldus de Europese Commissie – “thans een veelheid van sterk uiteenlopende voorschriften van toepassing is en dat de aanbieders van beleggingsdiensten moeilijk toegang kunnen krijgen tot of

*effectief kunnen concurreren op de ‘gereguleerde markten’ van andere lidstaten”*<sup>15</sup>.

6. Een hervorming drong zich op. Het Actieplan Financiële Diensten (beter bekend als het “Financial Services Action Plan” of het “FSAP”) van 1999<sup>16</sup> stelde aanvankelijk slechts een wijziging van de ISD voor. De werkzaamheden die daarna op Europees niveau plaatsvonden, steunend op consultaties van de sector, leidden echter tot een resolute herdenking van de ISD. De “ISD-II”, later herdoopt tot de “MiFID”, werd één van de wezenlijke instrumenten tot integratie van de financiële markten in de EER, niet alleen voor beleggers, maar ook en vooral voor uitgevende instellingen, financiële tussenpersonen en infrastructuurleveraars<sup>17</sup>. De integratie van de financiële markten moet volgens de huidige economische theorie uiteindelijk zorgen voor een toename

<sup>10</sup>. In recordtempo werden sinds 1 november 2007 onder meer de volgende artikels gepubliceerd: K. MARESCHEAU, “De nieuwe gedragsregelen bij het verrichten van beleggingsdiensten”, *D.C.C.R.* 2007, 291; W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken”, *B.F.R.* 2007, 367; V. COLAERT, “Welke bescherming voor welke belegger? Cliëntenclassificatie pre- en post-MiFID”, *B.F.R.* 2007, 396; G. VAN LERBERGHE, “MiFID, achtergronden en doelstellingen”, *Bank Fin.* 2007, 398; F. TANGHE en W. VAN DE WIELE, “MiFID en categorisatie van cliënten”, *Bank Fin.* 2007, 400; H. LANNON, “Het cliëntendossier en de zorgplicht onder MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 412; G. BERARD, “L’information du client dans le cadre de la directive MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 421; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007, 429; C. SIMONET, “De nouvelles obligations de Publications et Reporting des transactions: la pratique par l’exemple”, *Bank Fin.* 2007, 443; D. CAPRASSE, “Inducements under MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 449; D. ROZUMEK, “The MiFID Shadow Play”, *Bank Fin.* 2007, 460.

<sup>11</sup>. Het institutionele luik – zoals de regels inzake de “MTF’s” (de multilaterale handelsplatforms) –, de meeste organisatorische regels (de interne organisatie van de beleggingsondernemingen) en de marktordenende regels (regels inzake transparantie) worden in deze bijdrage niet behandeld.

<sup>12</sup>. Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *P.B.* L. 141 van 11 juni 1993, p. 27-46. “ISD” staat voor Investment Services Directive. Zie, voor talloze verwijzingen: M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen, Intersentia, 1998, 979 p. Zie m.b.t. de ontstaansgeschiedenis van de ISD: F. DEHOUSSE en B. DIRICK, “Horizon 1992 – Le marché unique des services financiers”, *J.T.* 1992, 825 en verwijzingen aldaar.

<sup>13</sup>. Cf. de preambule van de ISD. Art. 11 ISD dat de gedragsregels introduceerde, werd door sommigen geacht niet eens minimale harmonisatie uit te maken, daar slechts een lijst met algemene beginselen werd vastgesteld en de lidstaten vervolgens een grote vrijheid werd gelaten bij het opstellen van gedetailleerde gedragsregels op nationaal niveau. Zie C. CRUICKSHANK, “Is There a Need to Harmonise Conduct of Business Rules?”, in FERRARINI, G. (ed.), *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Londen, Kluwer Law International, 1998, 132.

<sup>14</sup>. Art. 18.2 ISD; zie o.m. M. TISON, “What is ‘General Good’ in EU Financial Services Law?”, *Legal Issues of European Integration*, 1997, 24/2; H. FORSSELIUS, “Restrictions in the ‘General Good’ Under the European Banking Act”, in U. BERNITZ en S. MOHAMED, *The Legal Structure of the European Financial Market*, Stockholm, Norstedts Tryckeri AB, 1996 (178 p.), 79.

<sup>15</sup>. Europese Commissie, “Mededeling van de Commissie – Opzetten van een actiekader voor financiële diensten”, 28 oktober 1998, Com.98/625def, 13.

<sup>16</sup>. Europese Commissie, “Mededeling van de Commissie – Financiële diensten: Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan”, 11 mei 1999, Com.(1999)232, 30 p.

<sup>17</sup>. Bv. A. SCHAUB, “Conference on European Regulation of Investment Services – Key-Note Speech”, Kopenhagen, 15 oktober 2002, 3. Zie hieromtrent tevens J. MEYERS, “Key Themes in the Revision of the Investment Services Directive”, *B.F.R.* 2002, 85 en J. MEYERS en D. BALLEGEER, “Update on the Revision of the Investment Services Directive”, *B.F.R.* 2002, 165.

van de economische groei en de tewerkstelling<sup>18</sup> en dit is dan ook de ultieme doelstelling en democratische rechtvaardiging van de harmonisatiebeweging waarvan de MiFID deel uitmaakt<sup>19</sup>.

7. Om een dergelijke integratie van de financiële markten te bereiken, beoogt de MiFID een veel hoger niveau van harmonisatie dan de ISD. Wat echter het precieze niveau van harmonisatie – of uniformiteit – is dat de MiFID ambieert, is niet duidelijk. De MiFID zelf bevat geen expliciete passus omtrent de gebruikte harmonisatiemethode<sup>20</sup>. Pas eind 2005 blijkt de Europese commissaris Charlie McGreevy een standpunt te hebben ingenomen dat erop neerkomt dat de MiFID in wezen een totale harmonisatierechtlijn is, met slechts een – zeer – beperkte omzettingruimte voor de lidstaten<sup>21</sup>. Het harmonisatiekarakter van de Uitvoeringsrichtlijn is daarentegen een stuk duidelijker. Deze bepaalt uitdrukkelijk: “*met het oog op een uniforme toepassing van de verschillende voorschriften van richtlijn 2004/39/EG moet een geharmoniseerd geheel van door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voor-*

*waarden voor de bedrijfsuitoefening worden vastgesteld. Daarom mogen de lidstaten en de bevoegde autoriteiten bij de omzetting en toepassing van deze richtlijn geen aanvullende bindende voorschriften vaststellen, tenzij dit uitdrukkelijk in deze richtlijn wordt toegestaan*”<sup>22</sup>. De Uitvoeringsrichtlijn beoogt derhalve duidelijk maximale harmonisatie<sup>23</sup>. In dit verband moet worden opgemerkt dat dit harmonisatieniveau uiteraard enkel betrekking heeft op de door deze richtlijnen geharmoniseerde onderwerpen. Het is daarbij niet steeds duidelijk of wat *niet* geregeld wordt, geacht moet worden binnen het geharmoniseerde gedeelte te vallen (zodat de lidstaten daaromtrent niets aanvullend mogen regelen) dan wel of dit niet-geharmoniseerd is (zodat de lidstaten dienaangaande vrij blijven om zelf regels uit te vaardigen).

8. De Belgische wetgever heeft deze harmonisatie-doelstelling in grote mate gerespecteerd<sup>24</sup>, net zoals trouwens de toezichthoudende overheden of de nationale wetgevers van andere lidstaten, zoals Frankrijk<sup>25</sup>, Nederland<sup>26</sup> en het Verenigd Koninkrijk<sup>27</sup>.

18. FSAP, 3. Zie in het bijzonder ook de studie in opdracht van de Europese Commissie met een becijfering van de voordelen van de financiële integratie: London Economics (in samenwerking met Pricewaterhousecoopers en Oxford Economic Forecasting), “Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets”, november 2002. Zie evenwel genuanceerder F. HEINEMANN en M. JOPP, “The Benefits of a Working EU Market for Financial Services – Report submitted to the European Financial Services Roundtable”, 2002 (65 p.) en M. GIANNETTI, L. GUISSO, T. JAPPELLI, M. PADULA en M. PAGANO, “Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth”, *European Economy – Economic Papers*, nr. 179, november 2002 (Europese Commissie, Brussel), 42.

19. Zoals onderschreven in de Lissabon Strategie van 2000. Zie conclusies van het voorzitterschap, Europese Raad van Lissabon, 23 en 24 maart 2000, nr. 20. Zie tevens J. MOGG, “European Union Law Essay: Regulating Financial Services in Europe: A New Approach”, 26 *Fordham Int'l L.J.* 2002, 58. Zie tevens Europese Commissie, “Verslag van de Commissie – Stand van zaken Financiële diensten – Tweede Voortgangsverslag”, 30 mei 2000, Com.(2000)336def., 2.

20. J.-P. CASEY en K. LANNON, “The MiFID Implementing Measures: Excessive Detail or Level Playing Field?”, *ECMI Policy Brief*, mei 2006, 2. In antwoord op een vraag naar het harmonisatieniveau van de MiFID blijft ook de Europese Commissie vaag op dit punt. Zie Europese Commissie, “MiFID Q&A” (zie verder voetnoot 34), Vraag 144: “*In general terms, the Level 1 Directive 2004/39/EC, being a Directive, allows Member States some margin for implementation*”. In deze formulering schuilt evenwel een dubbelzinnigheid. Enerzijds kan men dit begrijpen als zou de MiFID geen maximale harmonisatie inhouden. Anderzijds – en dit lijkt de meest overtuigende interpretatie – zou deze formulering ook louter kunnen verwijzen naar het gebruik van een richtlijn als manier van regelgeving, waarbij de nationale wetgever uiteraard steeds vrij de vorm en de bewoordingen van de omzettingregels mag bepalen (wat de wetgever inderdaad “*some margin for implementation*” laat).

21. Ch. MCCREEVY, “A European or Transatlantic Global Capital Market?” (Toespraak op de Finance Foundation Conference), 3 oktober 2006. Zie tevens Ch. MCCREEVY, “Towards a Better Regulated European Capital Market” (London Stock Exchange Christmas Lunch), 16 december 2005. Zie verder J. STRUYCK, M. TISON, T. VAN DYCK en V. COLAERT, “European Integration Through Legal Harmonization? A Case Study of the New EC Securities Regulation”, *Workshop Harvard Law School*, 5 maart 2007. Zie ook in deze zin S. SAVOV, “Regulatory Convergence in the EU and the Importance of the Enforcement Variable: Evidence from the U.K., Germany and Hungary” (*Harvard Law School Paper*, onder supervisie van H. JACKSON), 27 april 2006, 9.

22. Considerans nr. 7 Uitvoeringsrichtlijn.

23. Zie ook Europese Commissie, “MiFID Q&A” (zie verder voetnoot 34), Vraag 144: “*On the topics covered by the Level 2 Directive 2006/73/EC, MiFID is essentially fully harmonizing in the sense that additional requirements imposed or retained by Member States must be rigorously justified [...]*”.

24. Zo werd in het verslag aan de Koning verklaard dat: “*[h]et verdient te worden gepreciseerd dat de Europese teksten zoveel mogelijk uniforme regels vooropstellen om aldus bij te dragen tot een beter werkende geïntegreerde Europese markt, en in het bijzonder tot vlottere grensoverschrijdende financiële dienstverlening*”. Zie verslag aan de Koning bij het K.B. 27 april 2007, *B.S.* 18 juni 2007, p. 29.284; zie ook p. 32.954. Zie in dit verband tevens de CESR-werkzaamheden en in het bijzonder het consultatiedocument “The Passport under MiFID”, december 2006, CESR 06-669”; zie ook E. STRUYCK DE SWIELANDE, “CBFA Infosessie MiFID – Verwelkoming”, 22 juni 2007, 6.

25. AMF, “La directive sur les marchés d’instruments financiers: enjeux et conséquences pour la régulation française”, mei 2006 (60 p.), 3: “*Si l’objectif de l’AMF à court terme est d’assurer une retranscription fidèle des textes européens dans le corpus réglementaire français, cette première étape juridique doit être immédiatement suivie d’un travail de concertation avec les acteurs de marché, de nature à favoriser une compréhension commune de ces textes*”.

26. AFM/Ministerie van Financiën, “Persbericht – Minister breidt Vrijstellingsregeling Wet Financiële Dienstverlening uit”, 25 april 2006: “*Na inwerkingtreding van de WFD is namelijk gebleken dat de richtlijn MiFID [...] andere eisen stelt aan de deskundigheid van klantmedewerkers die adviseren over effecten dan de WFD, terwijl deze richtlijn totale harmonisatie beoogt*”.

27. House of Commons (Select Committee on Treasury), “Written Evidence – Memorandum submitted by the Association of Private Client Investment Managers and Stockbrokers (APCIMS)”, 8 december 2005: “*The UK authorities have decided to ‘copy out’ these two Directives in order to avoid the risk of gold plating. In turn, this means that there will inevitably be areas where significant further clarification is required*”. FSA, “Consultation Paper – Implementing MiFID for Firms and Markets”, 06/14, juli 2006 (224 p.), Bijlage 2, 8.

9. Daarbij moet worden vastgesteld dat de MiFID heeft geleid tot een ware “Europeanisering” van het recht inzake beleggingsdiensten. Anders gezegd: de rechtspracticus kan zich niet meer enkel beperken tot Belgische rechtsinstrumenten. Hoewel de gewijzigde wetten van 6 april 1995<sup>28</sup> en 2 augustus 2002<sup>29</sup>, samen met het MiFID-K.B., de belangrijkste ankerpunten blijven voor de Belgische rechtspraktijk, worden deze voortaan aangevuld door Europese instrumenten met rechtstreekse werking in België (zoals de Uitvoeringsverordening). Bovendien publiceert het *Committee of European Securities Regulators* (“CESR”)<sup>30</sup> diverse documenten die strikt genomen geen rechtsregels zijn, maar wel een verregaande autoriteit hebben, en minstens sterke indicaties geven van de strekking van de MiFID-bepalingen<sup>31</sup>.

### 3. TOEPASSINGSGBIED VAN DE BELGISCHE MiFID-REGELS

10. Anders dan men zou kunnen vermoeden, is het toepassingsgebied van de nieuwe regels een vrij complex gegeven. Hieronder wordt achtereenvolgens ingegaan op het personeel toepassingsgebied (op wie zijn de regels van toepassing), het materieel toepassingsgebied (welke beleggings- en nevendiensten worden gevisieerd), het temporeel toepassingsgebied (wanneer zijn de regels in werking getreden) en het territoriaal toepassingsgebied (waar zijn de nieuwe regels van toepassing) van de nieuwe Belgische wetgeving inzake beleggingsdiensten.

#### 3.1. Personeel toepassingsgebied

11. De richtlijn beoogt de “verstrekkers van beleggingsdiensten” aan een streng regelgevend kader te onderwerpen. De vraag of bepaalde regels – en dan vooral gedragsregels – van toepassing zijn in de relatie tussen een “verstrekker van

Aangezien CESR ook betrokken is bij de totstandkoming van financieelrechtelijke richtlijnen en verordeningen, moet men op dit niveau ook terecht voor belangrijke *de facto* voorbereidende werken van de MiFID-bepalingen<sup>32</sup>. De Belgische wetgever heeft trouwens expliciet aangegeven dat deze documenten “*vaak nuttige achtergrond [kunnen] bieden voor een beter begrip van de nieuwe regelgeving*”<sup>33</sup>. Ten slotte speelt ook de juridische dienst van de Commissie een vooraanstaande rol. Zij publiceert onder meer een lijst van vragen en antwoorden – “*Your questions on MiFID*” – die, ofschoon de daarin gegeven antwoorden niet het karakter hebben van een officiële stellingname – een belangrijke bron vormt voor de interpretatie van de MiFID-bepalingen<sup>34</sup>.

beleggingsdiensten” en een “ontvanger van beleggingsdiensten”, is echter ook afhankelijk van de vraag wie deze “ontvanger van beleggingsdiensten” is. Beide begrippen worden hieronder geduid.

#### 3.1.1. De verstrekker van beleggingsdiensten

12. Het personeel toepassingsgebied van de ingevolge de MiFID ingevoerde regels is niet uniform. Een onderscheid moet worden gemaakt tussen het personeel toepassingsgebied van de vergunningsvoorwaarden en dat van de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden. De vergunningsvoorwaarden betreffen de criteria waaraan moet worden voldaan om toegelaten te worden beleggingsdiensten te leveren; de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden (en met name de gedragsregels)<sup>35</sup> betreffen anderzijds de regels die moeten worden nageleefd bij het leveren van beleggingsdiensten.

<sup>28</sup>. Wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, zoals gewijzigd door het K.B. 27 april 2007 (hierna de “wet van 6 april 1995”).

<sup>29</sup>. Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, zoals gewijzigd door het K.B. 27 april 2007 (hierna de “wet van 2 augustus 2002”).

<sup>30</sup>. D.w.z. het comité waarin alle toezichthoudende overheden, zoals de Belgische CBFA, vertegenwoordigd zijn. Zie [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu).

<sup>31</sup>. Zie [www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=53](http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=53). Dergelijke documenten nemen onder meer de vorm aan van *Guidelines* (bv. CESR, *Guidebook on MiFID market transparency calculations*, 3 juli 2007, ref. 07-322), *Q&A's* (bv. CESR, *Q&A on Best Execution*, 29 mei 2007, ref. 07-320) of *Recommendations* (bv. CESR, *Recommendations – The passport under MiFID*, 29 mei 2007, ref. 07-337; CESR, *Recommendations – Inducements under MiFID*, 29 mei 2007, ref. 07-228b).

<sup>32</sup>. Zie o.m. CESR, *Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments – 1st Set of Mandates*, januari 2005, ref. 05-024c (hierna “CESR/05-024c”) en CESR, *Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments – 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates*, april 2005, ref. 05-290b (hierna “CESR/05-290b”).

<sup>33</sup>. Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, p. 29.283.

<sup>34</sup>. Europese Commissie, “Your questions on MiFID – Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures – Questions and answers”, versie 17 januari 2008 (124 p.), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf) (hierna “MiFID Q&A”). Zie p. 1: “*The answers have been prepared with input, where appropriate, from the Commission services, the Committee of European Securities Regulators (CESR), and Member States. The answers do not have the formal status of a Communication of the Commission. They do not bind the Commission as an institution. However, all care has been taken to ensure the answers on this page represent the considered views of the Commission services*”.

<sup>35</sup>. Zie omtrent de precieze draagwijdte van – en de delicate verhouding tussen – de begrippen “bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden” en “gedragsregels”, voetnoten 162 en 163 hierna.

*(a) Vergunningsvoorwaarden*

13. De vergunningsvoorwaarden – in België omgezet in de artikelen 44 e.v. van de wet van 6 april 1995 – gelden voor beleggingsondernemingen naar Belgisch recht. Dit zijn de rechtspersonen wier gewone beroep of bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten of aanbieden<sup>36</sup> van een of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van een of meer beleggingsactiviteiten<sup>37</sup>.

14. De formulering van de definitie van beleggingsonderneming in functie van haar daadwerkelijke activiteit leidt ertoe dat bepaalde ondernemingen die meestal niet beschouwd worden als beleggingsonderneming in bepaalde gevallen toch als dusdanig kunnen kwalificeren. Door de Europese Commissie is bijvoorbeeld uitdrukkelijk aangegeven dat ook *private equity*-fondsen als beleggingsonderneming kunnen kwalificeren – en dus een vergunning moeten hebben – indien ze beleggingsdiensten verrichten<sup>38</sup>. Een gelijkaardige redenering werd gemaakt voor hefboomfondsen (*hedge funds*)<sup>39</sup>. Of deze ondernemingen een vergunning als beleggingsonderneming moeten bekomen, zal afhangen van het antwoord op de vraag of het “gewone bedrijf” van dergelijke ondernemingen bestaat in “het beroepsmatig verrichten of aanbieden van een of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van een of meer beleggingsactiviteiten”<sup>40</sup>.

15. Al wie op die manier beleggingsdiensten of -activiteiten wenst uit te oefenen, moet opteren voor één van de wettelijk gedefinieerde statuten van beleggingsonderneming. Voorheen voorzag de wet van 6 april 1995 in vier statuten van beleggingsondernemingen met Europees paspoort<sup>41</sup> waarvan er sommige in de praktijk amper gebruikt werden. In de gewijzigde wet van 6 april 1995 werden daarom twee statuten van beleggingsondernemingen afgeschaft<sup>42</sup>. Daarnaast werd ingevolge de MiFID het statuut van vennootschap voor vermogensbeheer uitgebreid tot “vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies”<sup>43</sup>. De wijzigingen kunnen visueel worden voorgesteld als volgt.

Statuten beleggingsondernemingen met Europees paspoort	
vóór 1 november 2007 <sup>1</sup>	ná 1 november 2007 <sup>2</sup>
Beursvennootschap	Beursvennootschap
Vennootschap voor vermogensbeheer	Vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies
Vennootschap voor makelarij in financiële instrumenten	
Vennootschap voor plaatsing van orders in financiële instrumenten	

1. Oud art. 47 § 1 wet van 6 april 1995.

2. Nieuw art. 47 § 1 wet van 6 april 1995.

16. Een aantal categorieën financiële instellingen worden uitdrukkelijk uitgesloten uit het toepassingsgebied van de

<sup>36</sup>. In het verlengde van de rechtspraak van het Hof van Cassatie over de huidige wettelijke regeling (zie Cass. 4 maart 2003, *R.W.* 2004, 1147) wordt uitdrukkelijk toegevoegd dat het uitoefenen van een bedrijf van beleggingsonderneming niet alleen het verrichten van beleggingsdiensten zelf omvat, maar ook het aanbieden ervan (zie het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, p. 29.291). Daardoor stemt de definitie van beleggingsonderneming echter niet meer woordelijk overeen met de MiFID-definitie (art. 4.1.i) MiFID).

<sup>37</sup>. Art. 2, tweede lid wet van 2 augustus 2002 *juncto* art. 44 wet van 6 april 1995. Zie tevens considerans nr. 7 MiFID. De Belgische wetgever heeft geen gebruik gemaakt van de mogelijkheid om onder bepaalde voorwaarden ook ondernemingen die geen rechtspersoon zijn te begrijpen in de definitie van beleggingsonderneming (zie art. 4.1.i) tweede lid MiFID).

<sup>38</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 27: “*If a private equity firm conducts, on a professional basis, investment activities such as investment advice, underwriting or placing, then it will normally be required to be registered as an investment firm under MiFID.*” Zie tevens Vraag 38, Vraag 61, Vraag 70 en Vraag 3.2. Zo verduidelijkt het antwoord van de Europese Commissie op Vraag 61 dat ook als de financiële instrumenten waarin het *private equity*-fonds handelt niet toegelaten zijn tot de verhandeling op een geregelende markt een vergunning als beleggingsonderneming noodzakelijk kan zijn.

<sup>39</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 26.

<sup>40</sup>. Cf. art. 44 wet van 6 april 1995, tenzij een uitzondering van toepassing zou zijn (bv. art. 45 wet van 6 april 1995).

<sup>41</sup>. Zie over dit begrip 3.3.1. hieronder. Verder voorzag het nu opgeheven Boek III, Titel II wet van 6 april 1995 in twee statuten zonder Europees paspoort, namelijk dat van de “beleggingsadviseur” en de “bemiddelaar in beleggingsinstrumenten met betrekking tot grondstoffen”. Voor een volledig overzicht van alle diverse statuten in het financieel recht, zie A. BRUYNEEL en T. VAN DYCK, “Synthesen van financieel recht”, *T.B.H.* 2005, 575.

<sup>42</sup>. Art. 47 e.v. wet van 6 april 1995. Volledigheidshalve kan daaraan nog worden toegevoegd dat sinds 1 juli 2006 twee nieuwe statuten zijn ingevoerd, nl. dat van de “agent in bank- en beleggingsdiensten” en de “makelaar in bank- en beleggingsdiensten” (art. 4, 3° en 4° wet van 22 maart 2006 betreffende de bemiddeling in bank- en beleggingsdiensten en de distributie van financiële instrumenten). De omzetting van MiFID in het Belgisch recht wijzigt deze statuten in principe niet, behalve dan dat sinds 1 november 2007 dergelijke makelaar in bank- en beleggingsdiensten ook voor eigen rekening diensten van beleggingsadvies kan verstrekken (zie art. 120 K.B. van 27 april 2007; verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.305). Het statuut van de agent in bank- en beleggingsdiensten blijft daarentegen in de wet van 22 maart 2006 ongewijzigd. Beleggingsondernemingen mogen overigens geen beroep doen op in België gevestigde tussenpersonen in bank- en beleggingsdiensten tenzij deze zijn ingeschreven als agent of makelaar in bank- en beleggingsdiensten (zie art. 46, 22° en 79 § 1 wet van 6 april 1995). De agent in bank- en beleggingsdiensten zal bovendien moeten worden beschouwd als een “verbonden agent” voor de doeleinden van art. 79 van de wet van 6 april 1995 (zie het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.299).

<sup>43</sup>. Zie het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, p. 29.294-29.295: “*De bestaande vennootschappen voor beleggingsadvies hebben de keuze om het statuut te kiezen van makelaar in bank en beleggingsdiensten dan wel van vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies. Het statuut van vennootschappen voor makelarij in financiële instrumenten had aan belang ingeboet door de concurrentie van een aantal grote buitenlandse spelers en van een aantal geautomatiseerde platforms – België kende nog slechts één dergelijke bemiddelaar. Het statuut van vennootschappen voor de plaatsing van orders in financiële instrumenten heeft niet zoveel succes gekend. Eind 2006 waren er nog slechts drie dergelijke ondernemingen. Mede gelet op de uitbreiding van het statuut van vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies werd het statuut van vennootschap voor de plaatsing van orders in financiële instrumenten overbodig.*”

vergunningregels van de wet van 6 april 1995<sup>44</sup>. Het gaat onder meer om kredietinstellingen<sup>45</sup>, de verzekeringsondernemingen<sup>46</sup> alsook de instellingen voor collectieve belegging (“ICB’s”) en pensioenfondsen<sup>47</sup>, inclusief de bewaarders en beheerders van deze instellingen en fondsen<sup>48</sup>. Deze entiteiten zijn immers reeds vergunningsplicht onder andere regelingen<sup>49</sup>.

17. Voor wat betreft de kredietinstellingen is deze uitsluiting absoluut: zij dienen nooit bijkomend vergund te zijn onder de MiFID-vergunningsvoorwaarden<sup>50</sup>. De andere hierboven genoemde uitsluitingen zijn echter – indien men mag afgaan op de door de Europese Commissie gegeven antwoorden op vragen in dit verband – niet absoluut<sup>51</sup> en gelden enkel voor de normale verrichtingen van deze ondernemingen. Zij gelden met name niet indien deze financiële instellingen buiten hun normale verrichtingen op regelmatige basis – of preciezer: “als gewone bedrijf” – beleggingsdiensten of beleggingsactiviteiten zouden verrichten, waardoor zij als beleggingsonderneming beschouwd moeten worden<sup>52</sup>. In de praktijk moet dit o.i. worden opgevat als volgt. In haar MiFID Q&A impliceert de Commissie dat moet

teruggerepen worden naar de toegelaten activiteiten zoals omschreven in de richtlijn die de betreffende onderneming reguleert<sup>53</sup>. Zo mogen ICB’s bijvoorbeeld, aldus de Commissie, enkel deze activiteiten uitoefenen die zijn opgenomen in Bijlage II bij de richtlijn 1985/611/EEG.

18. Verder zijn ook een aantal categorieën van personen uitgesloten waarvoor naar de mening van de wetgever geen vergunningsplicht behoort te gelden. Zo bestaat een uitsluiting voor de personen die een beleggingsdienst of beleggingsactiviteit als *incidentele* activiteit verrichten in het kader van een beroepswerkzaamheid<sup>54</sup>. Een soortgelijke uitsluiting geldt voor personen die tijdens het uitoefenen van een andere, niet onder deze wet vallende beroepsactiviteit beleggingsadvies verstrekken, mits er niet specifiek voor deze adviesverstrekking wordt betaald<sup>55</sup>. Ook personen die uitsluitend beleggingsdiensten of beleggingsactiviteiten verrichten voor eigen rekening, zijn uitgesloten uit de toepassing van Boek II van de wet van 6 april 1995<sup>56</sup>. Hetzelfde geldt voor ondernemingen waarvan de beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten uitsluitend bestaan in het beheer

<sup>44</sup>. Art. 45 § 1 wet van 6 april 1995.

<sup>45</sup>. Art. 45 § 1, 1° wet van 6 april 1995. Wel moeten kredietinstellingen voldoen aan art. 55 § 1, 3° en 4°, art. 77bis, art. 77ter en, wat hun beleggingsdiensten betreft, art. 79 en 80 van de wet van 6 april 1995.

<sup>46</sup>. Art. 45 § 1, 2° wet van 6 april 1995. Ook zijn de ondernemingen die de in de richtlijn 64/225/EEG bedoelde werkzaamheden van herverzekering en retrocessie uitoefenen, uitgesloten.

<sup>47</sup>. Het is enigszins vreemd dat de Belgische wetgever verwijst naar “pensioenfondsen” en niet ook naar de “instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening” (wet van 27 oktober 2006 betreffende het toezicht op de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening). O.i. kan het niet de bedoeling van de Belgische wetgever geweest zijn dat ook deze laatste categorie niet zou genieten van de uitsluiting voorzien in de wet. Dat blijkt ook mee uit de bepaling “*ongeacht of hiervoor op communautair niveau gecoördineerde bepalingen gelden*” (art. 45 § 1, 9° wet van 6 april 1995).

<sup>48</sup>. Art. 45 § 1, 9° wet van 6 april 1995. Niettegenstaande deze uitsluiting “*blijft de gemeenschappelijke contractuele zorgvuldigheidsplicht onverminderd gelden voor de instelling voor collectieve belegging*”. De Belgische wetgever heeft bovendien een machtiging aan de Koning gegeven om ook voor ICB’s gedragsregels vast te stellen: “*[d]e Koning kan aan de instelling voor collectieve belegging onder meer de verplichting opleggen tot gehele of gedeeltelijke naleving van [...] de gedragsregelen zoals zij zullen gelden na de omzetting van [MiFID]*” (zie art. 69 wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles (hierna de “wet van 20 juli 2004”) alsook het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, B.S. 31 mei 2007, p. 29.302-29.303).

<sup>49</sup>. Namelijk de wet van 22 maart 1993 op het statuut en het toezicht op de kredietinstellingen, de wet van 9 juli 1975 betreffende de controle der verzekeringsondernemingen, de wet van 20 juli 2004, c.q. de wet van 27 oktober 2006 betreffende het toezicht op de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.

<sup>50</sup>. Het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007 stelt in dat opzicht dat: “*[k]redietinstellingen waaraan vergunning is verleend overeenkomstig de wet van 22 maart 1993 hebben geen andere vergunning nodig om beleggingsdiensten of -activiteiten te verrichten. Wanneer een kredietinstelling besluit om beleggingsdiensten of -activiteiten te verrichten dient de CBFA alvorens de kredietinstelling deze activiteiten aanvat zich ervan te vergewissen dat de kredietinstelling voldoet aan de relevante organisatorische bepalingen van de bankwet en van de wet van 6 april 1995 evenals aan de gedragsregels inzake beleggingsdiensten voorzien in de artikelen 27, 28 en 28bis wet van 2 augustus 2002*” (zie p. 29.292).

<sup>51</sup>. Dit onderscheid tussen kredietinstellingen en de andere genoemde ondernemingen kan worden verklaard vanuit de manier waarop de Belgische wetgever de MiFID heeft omgezet. De Belgische wetgever heeft kredietinstellingen samen met de andere uitsluitingen opgenomen in de lijst van art. 45 § 1 wet van 6 april 1995, die bepaalde ondernemingen uitsluit uit Boek II van de wet van 6 april 1995. In de MiFID zijn kredietinstellingen echter *niet* opgenomen in de lijst met uitsluitingen uit het toepassingsgebied van de (gehele) MiFID (art. 2 MiFID – “Vrijstellingen”), maar wordt omgekeerd een beperkt aantal bepalingen – geformuleerd in de MiFID als enkel van toepassing op beleggingsondernemingen – van toepassing gemaakt op kredietinstellingen waaraan “*overeenkomstig richtlijn 2000/12/EG vergunning is verleend, wanneer deze één of meer beleggingsdiensten en/of beleggingsactiviteiten verrichten*” (art. 1 MiFID).

<sup>52</sup>. Zie definitie in randnr. 13.

<sup>53</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 21.2. Naar deze analyse wordt vervolgens verwezen in Vragen 21, 26, 27, 35 en 38. Zie i.v.m. ICB beheerennootschappen verder voetnoot 80.

<sup>54</sup>. Art. 45 § 1, 4° wet van 6 april 1995. De uitsluiting geldt slechts indien deze werkzaamheid aan wettelijke of bestuursrechtelijke voorschriften of aan een beroepscode is onderworpen en het verrichten van de dienst of de activiteit op grond daarvan niet is uitgesloten.

<sup>55</sup>. Art. 45 § 1, 11° wet van 6 april 1995. Zo vallen fiscale consultants en advocaten die niet-vergoed beleggingsadvies verstrekken bij de uitoefening van hun beroep niet onder de MiFID-bepalingen (zie Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 42).

<sup>56</sup>. Art. 45 § 1, 5° wet van 6 april 1995. De Commissie stelt hierover: “*[t]his exemption should be regarded as a very restricted one. Its purpose is to leave outside of the scope of the MiFID natural or legal persons and/or charity organizations that undertake transactions in securities on their own behalf and for their own account*” (Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 40). De uitsluiting geldt overigens niet voor *market makers* en systematische internaliseerders.

van een werknemersparticipatieplan<sup>57</sup> of ondernemingen die uitsluitend beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten verrichten binnen de groep<sup>58</sup>.

19. Ten slotte bestaan ook een aantal meer technische uitsluitingen. Zo ontsnappen de leden van het Europees Stelsel van Centrale Banken en de overheidsinstellingen die belast zijn met het beheer van de overheidsschuld of die bij dat beheer betrokken zijn aan de MiFID-vergunningsplicht<sup>59</sup>. Verdere uitsluitingen bestaan, onder strikte voorwaarden, met betrekking tot het handelen in van grondstoffen afgeleide instrumenten of derivatencontracten, financiële futures of opties. Binnen het bestek van deze tekst wordt hierop niet verder ingegaan<sup>60</sup>.

20. Een in het licht van deze uitsluitingen interessante vraag betreft de impact van de MiFID op de verzekeringssector. Zoals hierboven aangegeven, genieten de verzekeringsondernemingen van een uitsluiting. Zij zijn derhalve in principe niet onderworpen aan de MiFID-vergunningsplicht. Logischerwijze geldt deze uitsluiting opnieuw enkel voor de toegelaten activiteiten van de verzekeringsonderneming<sup>61</sup>. Indien het gewone bedrijf van de verzekeringsonderneming bestaat uit het verrichten of aanbieden van beleggingsdiensten of -activiteiten, bovenop wat aldus is toegelaten, is zij vergunningsplichtig als beleggingsonderneming. Wat anderszijds de verzekeringstussenpersonen betreft, ligt de situatie nog delicates. Men zal immers relatief snel kunnen argumenteren dat een adviesverlening “beleggingsadvies” uitmaakt. Zo stelde de Europese Commissie, in de context van adviesverlening betreffende verzekeringsproducten, dat: “[i]f the company which offers advice on assurance products also recommends particular financial instruments to its clients, it should obtain an authorization under MiFID”<sup>62</sup>. In vele gevallen zal niettemin de uitsluiting van artikel 45 § 1, 11° van de wet van 6 april 1995 van toepassing zijn, op voor-

waarde dat er niet *specifiek* voor de adviesverstrekking wordt betaald<sup>63</sup>. Zo stelde de Commissie dat de verzekeringstussenpersoon die advies geeft over de belegging van een premie, normaliter zal kunnen genieten van deze uitsluiting<sup>64</sup>. Dit geldt overigens zowel voor adviesverlening voor het afsluiten van het verzekeringscontract als adviesverlening met betrekking tot de belegging tijdens de duurtijd van het contract<sup>65</sup>.

### (b) Bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden

21. Vergeleken met de vergunningsvoorwaarden, hebben de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden van de MiFID een ruimer personeel toepassingsgebied. Deze regels, in hoofdzaak omgezet in de artikelen 27 en 28 van de wet van 2 augustus 2002, zijn van toepassing op “gereguleerde ondernemingen”, een notie die niet als dusdanig in de MiFID voorkomt<sup>66</sup>. Het begrip “gereguleerde ondernemingen” omvat de volgende categorieën financiële instellingen<sup>67</sup>.

Gereguleerde ondernemingen
Belgische kredietinstellingen
Belgische beleggingsondernemingen
In België gevestigde bijkantoren van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen die onder het recht van een andere lidstaat van de EER ressorteren <sup>1</sup>
In België gevestigde bijkantoren van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen die ressorteren onder het recht van derde (nl. niet-EER) landen
Kredietinstellingen en beleggingsondernemingen die ressorteren onder het recht van derde (nl. niet-EER) landen die rechtsgeldig diensten in België verstrekken <sup>2</sup>
In België gevestigde beheervennootschappen van instellingen voor collectieve belegging <sup>3</sup> voor zover ze beleggingsdiensten verstrekken

1. Doch slechts voor hun transacties op het Belgisch grondgebied.

2. *Idem*.

3. Zoals bedoeld in art. 3, 11° wet van 20 juli 2004.

57. Art. 45 § 1, 6° wet van 6 april 1995.

58. Art. 45 § 1, 3° wet van 6 april 1995. Met name voor hun moederonderneming, hun dochteronderneming(en) of andere dochterondernemingen van hun moederonderneming.

59. Art. 45 § 1, 8° wet van 6 april 1995. Zie tevens art. 45 § 2 wet van 6 april 1995.

60. Art. 45 § 1, 10°, 12° en 13° wet van 6 april 1995.

61. Zie de randnr. hierboven. Voor levensverzekeringen zal bv. moeten worden teruggegrepen naar richtlijn 2002/83/EG van het Europees Parlement en de Raad van 5 november 2002 betreffende levensverzekering, *PB*. L. 345 van 19 december 2002, 1-51.

62. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 51.

63. Art. 45 § 1, 11° wet van 6 april 1995.

64. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 168.1: “[t]he question relates to a life policy that allows the customer to choose what his policy is invested in (e.g. advice on switching). [...] According to Article 52 of Directive 2006/73/EC, investment advice is a personal recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor. Even if the advice on how to invest the premium would normally fall under MiFID, the exemption provided for in Article 2(1)(j) of Directive 2004/39/EC would normally exclude it from the scope of application of MiFID”.

65. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 168.2.

66. De Belgische wetgever hanteerde de notie “gereguleerde onderneming” ook reeds in de voormelde wet van 22 maart 2006, ofschoon in een andere betekenis. De richtlijn verwijst zelf naar “beleggingsondernemingen”, doch voorziet in een gedeeltelijke uitbreiding van deze regels naar onder meer kredietinstellingen en beheervennootschappen (zie art. 1.2 en 66 MiFID).

67. Art. 26 wet van 2 augustus 2002. Deze definitie wordt woordelijk gedupliceerd in het MiFID-K.B. (art. 4 § 1, 5° MiFID-K.B.). In verband met de organisatorische vereisten wordt in art. 60, 3° MiFID-K.B. een aangepaste definitie gegeven. Daarnaast moet worden opgemerkt dat ook ten aanzien van “verbonden agenten” de gedragsregels gelden. Zo dient de agent in bank- en beleggingsdiensten de gedragsregels na te leven die van toepassing zijn op gereguleerde ondernemingen (art. 14 § 1 *in fine* wet van 22 maart 2006). De gereguleerde onderneming blijft echter volledig en onvoorwaardelijk verantwoordelijk voor elke handeling of elk verzuim van de verbonden agent die voor haar rekening optreedt (art. 79 § 2 wet van 6 april 1995).



22. Met gereglementeerde ondernemingen worden voor eerst de beleggingsondernemingen geïsoleerd. We verwijzen in dat verband naar 3.1.1.(a) hierboven.

23. Een tweede categorie van gereglementeerde ondernemingen zijn de kredietinstellingen. Bepaalde gedeelten van de MiFID worden van toepassing verklaard op kredietinstellingen “wanneer deze één of meer beleggingsdiensten en/of beleggingsactiviteiten verrichten”<sup>68</sup>. Hoewel deze beperking in de Belgische definitie van “gereglementeerde ondernemingen” niet expliciet werd herhaald<sup>69</sup>, gelden ook de Belgische bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden o.i. slechts voor kredietinstellingen voor zover zij daadwerkelijk beleggingsdiensten of nevendiensten verrichten<sup>70</sup>. De nieuwe bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden zullen om deze reden niet van toepassing zijn op instellingen voor elektronisch geld<sup>71</sup> die per definitie geen beleggingsdiensten kunnen verrichten<sup>72</sup>.

24. Een derde categorie van “gereglementeerde ondernemingen” zijn de beheerverenootschappen van ICB's<sup>73</sup>. Het beheer van een ICB is op zichzelf geen beleggingsdienst<sup>74</sup>, zodat, indien de beheerverenootschap zich ten aanzien van de ICB beperkt tot de gebruikelijke beheertaken<sup>75</sup>, deze beheer-

verenootschap moet voldoen noch aan de MiFID-vergunningsvoorwaarden noch aan de MiFID-bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden (zie de uitsluiting besproken in randnr. 17)<sup>76</sup>. In dat geval zal de beheerverenootschap exclusief onderworpen zijn aan de vergunningsvoorwaarden en bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden van de ICB-reglementering<sup>77</sup>. Indien de beheerverenootschap daarentegen bovenop de beheertaken ook beleggingsdiensten<sup>78</sup> verstrekt, dient zij de meeste MiFID-bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden wel na te leven<sup>79</sup>. De Europese Commissie heeft echter uitdrukkelijk gesteld dat de MiFID-vergunningsplicht ook in dat geval niet geldt voor beleggingsdiensten die door de beheerverenootschappen – binnen hun vergunning – worden verstrekt aan op Europees niveau gecoördineerde ICB's (icbe's)<sup>80</sup>.

### 3.1.2. De ontvanger van beleggingsdiensten

25. Onder de MiFID-regels geldt als cliënt iedere natuurlijke of rechtspersoon voor wie een beleggingsonderneming of kredietinstelling beleggingsdiensten en/of nevendiensten verricht<sup>81</sup>.

<sup>68</sup>. Met name de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden en een aantal organisatorische vereisten (zie art. 1.2 MiFID).

<sup>69</sup>. Zie m.b.t. de organisatorische vereisten evenwel verslag aan de Koning bij het MiFID-K.B., B.S. 31 mei 2007, p. 32.950: “[d]e kredietinstellingen zijn enkel onderworpen aan deze regels in de mate ze beleggingsdiensten verrichten”.

<sup>70</sup>. Zie ook het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, B.S. 31 mei 2007, p. 29.292, geciteerd in voetnoot 136. Een richtlijnconforme interpretatie impliceert o.i. dat de kredietinstelling die geen beleggingsdiensten of nevendiensten verricht, niet zal zijn onderworpen aan deze bepalingen. Anderzijds zal de kredietinstelling die wel beleggingsdiensten of nevendiensten verricht, de MiFID-bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden en organisatorische voorwaarden moeten naleven, zonder dat zij bijkomend vergund moet zijn als beleggingsonderneming.

<sup>71</sup>. Gedefinieerd in art. 1 laatste lid wet van 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen.

<sup>72</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 106.

<sup>73</sup>. De MiFID maakt bepaalde bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden eveneens van toepassing op deze beheerverenootschappen (zie art. 66 MiFID, dat richtlijn 85/611/EEG op dat punt wijzigd).

<sup>74</sup>. Ter volledigheid kan gezegd worden dat indien het beheer van de ICB is gedelegeerd aan een *beleggingsonderneming*, deze wat de vergunningsvoorwaarden betreft (uiteraard) onderworpen is aan de MiFID-bepalingen. Zie tevens het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, B.S. 31 mei 2007, p. 29.294: “[z]e mogen voortaan wel tussenkomen in de plaatsing van emissies zonder plaatsingsgarantie. Deze beleggingsdienst laat de verenootschappen voor vermogensbeheer toe hun cliënten een vermogensbeheer aan te bieden aan de hand van instellingen voor collectieve belegging (gesicaviseerd beheer) voor wie deze beheerders tevens het beheer waarnemen. Hierdoor krijgen zij dezelfde mogelijkheden als de beheerverenootschappen [van ICB's]”.

<sup>75</sup>. Zie art. 3, 9° wet van 20 juli 2004.

<sup>76</sup>. De gemeenschappelijke contractuele zorgvuldigheidsplicht blijft evenwel onverminderd gelden voor deze beheerverenootschappen. Net als bij de ICB's is ook ten aanzien van hun beheerverenootschappen een machtiging gegeven aan de Koning om de MiFID-gedragsregels in de toekomst op te leggen (zie nieuw art. 169 wet van 20 juli 2004; verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, B.S. 31 mei 2007, p. 29.304).

<sup>77</sup>. Nl. de wet van 20 juli 2004 en het koninklijk besluit van 4 maart 2005 met betrekking tot bepaalde openbare instellingen voor collectieve belegging, die evenwel op diverse punten gewijzigd zijn ingevolge de MiFID (zie nieuw art. 153 wet van 20 juli 2004).

<sup>78</sup>. Het gaat meer specifiek om de beleggingsdiensten bedoeld in art. 3, 10° wet van 20 juli 2004, i.e. individueel portefeuillebeheer en beleggingsadvies.

<sup>79</sup>. Zie nieuw art. 169 § 2 wet van 20 juli 2004: “[d]e artikelen 27 en 28bis van de wet van 2 augustus 2002, en de ter uitvoering daarvan genomen besluiten, zijn van toepassing op beheerverenootschappen van instellingen voor collectieve belegging, wat de uitoefening van de beleggingsdiensten bedoeld in artikel 3, 10° betreft”.

<sup>80</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 37: “[p]ursuant to Article 5 (3) of the UCITS Directive (85/611/EEC) Member States may, by way of derogation from Article 5(2), authorize UCITS management companies to provide individual portfolio management, investment advice, and safe-keeping of clients' assets in relation to UCITS without the need to obtain a MiFID license, if they additionally manage a collective investment fund. Therefore UCITS management companies situated in a Member State which made use of the aforementioned derogation can provide the service of investment advice without any MiFID authorization. However, such UCITS management companies when providing investment services (i.e. investment advice) will have to comply with certain specified provisions of MiFID (see Article 5(4) UCITS Directive) (e.g. the conduct of business rules – Article 19 MiFID)”. Luidens het antwoord op vragen 38 en 41 geldt dit echter niet voor beheerverenootschappen van ICB's die niet voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 85/611/EEG (zie vb. art. 134 e.v. wet van 20 juli 2004).

<sup>81</sup>. Art. 2, eerste lid, 27° wet van 2 augustus 2002.

26. Voorheen bestond er in het Belgisch recht inzake beleggingsdiensten geen omvattend systeem van cliëntenclassificatie<sup>82</sup>. Op basis van het burgerlijk recht werd door de rechtspraak weliswaar een onderscheid gemaakt tussen “geïnformeerde” en “niet-geïnformeerde” beleggers<sup>83</sup>, maar dit gebeurde zaak per zaak en *post factum*. De MiFID heeft daarentegen een complex systeem van cliëntenclassificatie ingevoerd, tengevolge waarvan elke gereguleerde onderneming ertoe gehouden is om bij het begin van haar relatie met een cliënt deze cliënt in te delen in de categorie van “niet-professionele cliënten”, “professionele cliënten” of “in aanmerking komende tegenpartijen”.

27. Het nieuwe systeem van cliëntenclassificatie gaat uit van een vrij algemene definitie van wie “professionele cliënt” is, namelijk “een cliënt die de nodige ervaring, kennis en deskundigheid bezit om zelf beleggingsbeslissingen te nemen en de door hem gelopen risico's adequaat in te schatten”<sup>84</sup>. Het statuut van professionele cliënt wordt in principe toegekend aan alle entiteiten die een vergunning moeten hebben of gereguleerd moeten zijn om op financiële markten actief te mogen zijn<sup>85</sup>, grote ondernemingen<sup>86</sup>, een aantal Belgische en internationale overheidsorganen en -instellingen<sup>87</sup> en andere institutionele beleggers wier belangrijkste activiteit bestaat uit het beleggen in financiële instrumenten<sup>88</sup>.

28. Binnen de groep van professionele cliënten wordt een subgroep afgebakend van zogenaamde “in aanmerking komende tegenpartijen”, die beschouwd worden als “de meest gesofisticeerde categorieën van investeerders en deelnemers

aan de kapitaalmarkten”<sup>89</sup>. Het gaat onder meer om beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en verzekeringsondernemingen<sup>90</sup>. Cliënten kunnen echter enkel in deze categorie van cliënten geïnclassificeerd worden voor beleggingsdiensten waarbij de tussenkomst van de gereguleerde onderneming eerder beperkt is, namelijk voor het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten en/of voor eigen rekening en/of voor het ontvangen en doorgeven van orders<sup>91</sup>. Voor de diensten waarbij de gereguleerde onderneming een meer actieve rol vervult, zoals vermogensbeheer en beleggingsadvies, kwalificeren diezelfde cliënten als professionele cliënt<sup>92</sup>.

29. Wie niet aan de definitie van professionele cliënt voldoet, behoort tot de restcategorie van de “niet-professionele cliënten”<sup>93</sup>. Deze categorie omvat dus alle particuliere beleggers, maar ook rechtspersonen die niet voldoen aan de MiFID-criteria om te kwalificeren als grote ondernemingen (en die niet behoren tot één van de andere uitdrukkelijk genoemde categorieën van professionele cliënten).

30. Op basis van een aantal duidelijke criteria worden alle cliënten op die manier *prima facie* ingedeeld in één van de drie categorieën van cliënten. Dat is de zogenaamde *per se*-classificatie. Het door de MiFID geïntroduceerde systeem van cliëntenclassificatie laat echter een zekere flexibiliteit toe. Indien bepaalde voorwaarden vervuld zijn, kunnen cliënten, die op basis van de *per se*-classificatie in een bepaalde categorie zouden worden ingedeeld, op eigen verzoek of op initiatief van de gereguleerde onderneming alsnog worden ingedeeld in een andere categorie<sup>94</sup>.

82. Art. 36 § 1, 2° (oud) wet van 6 april 1995 bepaalde wel dat bemiddelaars zich optimaal dienden in te zetten voor de belangen van de cliënt, rekening houdend met de professionele kennis van die cliënten, maar dit werd nooit concreet ingevuld. Art. 28 § 1, 1° (oud) wet van 2 augustus 2002, laten we daarbij buiten beschouwing, aangezien dit artikel nooit in werking getreden is. Opgemerkt moet worden dat in de prospectuswetgeving dergelijke classificatie wel al bestond (zie hierover J. PEETERS en T. VAN DYCK, “De prospectusplicht in de Prospectuswet van 16 juni 2006”, *B.F.R.* 2006, 195-198, nrs. 58-62).

83. Zie hierover uitgebreid: V. COLAERT, *l.c.*, 397-400, nrs. 4-9.

84. Bijlage A bij het MiFID-K.B., eerste paragraaf.

85. *I.e.* kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, andere vergunninghoudende of gereguleerde financiële instellingen, verzekeringsondernemingen, ICB's en beheerverenootschappen daarvan, pensioenfondsen en de beheersmaatschappijen daarvan, handelaren in grondstoffen en van grondstoffen afgeleide instrumenten, “locals” en andere institutionele beleggers (zie Bijlage A, I, tweede lid (1) MiFID-K.B.).

86. M.a.w. ondernemingen die op individueel niveau aan twee van de volgende omvangvereisten voldoen: balanstotaal: 20.000.000 EUR; netto-omzet: 40.000.000 EUR; eigen vermogen: 2.000.000 EUR.

87. Meer bepaald de Belgische Staat, de gemeenschappen en gewesten en buitenlandse nationale en regionale overheden, overheidsorganen die de overheidsschuld beheren, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals de Wereldbank, het IMF, de ECB, de EIB en andere vergelijkbare internationale organisaties.

88. Bijlage A, I, tweede lid bij het MiFID-K.B.

89. Background Note – Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39 of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of Financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive” (hierna de “Background Note”), 7.3.3.

90. Daarnaast worden ook beschouwd als in aanmerking komende tegenpartijen: icbe's en de beheersmaatschappijen daarvan, pensioenfondsen en de beheersmaatschappijen daarvan, andere krachtens communautaire wetgeving of het nationaal recht van een lidstaat vergunninghoudende of gereguleerde financiële instellingen, uit hoofde van art. 2, lid 1, k) en l) van de toepassing van de MiFID vrijgestelde ondernemingen (*i.e.* handelaren in grondstoffen en van grondstoffen afgeleide instrumenten en lokale ondernemingen, nationale regeringen en hun diensten, met inbegrip van de overheidsinstanties die bij het beheer van de overheidsschuld betrokken zijn, centrale banken en supranationale organisaties (art. 3 § 1 van het MiFID-K.B.). Zie over de vraag in hoeverre de lijst van Bijlage A, I tweede lid (1) MiFID-K.B. (voetnoot 85) en de lijst van artikel 3 § 1 MiFID-K.B. overlappen, V. COLAERT, *l.c.*, 410-411, randnr. 43.

91. Evenals voor de rechtstreeks met deze transacties verband houdende nevendiensten (zie art. 26, derde lid *in fine* wet van 2 augustus 2002).

92. Zie V. COLAERT, *l.c.*, 404, nr. 26 en referenties aldaar.

93. Zie definitie in art. 2, 29° wet van 2 augustus 2002.

94. Deze herkwalficatie wordt ook wel aangeduid met “opt-out” (vermindering van bescherming) en “opt-in” (verhoging van het beschermingsniveau) of met “opt-down” (naar een categorie die meer bescherming geniet), *c.q.* “opt-up” (naar een categorie die meer bescherming geniet). Zie hierover in detail: V. COLAERT, *l.c.*, 405-412, nrs. 29-52.

31. De vraag of bepaalde regels – voornamelijk gedragsregels – van toepassing zijn in de relatie tussen een gereglementeerde onderneming en een belegger zal mee afhangen van de vraag tot welke categorie deze belegger behoort (zie randnrs. 63-67).

### 3.2. Materieel toepassingsgebied

32. Wat het materieel toepassingsgebied van de nieuwe regels betreft, moet – zoals dat voorheen tevens het geval was – een onderscheid worden gemaakt tussen de “beleggingsdiensten en -activiteiten” en de “nevendiensten”. De lijsten van beleggingsdiensten en -activiteiten en nevendiensten werden vooral bijgewerkt op basis van de marktpraktijk en vormen geen radicale breuk met het verleden.

#### 3.2.1. De beleggingsdiensten en -activiteiten

33. Beleggingsdiensten en -activiteiten worden gedefinieerd als (een limitatief opgesomd aantal) diensten of activiteiten die betrekking hebben op financiële instrumenten<sup>95</sup>. Belangrijk om vooraf op te merken is dat de bestaande definitie van “financiële instrumenten” is uitgebreid met onder meer van grondstoffen afgeleide instrumenten (“*commodities derivatives*”), “*credit derivatives*”, derivatencontracten met betrekking tot klimaatvariabelen, vrachttarieven, emissievergunningen, inflatiepercentages of andere officiële economische statistieken<sup>96</sup>. Om te kwalificeren als financieel instrument maakt het verder niet uit of het instrument wel of niet toegelaten is tot de verhandeling op een gereglementeerde markt<sup>97</sup>.

34. De wijzigingen met betrekking tot de beleggingsdiensten en -activiteiten kunnen als volgt worden samengevat.

Beleggingsdiensten en -activiteiten	
vóór 1 november 2007	ná 1 november 2007
Ontvangen en doorgeven voor rekening van beleggers, van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten	Ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen
Uitvoeren van dergelijke orders voor rekening van derden	Uitvoeren van orders voor rekening van cliënten
Het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een transactie in een financieel instrument tot stand kan komen	
Handelen voor eigen rekening in eender welk financieel instrument	Handelen voor eigen rekening
Het per cliënt op discretionaire basis beheren van beleggingsportefeuilles op grond van een door de beleggers gegeven opdracht, voor zover die portefeuilles een of méér financiële instrumenten omvatten	Vermogensbeheer
Overname van uitgiften van alle of bepaalde financiële instrumenten en/of het plaatsen van die uitgiften	Overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie
	Plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie <sup>1</sup>
	Beleggingsadvies
	Uitbaten van een MTF <sup>2</sup>

1. Zie hieromtrent ook voetnoot 74.

2. Multilateraal handelsplatform. Hier wordt verwezen naar voetnoot 11.

35. Waar de wet het voorheen enkel had over “beleggingsdiensten”, wordt voortaan – conform de richtlijn – verwezen naar “beleggingsdiensten en -activiteiten”. Het onderscheid tussen beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten lijkt van belang aangezien de gedragsregels luidens artikel 27 van de wet van 2 augustus 2002 enkel gelden voor het verrichten van beleggingsdiensten en nevendiensten. *A contrario* kan men daaruit afleiden dat de gedragsregels niet gelden voor “beleggingsactiviteiten”. Vreemd genoeg hanteert de MiFID – alsook de Belgische wet – één gezamenlijke definitie voor beide begrippen<sup>98</sup>, waaruit geenszins het onderscheid blijkt tussen wat moet worden beschouwd als een dienst, en wat als een activiteit<sup>99</sup>. O.i. moet dit onderscheid begrepen worden in de zin dat het begrip *beleggingsdienst* een handelen ten behoeve van een derde veronderstelt, terwijl bij het verrichten van *beleggingsactiviteiten* dergelijke relatie ontbreekt<sup>100</sup>.

<sup>95</sup>. Art. 46, 1° wet van 6 april 1995.

<sup>96</sup>. Zie art. 46, 3° wet van 6 april 1995, met kruisverwijzing naar art. 2, eerste lid, 1° van de wet van 2 augustus 2002.

<sup>97</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 61: “[i]ntermediating in the acquisition of shares of entities not admitting [sic] to trading on a Regulated Market or not traded in an MTF would constitute the provision of an investment service as long as those shares are financial instruments. In order to be financial instruments [t]hose shares have to be transferable securities within the meaning of Article 4(1)(18) of MiFID and in particular be ‘negotiable on the capital market’. Those terms have to be understood in a broad manner in the sense that only under limited circumstances will a share that is negotiated not fall under the definition of financial instrument”.

<sup>98</sup>. Zie artikel (1) 2) juncto Bijlage I A bij de MiFID en art. 46, 1° wet van 6 april 1995.

<sup>99</sup>. In antwoord op een vraag naar het onderscheid tussen deze begrippen (Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 68) wordt verwezen naar een werkdokument van de Commissie, Europese Commissie, “Working Document ESC-07-2007”, nrs. 1-9, aangehecht als bijlage bij CESR, “Best Execution under MiFID - Questions and Answers”, CESR/07-320, mei 2007.

Het ontvangen en doorgeven van orders, het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten, vermogensbeheer, beleggingsadvies en het overnemen van financiële instrumenten en/of het plaatsen van financiële instrumenten (met of zonder plaatsingsgarantie) zijn derhalve duidelijk beleggingsdiensten. Ook het exploiteren van een MTF lijkt op basis van dit criterium een beleggingsdienst uit te maken<sup>101</sup>. Het moeilijkst te kwalificeren in dit licht is het handelen voor eigen rekening. Op het eerste gezicht lijkt dit geen relatie met een derde te veronderstellen, zodat dit als beleggingsactiviteit zou kwalificeren. Nochtans is het niet uitgesloten dat in bepaalde omstandigheden beleggingsondernemingen die voor eigen rekening handelen, dat uitiem toch ten behoeve van derden doen, zoals bijvoorbeeld *market makers*<sup>102</sup>. Wat betreft het handelen voor eigen rekening zal dus steeds in functie van de concrete omstandigheden moeten worden beoordeeld of de gedragsregels al dan niet moeten worden nageleefd.

**36.** Aan de dienst die bestaat in het ontvangen en doorgeven van orders werd tengevolge van de MiFID een ruimere invulling gegeven. Het met elkaar in contact brengen van beleggers waardoor tussen deze beleggers een transactie in een financieel instrument tot stand kan komen, wordt hier voortaan inbegrepen<sup>103</sup> en wordt derhalve niet meer als afzonderlijke beleggingsdienst opgesomd in de wet<sup>104</sup>. Het aanbrengen van cliënten bij een beleggingsonderneming of een kredietinstelling valt hier echter niet onder.

**37.** Het begrip “uitvoering van orders voor rekening van cliënten” wordt gedefinieerd als het “*optreden om overeenkomsten te sluiten tot verkoop of aankoop van één of meer*

*financiële instrumenten voor rekening van cliënten*”<sup>105</sup>. Als tegengesteld aan dit handelen voor rekening van cliënten, wordt “handelen voor eigen rekening” gedefinieerd als “*met eigen kapitaal handelen in één of meer financiële instrumenten, hetgeen resulteert in het uitvoeren van transacties*”<sup>106</sup>.

**38.** “Vermogensbeheer” wordt, zoals voorheen, gedefinieerd als “*het per cliënt op discretionaire basis beheren van portefeuilles op grond van een door de cliënten gegeven opdracht, voor zover die portefeuilles één of meer financiële instrumenten bevatten*”<sup>107</sup>. De MiFID brengt op dat vlak geen wijzigingen.

**39.** De belangrijkste wijziging betreft de toevoeging van beleggingsadvies – voorheen slechts een nevendienst – aan de lijst van beleggingsdiensten. Dit moet gezien worden in de context van de groeiende afhankelijkheid van beleggers van persoonlijke aanbevelingen<sup>108</sup>. Het belang van de kwalificatie van beleggingsadvies als beleggingsdienst mag niet onderschat worden, temeer omdat beleggingsadvies nu ruim – en veel ruimer dan voorheen in het Belgisch recht – wordt gedefinieerd<sup>109</sup>. Onder beleggingsadvies wordt begrepen: “*het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer verrichtingen in financiële instrumenten*”<sup>110</sup>.

**40.** Een aanbeveling is gepersonaliseerd als twee voorwaarden vervuld zijn. Vooreerst moet deze worden voorgesteld als geschikt voor de betrokken persoon<sup>111</sup>, dan wel berusten op een afweging van de persoonlijke omstandigheden van de cliënt<sup>112</sup>. Een aanbeveling die uitsluitend via

<sup>100.</sup> Om als beleggingsactiviteit beschouwd te worden, mag volgens de Europese Commissie geen enkele relatie – en zeker geen contractuele of lastgevingsverhouding – bestaan tussen de beleggingsonderneming die de activiteit uitvoert en een derde en mag de beleggingsonderneming niet in staat zijn beslissingen te nemen die de positie van deze derde beïnvloeden (Europese Commissie, “Working Document ESC-07-2007”, nr. 5, hierboven geciteerd). De Europese Commissie heeft verder benadrukt dat het niet relevant is of een derde al dan niet een cliënt is (zie nr. 1). Zie ook M. ELDERFIELD e.a., *A Practitioner's Guide to MiFID*, Surrey (UK), City & Financial Publishing, 2007, 33.

<sup>101.</sup> Zie verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 29.293, waar het exploiteren van een MTF genoemd wordt als nieuwe beleggingsdienst. In elk geval sluit art. 26, vierde lid wet van 2 augustus 2002 de toepassing van de gedragsregels op het uitbaten van een MTF uit.

<sup>102.</sup> Europese Commissie, “Working Document ESC-07-2007”, nr. 5, hierboven geciteerd, nr. 1 en de diverse voorbeelden in nrs. 6-9. Zie tevens M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 33 en W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken”, *B.F.R.* 2007, 373-374.

<sup>103.</sup> Zie verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.293, met verwijzing naar considerans nr. 20 MiFID.

<sup>104.</sup> Dit hangt samen met de afschaffing van het statuut van de vennootschappen voor makelarij in financiële instrumenten (zie hierboven 3.1.1. (a)).

<sup>105.</sup> Art. 46, 6° wet van 6 april 1995.

<sup>106.</sup> Art. 46, 7° wet van 6 april 1995.

<sup>107.</sup> Nieuw art. 46, 8° wet van 6 april 1995.

<sup>108.</sup> Considerans nr. 3 MiFID: “[a]angezien beleggers steeds meer op gepersonaliseerde aanbevelingen afgaan, wordt het aangewezen geacht de verstreking van beleggingsadvies aan te merken als een beleggingsdienst voor het verrichten waarvan vergunning is vereist”. Zie tevens verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.292-29.293.

<sup>109.</sup> Zie art. 4.1, 4) MiFID; art. 52 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>110.</sup> Art. 46, 9° wet van 6 april 1995. Zie uitgebreid hierover H. LANNON, “Het cliëntendossier en de zorgplicht onder MiFID”, *Bank Fin.* 2007, 412.

<sup>111.</sup> Art. 46, 10°, eerste lid wet van 6 april 1995. In het verslag aan de Koning wordt daaraan toegevoegd dat een aanbeveling werd voorgesteld als geschikt voor de betrokken persoon “*wanneer het redelijk is aan te nemen, gelet op alle relevante omstandigheden, dat de aanbeveling geschikt is voor een specifieke cliënt*” (verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, p. 29.293). Deze toevoeging lijkt op het eerste gezicht vreemd, in de mate dat die zou kunnen worden geïnterpreteerd in de zin dat een aanbeveling die *de facto*, gelet op alle relevante omstandigheden, *niet geschikt* is voor een specifieke cliënt, niet gepersonaliseerd zou zijn. Dit zou betekenen dat elk “fout” advies (dat *de facto* niet geschikt is voor de cliënt) geen beleggingsadvies zou zijn, wat niet de bedoeling kan zijn van de MiFID. De Franse versie van het verslag aan de Koning is in dit opzicht duidelijker “*lorsqu'il est raisonnable, eu égard aux circonstances pertinentes, de supposer qu'elle est adaptée au client*”. Uit deze Franse versie kan men afleiden dat bedoeld wordt dat het volstaat dat de cliënt, gelet op de omstandigheden, redelijkerwijze kan aannemen dat de aanbeveling *aangepast* is aan zijn of haar situatie, opdat de aanbeveling als gepersonaliseerd beschouwd kan worden.

<sup>112.</sup> Art. 46, 10°, eerste lid wet van 6 april 1995.

algemene distributiekanaal<sup>113</sup> wordt verspreid of aan het publiek wordt gedaan, kan per definitie niet gepersonaliseerd zijn<sup>114</sup>. Advies over financiële instrumenten in een krant, dagblad, tijdschrift of andere publicatie voor het grote publiek (met inbegrip van internet) of in een televisie- of radiouitzending mag aldus niet worden aangemerkt als een gepersonaliseerde aanbeveling<sup>115</sup>. Daarnaast moet ook een intentioneel element vervuld zijn. Een aanbeveling zal slechts gepersonaliseerd zijn indien het als oogmerk heeft dat een *bepaald* financieel instrument wordt “gekocht, verkocht, geruild, te gelde gemaakt, gehouden, overgenomen of [dat] er wordt op ingetekend” of dat daartoe rechten worden uitgeoefend of juist niet uitgeoefend<sup>116</sup>. Generiek advies over een *soort* financieel instrument is derhalve geen beleggingsadvies, aangezien alleen advies over *bepaalde* financiële instrumenten geïsviseerd wordt<sup>117</sup>.

**41.** Beleggingsadvies kan verschillende vormen aannemen. Het kan gaan om een *ad hoc* gepersonaliseerde aanbeveling, waarbij niet noodzakelijk over de hele portefeuille of de beleggingsstrategie van de cliënt wordt geadviseerd<sup>118</sup>, of om een meer duurzame adviesrelatie<sup>119</sup>. Per definitie moet het gaan om advies dat beroepsmatig wordt gegeven: pas dan kan dit immers een beleggingsdienst uitmaken<sup>120</sup>. Daarentegen is het o.i. niet noodzakelijk dat het advies tegen vergoe-

ding wordt verstrekt om als beleggingsadvies te kwalificeren<sup>121</sup>.

**42.** De verruiming van de definitie van beleggingsadvies is voor de Belgische rechtspraak ingrijpend. Onder het oud recht werd beleggingsadvies niet uitdrukkelijk gedefinieerd<sup>122</sup>. Uit de definitie van “beleggingsadviseur” – als “*elke persoon die als hoofd- of bijberoep tegen vergoeding aan het publiek beleggingsadvies verleent of aanbiedt, met betrekking tot één of meer financiële instrumenten*”<sup>123</sup> – werd door de rechtspraak evenwel afgeleid dat indien er geen duurzame adviesrelatie was of geen vergoeding werd verstrekt voor het advies – het zogenaamde “occasioneel en/of onbezoldigd” advies – de strikte regels<sup>124</sup> niet toepasselijk waren<sup>125</sup>. Onder de nieuwe regels valt dergelijk occasioneel en/of onbezoldigd advies in principe wel onder de definitie van beleggingsadvies<sup>126</sup>.

**43.** Niet alleen omwille van deze ruime definitie is voorzichtigheid geboden bij het aanbevelen van financiële instrumenten. Immers, zelfs indien een bepaalde aanbeveling geen beleggingsadvies is – omdat ze bijvoorbeeld generiek is –, kan de aanbeveling toch nog gekwalificeerd worden als een “voorbereiding” van een andere beleggingsdienst of beleggingsactiviteit en als dusdanig als integrerend deel van deze dienst of activiteit worden aangemerkt<sup>127</sup>.

<sup>113.</sup> In de zin van art. 2, eerste lid, 26° wet van 2 augustus 2002.

<sup>114.</sup> Art. 46, 10°, tweede lid wet van 6 april 1995.

<sup>115.</sup> Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.293.

<sup>116.</sup> Art. 46, 10°, eerste lid wet van 6 april 1995.

<sup>117.</sup> Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.293. Als een gereglementeerde onderneming echter aan een cliënt *algemeen* advies verstrekt over een soort financieel instrument dat zij voorstelt als een advies dat geschikt is voor de betrokken cliënt of berust op een afweging van diens persoonlijke omstandigheden, en dit advies in werkelijkheid niet voor de cliënt geschikt is of niet op een afweging van diens omstandigheden berust, dan mag al naar gelang de omstandigheden van het specifieke geval worden aangenomen dat zij in strijd met artikel 27 § 1 of § 2 van de wet van 2 augustus 2002 handelt (*idem*, 29.293).

<sup>118.</sup> Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.293.

<sup>119.</sup> *Idem*.

<sup>120.</sup> *Cf.* art. 44 wet van 6 april 1995.

<sup>121.</sup> Zie tevens H. LANNON, *l.c.*, 417-418.

<sup>122.</sup> Zie echter Rondschrjven BA/1/92 – Circulaire van de CBF inzake vermogensbeheer en beleggingsadvies van 14 augustus 1992, waarin gepreciseerd werd: “[b]eleggingsadvies valt slechts in het toepassingsgebied van de reglementering indien tussen de partijen de bedoeling voorligt om een specifieke contractuele verhouding van beleggingsadvies aan te gaan. Dit zal het geval zijn als bedoeld advies zowel oriënterend als gepersonaliseerd zou zijn: het verstrekken van zuiver factuele informatie is derhalve niet geïsviseerd, evenmin als oriënterende maar niet gepersonaliseerde adviesverlening via periodieke publicaties”.

<sup>123.</sup> Oud art. 119 wet van 6 april 1995.

<sup>124.</sup> Voornamelijk opgenomen in het oude K.B. van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en het beleggingsadvies, *B.S.* 20 augustus 1991.

<sup>125.</sup> Zie Kh. Brussel 2 april 1999, *T.B.H.* 2000, 743, nadien meermaals bevestigd, onder meer door Brussel 12 oktober 2001, *T.B.H.* 2002, 743; Gent 15 oktober 2003, *RABG* 2005, 285; Brussel 4 september 2007, 2005/AR/3053, *niet gepubliceerd*; Kh. Brussel 27 december 2004, A/03/09892, *niet gepubliceerd*.

<sup>126.</sup> Zie in dit verband ook voetnoot 55.

<sup>127.</sup> Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.293-29.294.

### 3.2.2. De nevendiensten

44. De wijzigingen met betrekking tot de nevendiensten kunnen als volgt worden samengevat.

Nevendiensten	
vóór 1 november 2007 <sup>1</sup>	ná 1 november 2007 <sup>2</sup>
Bewaarneming en administratie van één of meer financiële instrumenten	Bewaring en beheer van financiële instrumenten voor rekening van cliënten, met inbegrip van bewaarneming en daarmee samenhangende diensten zoals contanten- en/of zekerhedenbeheer
Verstrekken van kredieten of leningen aan een belegger om hem in staat te stellen een transactie te verrichten ter zake van één of meer financiële instrumenten, bij welke transactie de onderneming die het krediet of de lening verstrekt, optreedt	Verstrekken van kredieten of leningen aan een belegger om deze in staat te stellen een transactie in één of meer financiële instrumenten te verrichten, bij welke transactie de onderneming die het krediet of de lening verstrekt, betrokken is
Advies aan ondernemingen inzake kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, alsmede advies en diensten op het gebied van fusies en overname van ondernemingen	Advisering aan ondernemingen inzake kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, alsmede advisering en dienstverrichting op het gebied van fusies en overnames van ondernemingen
Diensten in verband met overname van uitgiften	Diensten in verband met het overnemen van financiële instrumenten
Valutawisseldiensten die samenhangen met het verrichten van beleggingsdiensten	Valutawisseldiensten voor zover deze samenhangen met het verrichten van beleggingsdiensten
Beleggingsadvies met betrekking tot één of meer financiële instrumenten	
Verhuur van safes	
	Onderzoek op beleggingsgebied en financiële analyse of andere vormen van algemene aanbevelingen in verband met transacties in financiële instrumenten
	De hierboven bedoelde beleggingsdiensten en -activiteiten alsmede nevendiensten die verband houden met de onderliggende waarde van bepaalde derivaten <sup>3</sup> , wanneer verstrekt in samenhang met de verstrekking van beleggings- en nevendiensten.

1. Oud art. 46, 2° wet van 6 april 1995.

2. Nieuw art. 46, 2° wet van 6 april 1995.

3. En met name deze gedefinieerd in art. 2, eerste lid, 1°, e), f), g) en j) wet van 2 augustus 2002.

<sup>128</sup>. Gedefinieerd in art. 78, 2° MiFID-K.B.: “onderzoek of andere voor distributiekanalen of voor het publiek bestemde informatie waarbij expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld ten aanzien van één of meerdere financiële instrumenten of uitgevende instellingen van financiële instrumenten, met inbegrip van adviezen betreffende de huidige of toekomstige waarde of koers van dergelijke instrumenten waarbij dit onderzoek voldoet aan de volgende criteria: (a) het wordt als onderzoek op beleggingsgebied bestempeld of in soortgelijke bewoordingen aangeduid of wordt op enigerlei andere wijze voorgesteld als een objectieve of onafhankelijke verklaring van de aangelegenheden die in de aanbeveling aan de orde komen; (b) het zou geen verlening van beleggingsadvies betreffen mocht de aanbeveling in kwestie door een instelling aan een cliënt worden gedaan”.

<sup>129</sup>. Doch enkel voor zover verstrekt in samenhang met deze derivaten, inzonderheid om de afwikkeling van de transacties in die derivaten te verzekeren.

<sup>130</sup>. Art. 32 MiFID. Zie verder art. 110 wet van 6 april 1995 en art. 3 K.B. van 20 december 1995 betreffende de buitenlandse beleggingsondernemingen (hierna het “K.B. van 20 december 1995”).

<sup>131</sup>. Art. 31 MiFID. Zie verder art. 110 wet van 6 april 1995 en art. 4 K.B. van 20 december 1995.

<sup>132</sup>. Zie art. 32.7 MiFID: “[d]e bevoegde autoriteit van de lidstaat waar het bijkantoor gevestigd is neemt de verantwoordelijkheid op zich om ervoor te zorgen dat de door het op zijn grondgebied gevestigde bijkantoor verrichte diensten voldoen aan de eisen die in de artikelen 19, 21, 22, 25, 27 en 28, alsmede in de op grond van die bepalingen genomen maatregelen worden gesteld”.

45. Aangezien beleggingsadvies voortaan een beleggingsdienst is, is dit uiteraard geschrapt uit de lijst van de nevendiensten.

46. Onderzoek op beleggingsgebied (“research”)<sup>128</sup> en financiële analyse of andere vormen van algemene aanbevelingen in verband met transacties in financiële instrumenten zijn voortaan opgenomen als nieuwe nevendiensten. Hetzelfde geldt voor de beleggingsdiensten of nevendiensten die verband houden met de onderliggende waarde van sommige grondstoffenderivaten<sup>129</sup>.

### 3.3. Territoriaal toepassingsgebied

47. Het territoriaal toepassingsgebied van de nieuwe Belgische regels kan worden beschouwd vanuit verschillende standpunten. Opnieuw moet een onderscheid worden gemaakt tussen de “verstrekker van beleggingsdiensten” en de “ontvanger van beleggingsdiensten”.

#### 3.3.1. De verstrekker van beleggingsdiensten

##### (a) EER-beleggingsondernemingen

48. Het “Europees paspoort” betekent dat een beleggingsonderneming die een vergunning heeft overeenkomstig de MiFID-regels in de ene lidstaat (de zgn. lidstaat van herkomst), via een eenvoudige kennisgevingsprocedure met diezelfde vergunning ook in één of meerdere andere lidstaten (de zgn. lidstaat van ontvangst) beleggingsdiensten kan verstrekken, en dit ofwel via een bijkantoor<sup>130</sup>, ofwel in vrije dienstverlening<sup>131</sup>.

49. Indien een beleggingsonderneming beleggingsdiensten verricht in een andere lidstaat via een bijkantoor, mogen de lidstaten van ontvangst aan een dergelijke beleggingsonderneming een beperkt aantal verplichtingen opleggen, zoals onder meer de gedragsregels<sup>132</sup>. Om deze reden behoren de bijkantoren van niet-Belgische beleggingsondernemingen tot de gereglementeerde ondernemingen waarop

aldus de gedragsregels zoals geïmplementeerd in Belgisch recht, van toepassing zijn (zie 3.1.1.(b) hierboven). Verder moeten dergelijke bijkantoren een aantal – limitatief opgesomde – bepalingen van de wet van 6 april 1995 naleven<sup>133</sup>.

**50.** Indien een beleggingsonderneming daarentegen beleggingsdiensten verricht in een andere lidstaat *in vrije dienstverlening* is de situatie geheel anders. Lidstaten van ontvangst mogen aan een dergelijke beleggingsonderneming in principe geen aanvullende verplichtingen opleggen in verband met de aangelegenheden die de MiFID bestrijkt<sup>134</sup>. De bedoeling van de Europese wetgever was immers dat de lidstaat van ontvangst geen enkele bijkomende voorwaarde kon opleggen die het goed functioneren van het paspoort en de vrijheid van dienstverlening zou kunnen hinderen<sup>135</sup>. Dat betekent dat Belgische beleggingsondernemingen in principe ook voor hun beleggingsdiensten die zij elders in de EER in vrije dienstverlening verrichten, uitsluitend moeten voldoen aan de Belgische omzettingbepalingen van de MiFID, zowel wat de vergunningsplicht als wat de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden betreft<sup>136</sup>. Omgekeerd vallen bijvoorbeeld Franse of Nederlandse beleggingsondernemingen die in vrije dienstverlening diensten verlenen in België, uitsluitend onder de Franse of Nederlandse MiFID-omzettingbepalingen<sup>137</sup>.

**51.** Niettemin bestaan ook ten aanzien van de vrije dienstverlening een aantal uitzonderingsmogelijkheden op grond waarvan de lidstaat van ontvangst toch bijkomende regels kan opleggen aan beleggingsondernemingen vergund in een andere lidstaat. Een eerste uitzondering zijn de “conservatoire maatregelen” die een lidstaat van herkomst in uitzon-

derlijke omstandigheden kan nemen ingeval deze duidelijke en aantoonbare redenen heeft om aan te nemen dat een beleggingsonderneming op haar grondgebied de MiFID-verplichtingen schendt<sup>138</sup>. Een tweede uitzondering is artikel 4 van de Uitvoeringsrichtlijn dat bepaalt dat de lidstaten zelf nog bepaalde eisen mogen handhaven of opleggen – dus “strenger” mogen zijn – “*maar alleen in uitzonderingsgevallen waarin dergelijke eisen objectief gerechtvaardigd en evenredig zijn en bedoeld zijn om concrete, niet voldoende door deze richtlijn behandelde risico’s voor de bescherming van de belegger of voor de marktintegriteit tegen te gaan*”<sup>139</sup>. Dit mag echter enkel indien de concrete risico’s die met deze bijkomende eisen worden tegengegaan, “*van bijzonder belang [zijn] in de omstandigheden die eigen zijn aan de marktstructuur van de desbetreffende lidstaat*”<sup>140</sup> of indien met deze strengere eis “*risico’s of problemen [worden] tegengegaan die ontstaan of aan het licht komen na de datum van toepassing van deze richtlijn en die niet anderszins bij of krachtens Gemeenschapsmaatregelen zijn geregeld*”<sup>141</sup>. Artikel 4 van de Uitvoeringsrichtlijn zal cruciaal zijn voor het creëren van een echte *level playing field*<sup>142</sup>, namelijk een markt met gelijke voorwaarden voor het aanbieden van beleggingsdiensten voor alle verstrekkers van beleggingsdiensten in de EER. België lijkt vooralsnog geen gebruik te hebben gemaakt van de mogelijkheid die deze uitzonderingsregel bood om bijkomende eisen op te leggen<sup>143</sup>.

**52.** De MiFID-regels zijn tenslotte niet van toepassing op niet-EER bijkantoren van EER-beleggingsondernemingen. Indien het niet-EER-bijkantoor echter beleggingsdiensten verstrekt aan cliënten binnen de EER, kunnen de toezichthoudende overheden controleren of deze structuur niet is

<sup>133.</sup> Zo o.m. art. 62bis § 5, art. 77 § 3, art. 80, art. 91, tweede en derde lid van de wet van 6 april 1995, alsook diverse toezichtsregels. Zie art. 5 t.e.m. 18 K.B. van 20 december 1995.

<sup>134.</sup> Zie art. 31.1 MiFID: “[d]e lidstaten dragen er zorg voor dat een beleggingsonderneming waaraan door de bevoegde autoriteiten van een andere lidstaat vergunning is verleend en waarop door deze autoriteiten toezicht wordt uitgeoefend [...] op hun grondgebied vrij beleggingsdiensten en/of beleggingsactiviteiten alsmede nevendiensten kunnen verrichten, mits deze diensten en activiteiten onder de vergunning vallen. [...] De lidstaten mogen aan een dergelijke beleggingsonderneming of kredietinstelling geen aanvullende verplichtingen opleggen in verband met de aangelegenheden die door deze richtlijn worden bestreken”.

<sup>135.</sup> Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 75.

<sup>136.</sup> Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, B.S. 31 mei 2007, 29.289-29.290: “[v]oor Belgische beleggingsondernemingen en kredietinstellingen zijn, conform MiFID, ook hun activiteiten in het kader van de vrije dienstverlening geïntegreerd [door artikelen 27, 28 en 28bis van de wet van 2 augustus 2002]”.

<sup>137.</sup> Zie art. 4 K.B. van 20 december 1995. Het K.B. van 20 december 1995 voorziet wel in enkele (beperkte) informatieverplichtingen die toch van toepassing zijn op buitenlandse (EER-)beleggingsondernemingen die in vrije dienstverlening in België actief zijn (bv. art. 6: “de in artikel 4 bedoelde ondernemingen kunnen ook verplicht worden gegevens die worden gevraagd aan de beleggingsondernemingen naar Belgisch recht mee te delen aan de Nationale Bank van België en de Europese Centrale Bank”).

<sup>138.</sup> Zie de procedure in art. 62.1 MiFID. Zie tevens Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 141.

<sup>139.</sup> Art. 4.1. Uitvoeringsrichtlijn. Zie tevens art. 4.2. Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>140.</sup> Art. 4.1.a. Uitvoeringsrichtlijn. Wat deze voorwaarde betreft, lijkt considerans nr. 11 bij de Uitvoeringsrichtlijn te impliceren dat dergelijke omstandigheden te maken kunnen hebben met de diversiteit van beleggingsondernemingen die over de Europese Unie “*onderling grote verschillen in omvang, structuur en aard van hun bedrijf*” vertonen: “[e]en regelgevingskader moet zijn afgestemd op deze diversiteit, maar wel bepaalde fundamentele verplichtingen bevatten die voor alle ondernemingen gelden” (zie considerans nr. 11 Uitvoeringsrichtlijn).

<sup>141.</sup> Art. 4.1.b. Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>142.</sup> CSFI, “MiFID Article 4: A round-table discussion with Elizabeth McKnight (Herbert Smith), Simon Morris (Cameron McKenna), Timothy Spangler (Berwin Leighton Paisner LLP), Timothy Baker (LIBA) and Jane Welch (British Institute of International & Comparative Law)”, 4 oktober 2006: “[i]f Article 4 doesn’t work, or if it actually encourages gold-plating and national exceptions, we are in trouble”.

<sup>143.</sup> CESR, “Overview of national options and discretions under MiFID Level 1”, oktober 2007, ref. CESR/07-703, 40. Deze mogelijkheid wordt evenwel uitdrukkelijk opgehouden, aangezien art. 27 § 2 wet van 2 augustus 2002 bepaalt dat de Koning, op advies van de CBFA en na open raadpleging, aanvullende gedragsregels kan bepalen met het oog op de bescherming van de belegger en de goede werking van de markt.

opgezet met als enige of dominante reden de MiFID-regels te ontwijken<sup>144</sup>.

### (b) Beleggingsondernemingen van derde landen

53. In beginsel speelt geen MiFID-vergunningsplicht ten opzichte van financiële instellingen uit derde (niet-EER) landen. Dergelijke instellingen kunnen beleggingsdiensten verstrekken in de lidstaten van de EER met eerbiediging van het toepasselijk nationaal recht terzake dat voorwaarden en beperkingen kan opleggen (zie o.m. voetnoot 147), op voorwaarde dat deze regels niet neerkomen op een gunstigere behandeling van dergelijke instellingen en met dien verstande dat ze geen gebruik kunnen maken van een Europees paspoort. Dit geldt ongeacht de vraag of zulke instelling beleggingsdiensten verstrekt van buiten de EER of via een bijkantoor in de EER<sup>145</sup>. In België zijn de vergunningsplicht en de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden van dergelijke niet-EER-beleggingsondernemingen geregeld in het K.B. van 20 december 1995, zowel voor wat betreft de bijkantoren<sup>146</sup> als voor wat betreft de dienstverlening van deze ondernemingen op Belgisch grondgebied<sup>147</sup>.

### 3.3.2. De ontvanger van beleggingsdiensten

54. Uit de definities van cliënt, professionele cliënt en niet-professionele cliënt, blijkt nergens dat de ontvanger van de beleggingsdienst verbonden zou moeten zijn met het territorium van een lidstaat van de EER opdat de MiFID-bepalingen van toepassing zouden zijn. Integendeel, als professionele cliënten worden bijvoorbeeld uitdrukkelijk erkend “entiteiten waaraan een derde land vergunning heeft verleend of die door een derde land gereguleerd zijn”<sup>148</sup>. Voor de toepassing van, bijvoorbeeld, de gedragsregels van de wet van 2 augustus 2002 maakt het derhalve niet uit of de

cliënt zijn of haar woonplaats heeft in België<sup>149</sup>. De Belgische regels zullen dus ook van toepassing zijn wanneer door een Belgische gereguleerde onderneming beleggingsdiensten worden verstrekt aan cliënten buiten het grondgebied van de EER (bv. in de Verenigde Staten)<sup>150</sup>.

## 3.4. Temporeel toepassingsgebied

55. In principe zijn alle Belgische MiFID-bepalingen in werking getreden op 1 november 2007<sup>151</sup>. Op deze algemene regel bestaan een beperkt aantal uitzonderingen.

### 3.4.1. De vergunningsvoorwaarden

56. Wat het statuut van de beleggingsondernemingen betreft, beogen de Belgische omzettingsregels zo veel mogelijk continuïteit te garanderen<sup>152</sup>. Daartoe is voorzien in een reeks overgangsmaatregelen<sup>153</sup>. Zo behouden beursvennootschappen en vennootschappen voor vermogensbeheer die reeds op 31 oktober 2007 over een vergunning beschikten, deze vergunning “voor de met hun bestaande vergunning overeenstemmende beleggingsdiensten en -activiteiten en nevendiensten”<sup>154</sup>. Voor de beleggingsondernemingen waarvan het statuut werd afgeschaft, bestond tot 1 november 2007 de mogelijkheid tot een “upgrade” naar het statuut van vennootschap voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, mits verzoek hiertoe bij de CBFA<sup>155</sup>. Voor de beleggingsondernemingen die op 31 oktober 2007 over een vergunning beschikten als vennootschap voor makelarij in financiële instrumenten, blijft de vergunning voorlopig behouden. Hun vergunning vervalt op 31 maart 2008, tenzij zij vóór die datum een vergunning hebben bekomen als beursvennootschap of als vennootschap voor vermogensbeheer of beleggingsadvies<sup>156</sup>. Ten slotte bepaalt artikel 168 van de wet van 6 april 1995 een aantal verdere technische overgangsmaatregelen.

<sup>144</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 89.

<sup>145</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 41.2.

<sup>146</sup>. Art. 20 e.v. K.B. van 20 december 1995.

<sup>147</sup>. Art. 25 e.v. K.B. van 20 december 1995. Deze niet-EER-beleggingsondernemingen mogen zonder vestiging slechts beleggingsdiensten leveren aan een beperkt aantal categorieën van klanten. Een voor de praktijk belangrijke categorie van potentiële klanten zijn de in België gevestigde personen die de nationaliteit hebben van het land van herkomst van de betrokken beleggingsonderneming of van een land waar deze beleggingsonderneming een bijkantoor heeft, voor zover de beleggingsonderneming voor wat betreft de in België aangeboden of verleende beleggingsdiensten in het land van herkomst of in het betrokken land van vestiging onderworpen is aan een gelijkwaardig toezicht als Belgische beleggingsondernemingen (art. 25 § 1, k) K.B. van 20 december 1995).

<sup>148</sup>. Bijlage A, I van het MiFID-K.B.

<sup>149</sup>. Zie ook Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 47.2: “MiFID does not distinguish the obligations of firms to their clients according to the location of the client”.

<sup>150</sup>. Zie Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 34.2.

<sup>151</sup>. Zie art. 127 K.B. van 27 april 2007.

<sup>152</sup>. Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, B.S. 31 mei 2007, 29.300.

<sup>153</sup>. Zie art. 163 wet van 6 april 1995.

<sup>154</sup>. Art. 163 § 1 wet van 6 april 1995. In sommige gevallen is een eenvoudige kennisgeving aan de CBFA vereist.

<sup>155</sup>. Art. 163 § 2 wet van 6 april 1995. Voor de vennootschappen voor beleggingsadvies is voorzien in een bijzondere regeling waarbij zij bovendien moeten aantonen dat zij voldoen aan bepaalde organisatorische regels (art. 163 § 3 wet van 6 april 1995).

<sup>156</sup>. Tot zo lang blijven de bepalingen van boek II, met uitzondering van de art. 47, 53 en 58 van de wet van 6 april 1995, van toepassing op deze ondernemingen (art. 163 § 4 wet van 6 april 1995).



gelen, onder meer met betrekking tot het Europees paspoort<sup>157</sup>.

### 3.4.2. De bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden

57. Ook de nieuwe bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden – met inbegrip van de gedragsregels – zijn van toepassing sinds 1 november 2007. De periode tussen de publicatie van de omzettingswetten – in België werden de omzettingbepalingen gepubliceerd in het *Belgisch Staatsblad* van respectievelijk 31 mei 2007 en 18 juni 2007<sup>158</sup> – en de implementatie op het veld was echter bijzonder kort, voor veel geregelende ondernemingen te kort om een dergelijke fundamentele hervorming te implementeren. Vanuit de Europese Commissie is benadrukt dat de financiële sector zelf proactief de MiFID-hervorming moest anticiperen, maar dat ook de toe-

zichthoudende overheden bij late omzetting pragmatische oplossingen moeten zoeken om het implementatieproces voor ondernemingen te vergemakkelijken<sup>159</sup>. Sommige toezichhoudende overheden – zoals de *Autoriteit Financiële Markten* in Nederland<sup>160</sup> – hebben uitdrukkelijk aangekondigd dat ze de toepassing van bepaalde gedragsregels vanaf 1 november 2007 met enige “coulance” benaderen. Dergelijk officieel beleidsdocument bestaat niet in België.

58. Een belangrijke wettelijke uitzondering op de inwerkingtreding van de gedragsregels in België op 1 november 2007 heeft betrekking op overeenkomsten voor vermogensbeheer met niet-professionele cliënten die reeds waren afgesloten vóór 1 november 2007. Geregelende ondernemingen krijgen de tijd tot 31 december 2008 om deze overeenkomsten in overeenstemming te brengen met artikel 20 van het MiFID-K.B.<sup>161</sup>.

## 4. DE MiFID-GEDRAGSREGELS

59. Bij het verstrekken van beleggingsdiensten en neven-diensten binnen het toepassingsgebied van de MiFID<sup>162</sup>, dienen geregelende ondernemingen bepaalde regels na te leven die de privaatrechtelijke relatie tussen de geregelende onderneming en de cliënt rechtstreeks beïnvloeden. Deze regels vormen de hoofdmoot van de zogenaamde

bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden<sup>163</sup> en worden typisch “gedragsregels” genoemd.

60. Gedragsregels zijn uiteraard geen nieuw fenomeen. Artikel 36 van de wet van 6 april 1995<sup>164</sup> articuleerde reeds de belangrijkste gedragsregels. Deze waren in eerste instan-

<sup>157</sup>. Zie voor een overzicht van deze overgangsmaatregelen: CBFA, Circulaire PPB-2007-8-CPB van de CBFA over de voorbereiding op de inwerkingtreding van de MiFID-Richtlijn, 20 juni 2007, 5 e.v.

<sup>158</sup>. België was daarmee de vierde lidstaat die de MiFID volledig heeft omgezet. Zie E. STRUYE DE SWIELANDE, “CBFA Infosessie MiFID – Verwelkoming”, 22 juni 2007, 6.

<sup>159</sup>. Zie bv. R. IVANOVA, “MiFID Implementation – The Current State of Play”, *ICMA conference*, 7 februari 2007, Brussel: “*MiFID goes live 1 November 2007! So... [a] Firms should already be well advanced in preparation; [b] There will be first mover advantages; [c] The losers will be the unprepared and those who treat this merely as a compliance exercise without strategic repercussions*” (p. 6); en verder: “*Late transposition – what to do? [a] Most aspects of the measures already present; [b] Regulators to look for practical arrangements to facilitate the process*”. (p. 9).

<sup>160</sup>. Bericht van de AFM van 13 september 2007, “Coulance in handhaving MiFID-regels over ken-uw-client en best execution”, [www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?DocumentId=9949](http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?DocumentId=9949).

<sup>161</sup>. Zie art. 103 MiFID-K.B. en de bespreking van de regels die deze overeenkomsten beheersen in randnr. 172-179.

<sup>162</sup>. Wat precies onder de term “gedragsregels” begrepen moet worden, verschilt echter nogal. Wat de Belgische wetgever “gedragsregels” noemt, is met name ruimer dan wat de MiFID daaronder begrijpt. In de MiFID is enkel art. 19 (omgezet in art. 27 § 1-9 wet van 2 augustus 2002) betiteld als “gedragsregels”. In de wet van 2 augustus 2002 is de hele afdeling 7 (art. 24-32) betiteld “*transacties in financiële instrumenten en desbetreffende gedragsregels*”. Considerans nr. 41 van de MiFID heeft het dan weer over “*gedragsregels met inbegrip van de regels inzake de optimale uitvoering van orders van cliënten*” (hoewel de regels inzake optimale uitvoering niet vervat zijn in art. 19, maar in art. 21 MiFID). Voor doeleinden van dit artikel beschouwen wij gedragsregels als de regels van art. 27-28 van de wet van 2 augustus 2002, zoals uitgewerkt in het MiFID-K.B. (omzetting van art. 19-22 MiFID, i.e. de MiFID-gedragsregels, de regels inzake orderverwerking en de regels inzake optimale uitvoering).

<sup>163</sup>. Het precieze onderscheid tussen bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden en gedragsregels is niet geheel duidelijk. In de MiFID worden onder Hoofdstuk II “*Uitoefeningsvoorwaarden voor beleggingsondernemingen*” zowel de regels inzake regelmatige toetsing van de voorwaarden voor de initiële vergunningsverlening (art. 16), de algemene verplichtingen van toezichthouders in verband met het doorlopend toezicht op beleggingsondernemingen (art. 17), de regels inzake het onderkennen van en inlichten over belangenconflicten (art. 18), als de bepalingen ter bescherming van de belegger (art. 19-24, i.e. gedragsregels in de zin van de MiFID, regels inzake orderverwerking, regels inzake optimale uitvoering, verplichtingen van ondernemingen wanneer zij verbonden agenten aanwijzen en regels inzake transacties met in aanmerking komende tegenpartijen) begrepen. Art. 26 wet van 2 augustus 2002 verwijst daarentegen naar “*de in artikel 27, 28 en 28bis bepaalde bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden*” (i.e. de MiFID-gedragsregels, de regels inzake orderverwerking, de regels inzake optimale uitvoering en de algemene regel ter bevordering van de marktintegriteit).

<sup>164</sup>. Implementatie van art. 11 ISD; zie voor een bespreking van deze “oude gedragsregels” onder meer E. WYMEERSCH, “Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers. L'article 36 de la loi du 6 avril 1995”, *Bank Fin.* 1995, 574; L. VAN BEVER, “Gedragsregels voor financiële tussenpersonen, herbeken in het licht van ISD 2 (2004)”, in Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht (ed.), *Financiële wetgeving: de tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblo, 2004, 226; L. VAN BEVER, “Gedragsregels voor financiële tussenpersonen”, *T.R.V.* 2003, 237; A. VAN OEVELEN, “De contractuele en de buitencontractuele rechtsbescherming van de particuliere belegger in financiële instrumenten”, *B.F.R.* 2003, 118; G. VERHOEVEN, “Wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs” in *Financieel recht – Commentaar met overzicht van rechtsleer en rechtspraak*, Antwerpen, Kluwer, art. 36, 181-213; Zie tevens meer algemeen B. FERON en B. TAEVERNIER, *Principes généraux du droit des marchés financiers*, Brussel, Larcier, 1997, 287-316.

tie bedoeld “om de integriteit van de markt te waarborgen”<sup>165</sup> en hadden in tweede instantie ook een beleggersbeschermend effect<sup>166</sup>. Een gedetailleerde uitwerking en invulling van deze gedragsregels werd overgelaten aan de marktautoriteiten<sup>167</sup>. De nieuwe gedragsregels zijn daarentegen uitdrukkelijk geformuleerd in functie van in de eerste plaats de bescherming van de belegger<sup>168</sup> en zijn in de wetteksten zelf in detail uitgewerkt. De wet van 2 augustus 2002 formuleert daarbij de algemene principes, die vervolgens in detail zijn uitgewerkt in het MiFID-K.B.

**61.** In de paragrafen hieronder worden de gedragsregels uitvoering toegelicht. We bespreken daarbij eerst in het algemeen de manier waarop de gedragsregels op gedifferentieerde wijze zijn uitgewerkt in functie van de specifieke situatie. Vervolgens gaan we in detail in op de individuele gedragsregels, met name het loyautiteitsbeginsel, de informatieplicht, de “ken-uw-cliënt”-vereisten, de dossierplicht (die in bepaalde gevallen resulteert in een contractsplicht), de verslagplicht, de regels inzake toepassing van gedragsregels ten aanzien van complexe financiële producten, de regels inzake orderverwerking en de verplichting tot optimale uitvoering van orders. De regels inzake belangenconflicten – op de wip tussen organisatorische regels en bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden – maken geen gedragsregels in de strikte zin uit, maar kunnen anderzijds ook niet los worden gezien van deze gedragsregels, en vooral dan het loyautiteitsbeginsel. Wij bespreken deze regeling daarom kort bij – en in functie van – de toelichting van het loyautiteitsbeginsel.

## 4.1. Een gedifferentieerde aanpak

**62.** De mate van detail van de nieuwe gedragsregels is voor een deel te verklaren vanuit het feit dat verschillende gedragsregels werden uitgewerkt voor verschillende situaties. Het toepassingsgebied van deze gedragsregels werd inderdaad op een dubbele wijze gediversifieerd: in functie

van de hoedanigheid van de belegger (de “*personele diversificatie*”) en in functie van de beleggingsdienst die aan de cliënt wordt verstrekt (de “*materiële diversificatie*”) <sup>169</sup>.

### 4.1.1. *Personele diversificatie*

**63.** Wat betreft de personele diversificatie, moet worden opgemerkt dat de basisprincipes van de wet van 2 augustus 2002 geformuleerd zijn als van toepassing op alle cliënten, zonder onderscheid naar gelang hun categorie-indeling<sup>170</sup>. De differentiatie op basis van categorie-indeling is, op een uitzondering na<sup>171</sup>, niet in de wet geregeld, maar volgt uit het MiFID-K.B.

**64.** Ten aanzien van *niet-professionele cliënten* worden de principeregels gedetailleerd ingevuld en uitgewerkt door het MiFID-K.B.

**65.** Ten aanzien van *professionele cliënten* zijn daarentegen in beginsel enkel de principeregels van de artikelen 27 en 28 van de wet van 2 augustus 2002 – en niet de meer gedetailleerde uitvoeringsbepalingen van het MiFID-K.B. – van toepassing. De reden daarvoor is dat professionele cliënten geacht worden expert te zijn inzake alle beleggingsdiensten en -producten, of ten minste geacht kunnen worden de kennis, ervaring, zorgvuldigheid en middelen te hebben om hun eigen belangen in de markt te beschermen, en meer in het bijzonder om zelf het initiatief te nemen om bijkomende informatie en advies te vragen indien ze dit nodig achten voor een bepaalde dienst of transactie<sup>172</sup>. Deze regel is echter niet algemeen geldend; een aantal gedetailleerde regels van het MiFID-K.B. zijn namelijk ook van toepassing zijn op professionele cliënten<sup>173</sup>. Het feit dat bepaalde principeregels niet verder zijn uitgewerkt ten aanzien van professionele cliënten wijzigt op zich trouwens niets aan de draagwijdte van de bescherming geboden aan alle professionele en niet-professionele beleggers door de principeregels<sup>174</sup>.

<sup>165</sup> Memorie van Toelichting bij het ontwerp van wet inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en de beleggingsadviseurs, *Parl. St.* Senaat, 1352-1 (1994-1995), 17.

<sup>166</sup> Zie hierover G. VERHOEVEN, *l.c.*, art. 36-6, 186.

<sup>167</sup> Zoals Euronext Brussels. Zie het oude art. 36 § 2 wet van 6 april 1995.

<sup>168</sup> Het verslag aan de Koning bij het MiFID-K.B. stelt hieromtrent: “[w]ellicht zit de belangrijkste vernieuwing van de MiFID-Richtlijn, althans op het vlak van de effectenbemiddeling, in de bepalingen ter bescherming van de belegger, de zogenaamde gedragsregels”; zie ook considerans nr. 41 MiFID en considerans nr. 5 Uitvoeringsrichtlijn. De regels inzake markttransparantie en -integriteit zijn het voorwerp van een aparte afdeling in de MiFID (Afdeling III, omgezet in verschillende bepalingen van de wet van 2 augustus 2002 en het MiFID-K.B.).

<sup>169</sup> Zie Explanatory Memorandum bij het Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on investment services and regulated markets, and amending Council directives 85/611/EEC, Council directive 93/6/EEC and European Parliament and Council directive 2000/12/EC, 25: “[i]t is provided that these rules will differentiate in their application between investment services and between professional and retail clients who require different forms of and intensity of agency protection”.

<sup>170</sup> Art. 27 en 28 wet van 2 augustus 2002. Volgens door de Koning op advies van de CBFA nader bepaalde regels mogen de gereguleerde ondernemingen echter in bepaalde gevallen transacties met in aanmerking komende tegenpartijen tot stand brengen of sluiten zonder ertoe gehouden te zijn daarbij de gedragsregels na te komen (art. 26, derde lid wet van 2 augustus 2002). Zie hierover verder voetnoot 175.

<sup>171</sup> Uitzondering op deze regel vormen art. 27 § 7, tweede en derde lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>172</sup> CESR/02-098b, *l.c.*, 10; Background Note, 7.1, laatste paragraaf.

<sup>173</sup> Zie bv. randnrs. 193 e.v. betreffende de regels inzake orderverwerking.

<sup>174</sup> Background Note, 7.1, laatste paragraaf.

66. Ten slotte blijkt uit het MiFID-K.B. dat ten aanzien van *in aanmerking komende tegenpartijen* de gedragsregels in het geheel *niet* in acht genomen moeten worden<sup>175</sup>. De filosofie daarachter is dat voor hen deze specifieke beschermingsmaatregelen niet nodig zijn, gelet op de dimensie, de aard, de kennis en de ervaring inzake financiële markten die dergelijke ondernemingen kenmerkt<sup>176</sup>. In aanmerking komende tegenpartijen kunnen echter wel bedingen dat (alle of bepaalde) gedragsregels toch in acht genomen moeten worden bij de uitvoering van (alle of bepaalde) transacties.

67. Deze vuistregels simplificeren uiteraard sterk de complexe MiFID-regeling. In de verdere bespreking van de individuele gedragsregels hieronder wordt het juiste personele toepassingsgebied in detail toegelicht<sup>177</sup>.

#### 4.1.2. Materiële diversificatie

68. Materiële diversificatie reflecteert vooral de mate waarin de gereglementeerde onderneming een meer of minder actieve rol speelt in de relatie met de cliënt. De gedragsregels zullen op die manier dikwijls strikter of meer uitgewerkt zijn indien de gereglementeerde onderneming diensten van vermogensbeheer verstrekt dan indien deze onderneming louter de orders uitvoert die de cliënt haar geeft.

## 4.2. Het loyauteitsbeginsel

### Artikel 27 § 1 wet van 2 augustus 2002

*De gereglementeerde ondernemingen zetten zich bij het voor cliënten verrichten van beleggingsdiensten en/of, in voorkomend geval, nevendiensten, op loyale, billijke en professionele wijze in voor de belangen van hun cliënten en nemen inzonderheid de [...] gedragsregels in acht.*

#### 4.2.1. Beginsel

69. De overkoepelende gedragsregel is het loyauteitsbeginsel<sup>178</sup>. Elke gereglementeerde onderneming moet zich op loyale, billijke en professionele wijze inzetten voor de belangen van haar cliënten. Een eerste vereiste daartoe is dat de gedragsregels in acht worden genomen.

70. Het loyauteitsbeginsel is van toepassing op zowel professionele als niet-professionele cliënten. Het is echter moeilijk denkbaar dat gereglementeerde ondernemingen zich ten aanzien van in aanmerking komende tegenpartijen niet op loyale, billijke en professionele wijze zouden moeten inzetten voor hun belangen. Zelfs al moeten ze dit ingevolge de uitsluiting van de in aanmerking komende tegenpartijen uit het toepassingsgebied van de gedragsregels niet op basis van artikel 27 § 1 van de wet van 2 augustus 2002, dan kan men niet anders dan aannemen dat de algemene zorgvuldigheidsnorm ook ten aanzien van in aanmerking komende tegenpartijen een loyauteitsplicht oplegt<sup>179</sup>. Bovendien moet gewezen worden op artikel 28bis § 1 van de wet van 2 augustus 2002, dat – uiteraard zonder onderscheid naar cliëntenclassificatie – bepaalt dat gereglementeerde ondernemingen moeten handelen op loyale, billijke en professionele wijze en op een manier die bevorderlijk is voor de integriteit van de markt.

71. Het loyauteitsbeginsel is duidelijk een “paraplu”-bepaling. Enerzijds kunnen de overige gedragsregels gezien worden als bijzondere toepassingen van deze eerste algemene gedragsregel; anderzijds is het loyauteitsbeginsel ook ruimer en kan het worden opgevat als een specifieke verwoording in het domein van de beleggingsdiensten van de algemene zorgvuldigheidsverplichting<sup>180</sup>.

72. Een belangrijk aspect van deze bepaling is ongetwijfeld dat de onderneming dient te handelen in het belang van de cliënt. In dit opzicht sluit deze gedragsregel nauw aan bij de regels inzake belangenconflicten.

<sup>175</sup>. Er lijkt evenwel een schakel te ontbreken in de Belgische wetgeving. De “nadere regels” waarvan sprake in art. 26, derde lid wet van 2 augustus 2002 werden immers niet uitdrukkelijk ingevuld. Art. 3, tweede lid MiFID-K.B. bepaalt enkel dat de indeling in de categorie van in aanmerking komende tegenpartijen het recht van deze entiteiten onverlet laat om te verzoeken dat zij in het algemeen dan wel per transactie worden behandeld als cliënten waarvan de zakelijke betrekkingen met de gereglementeerde onderneming onderworpen zijn aan de voorschriften bepaald door en krachtens art. 27 en 28 wet van 2 augustus 2002. Hieruit moet men o.i. afleiden dat indien ze daar niet om verzoeken deze artikelen niet van toepassing zijn. Dit is ook de enige richtlijnconforme interpretatie. Volgens de omzettingstabel (Bijlage B bij het MiFID-K.B.) is art. 24 (1) van de MiFID (“[d]e lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen [...] transacties met in aanmerking komende tegenpartijen mogen totstandbrengen of sluiten zonder dat zij ertoe gehouden zijn met betrekking tot deze transacties [...] de verplichtingen van de artikelen 19 en 21 en van artikel 22, lid 1 van deze richtlijn na te komen”) trouwens omgezet door art. 26, derde lid wet van 2 augustus 2002 en art. 3 MiFID-K.B.

<sup>176</sup>. CESR/05-290b, *l.c.*, 47.

<sup>177</sup>. Voor een tabel waarin alle gedragsregels en de uitvoeringsmaatregelen daarvan zijn opgenomen, met aanduiding van hun toepassingsgebied in functie van cliëntenclassificatie, zie de bijlage bij V. COLAERT, *l.c.*, 421-422.

<sup>178</sup>. Art. 27 § 1 wet van 2 augustus 2002 (het oude art. 36 § 1, 2° wet van 6 april 1995).

<sup>179</sup>. De Belgische zorgvuldigheidsnorm die o.i. van toepassing is ten aanzien van in aanmerking komende tegenpartijen, is evenwel niet geharmoniseerd, en zal derhalve niet noodzakelijk overeenstemmen met de inhoud en draagwijdte van art. 27 § 1 wet van 2 augustus 2002, of met de zorgvuldigheidsnorm van toepassing in andere lidstaten.

#### 4.2.2. Verhouding tot de regeling inzake belangenconflicten

73. Belangenconflicten zijn een belangrijke oorzaak van suboptimale dienstverlening door een gereguleerde onderneming aan een cliënt. De regeling inzake belangenconflicten behoort zoals gezegd niet echt tot de gedragsregels in strikte zin, maar is een delicate mix van organisatorische regels en bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden. We nemen deze regeling toch kort mee in de bespreking, enerzijds omwille van het belang ervan voor de rechtspraak en anderzijds omdat de regeling inzake belangenconflicten niet los gezien kan worden van de gedragsregels. Meer in het bijzonder komt de juiste draagwijdte van het loyauteitsbeginsel niet volledig tot zijn recht indien zijn aanvullende functie op de regeling inzake belangenconflicten niet wordt toegelicht<sup>181</sup>. Daarbij moet voorafgaand worden opgemerkt dat, anders dan de gedragsregels in strikte zin, de regels inzake belangenconflicten van toepassing zijn zonder onderscheid in functie van cliëntenclassificatie, en dus ook moeten worden nageleefd ten aanzien van in aanmerking komende tegenpartijen<sup>182</sup>.

74. Om te vermijden dat belangenconflicten de belangen van cliënten schaden, is door de nieuwe wetgeving een regime in drie stappen uitgewerkt: identificatie, beheer en informatie.

75. In een eerste stap moeten gereguleerde ondernemingen mogelijke belangenconflicten identificeren. Ze moeten alle redelijke maatregelen nemen om belangenconflicten te onderkennen die zich bij het verrichten van beleggingsdiensten en nevendiensten kunnen voordoen tussen henzelf<sup>183</sup> en hun cliënten of tussen hun cliënten onderling<sup>184</sup>.

76. Vervolgens moeten de gereguleerde ondernemingen passende organisatorische en administratieve maatregelen nemen om te voorkomen dat deze belangenconflicten de belangen van hun cliënten zouden schaden<sup>185</sup>. Daartoe dient de onderneming in schriftelijke vorm een effectief beleid inzake belangenconflicten vast te stellen, te implementeren en in stand te houden dat evenredig is aan de omvang en organisatie van de instelling en aan de aard, schaal en complexiteit van haar bedrijf<sup>186</sup>.

77. Zelfs indien deze organisatorische en administratieve maatregelen voor het beheer van belangenconflicten ontoereikend blijken om redelijkerwijs te mogen aannemen dat het risico dat de belangen van een cliënt worden geschaad, zal worden voorkomen, is het – in een derde stap – niet verboden dat gereguleerde ondernemingen diensten verstrekken aan die cliënt. In dat geval dient de gereguleerde onderneming op heldere wijze de algemene aard en/of de bronnen van belangenconflicten bekend te maken aan deze cliënt alvorens voor zijn of haar rekening zaken te doen<sup>187</sup>. De cliënt wordt dan verondersteld om zelf te kunnen beslissen of hij of zij nog wil werken met die onderneming.

78. De regels inzake belangenconflicten beogen het risico op het handelen in strijd met het beste belang van de cliënt te beperken. Er kunnen zich echter omstandigheden voordoen waarbij een gereguleerde onderneming perfect de regels inzake belangenconflicten naleeft, en toch niet in het belang van de cliënt handelt<sup>188</sup>. De cliënt kan in dergelijk geval actie ondernemen op basis van een schending van het loyauteitsbeginsel<sup>189</sup>. Positief geformuleerd moet het loyauteitsbeginsel verzekeren dat indien er zich ondanks naleving van deze regeling toch een belangenconflict voordoet, de gereguleerde onderneming handelt in het belang van de cliënt.

180. Zie M. ELDERFIELD e.a., o.c., 150. In dit handboek wordt een onderscheid gemaakt tussen wat begrepen moet worden onder de begrippen “loyaal”, “billijk” en “professioneel” (in het Engels “honestly”, “fairly” en “professionally”). Het aspect loyauteit zou er daarbij op gericht zijn *ernstige* misbruiken te vermijden, zoals het stelen van activa van cliënten. De verplichting professioneel te handelen zou de nalatigheden die niet onder de loyauteit vallen, viseren, zoals situaties waarbij een onderneming producten adviseert waarvan een redelijk adviseur weet of behoort te weten dat ze niet geschikt zijn voor die cliënt (M. ELDERFIELD e.a., o.c., 149-151). Het Engelse concept “fair dealing” heeft bovendien een duidelijke juridische achtergrond in *common law* landen die in de Belgische rechtsorde veel minder aanwezig is in het Nederlandstalige equivalent, “billijk” handelen (zie bv. ook in de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken (Richtlijn 2005/29/EG) waar “unfair commercial practices” vertaald is in het Nederlands als “oneerlijke handelspraktijken”). O.i. is het weinig nuttig deze drie termen, die in het Belgisch recht geen eigen juridische betekenis hebben (behalve misschien de term “professioneel”) afzonderlijk te analyseren. De bepaling *in zijn geheel* moet o.i. worden nageleefd als een specifieke formulering van de zorgvuldigheidsverplichting, die echter in functie van het feit dat deze een Europese oorsprong heeft, niet noodzakelijk dezelfde draagwijdte en inhoud zal hebben als het traditionele Belgischrechtelijke concept.

181. Zie ook CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, l.c., 8: “[i]t is important to stress that the conflicts management rules and the inducements rules are complementary and not substitutes or alternatives. Compliance with the conflicts rules does not provide a safe-harbour from the inducements rules. Compliance with the inducements rules does not provide a safe-harbour from the conflict rules”.

182. Zie considerans nr. 25 Uitvoeringsrichtlijn.

183. Met inbegrip van hun bestuurders, effectieve leiders, werknemers en verbonden agenten of een persoon die rechtstreeks of onrechtstreeks met hen verbonden is door een zeggenschapsband.

184. Art. 79 MiFID-K.B. Art. 81 MiFIB-K.B. identificeert vervolgens een aantal mogelijke belangenconflicten waarvan de onderneming moet nagaan of deze bij haar van toepassing zijn.

185. Art. 62bis § 2 wet van 6 april 1995. Dit is de bepaling relevant voor beleggingsondernemingen. De analoge bepaling voor kredietinstellingen is opgenomen in art. 20bis § 2 wet van 22 maart 1993; de analoge bepaling voor beheervenootschappen van ICB's is opgenomen in art. 153 § 4, lid 3 wet van 20 juli 2004.

186. Art. 82 § 1 MiFID-K.B. Verdere regels inzake dit beleid zijn uitgewerkt in art. 82 § 2-5 MiFID-K.B.

187. Art. 80 MiFID-K.B. De manier waarop deze informatie moet worden verstrekt en de inhoud ervan is bepaald in art. 83 MiFID-K.B.

188. Zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, l.c., 8.

189. Zie in dit verband ook M. ELDERFIELD e.a., o.c., 150.

### 4.2.3. Voordelen (“inducements”)

79. Dat het loyauteitsbeginsel en de regeling inzake belangenconflicten nauw verwant zijn, blijkt ook uit het feit dat de enige bepaling die enkel gebaseerd is op de uitvoering van deze algemene bepaling en niet eveneens op de uitvoering van een andere gedragsregel, de regeling inzake “voordelen” (“*inducements*”) is<sup>190</sup>.

#### (a) Principe

80. In principe is het een gereguleerde onderneming<sup>191</sup> verboden een voordeel (in de vorm van een vergoeding of provisie) te betalen of te ontvangen, dan wel een niet-geldelijk voordeel te verschaffen of aan te nemen voor de verrichting van een beleggings- of nevendienst ten behoeve van een cliënt<sup>192</sup>. CESR heeft daarbij uitdrukkelijk aangegeven dat ook voordelen die standaard marktpraktijken uitmaken, onder dit principiële verbod vallen<sup>193</sup>. Het betalen of ontvangen van dergelijke voordelen wordt geacht een te groot risico in te houden dat de onderneming, indien zich een belangenconflict voordoet, het belang van degene die de voordelen verstrekt, zou behartigen boven het belang van de cliënt<sup>194</sup>. In drie situaties wordt op dit principiële verbod een uitzondering gemaakt.

#### (b) Eerste uitzondering

81. Een eerste uitzondering betreft de situatie waarin een dergelijke vergoeding, provisie of niet-geldelijk voordeel betaald of verschaft wordt aan of door de cliënt of een persoon die handelt namens de cliënt<sup>195</sup>. In die gevallen zal het belang van de cliënt en het belang van degene die het voordeel verstrekt immers hetzelfde zijn. Essentieel daarbij is dat de cliënt zich *bewust* is van het feit dat het voordeel voor zijn of haar rekening verstrekt of ontvangen is<sup>196</sup>. Een evidente illustratie is het geval waarin een cliënt de factuur van de gereguleerde onderneming betaalt of doet betalen door een onafhankelijke derde<sup>197</sup>. Een afzonderlijke, specifieke instructie van de cliënt aan de gereguleerde onderneming om een betaling te ontvangen of te verrichten, kwalificeert eveneens onder deze uitzondering. Het feit dat de economische kost van een voordeel gedragen wordt door de cliënt is echter – uiteraard – niet voldoende om onder deze eerste uitzondering te vallen<sup>198</sup>.

#### (c) Tweede uitzondering

82. Een voordeel dat betaald of verschaft wordt aan of door *een derde* (of een persoon die namens een derde handelt), is daarentegen – tenzij het valt onder de derde uitzondering – slechts toegestaan onder strikte, cumulatieve voorwaarden<sup>199</sup>. Deze voorwaarden moeten vermijden dat

<sup>190</sup>. Art. 7 MiFID-K.B. In het MiFID-K.B. wordt niet met zoveel woorden aangegeven welke bepaling van de wet van 2 augustus 2002 precies wordt uitgevoerd. In de Uitvoeringsrichtlijn staat echter wel steeds uitdrukkelijk de uitgevoerde MiFID-bepaling aangegeven. In dit geval is er echter ook op basis van het MiFID-K.B. geen twijfel mogelijk welke wetsbepaling wordt uitgevoerd, aangezien het gebruik van de bewoordingen “niet geacht wordt zich op loyale, billijke en professionele wijze in te zetten voor de belangen van de cliënten” in art. 7 MiFID-K.B. duidelijk verwijst naar art. 27 § 1 wet van 2 augustus 2002.

Uit de Uitvoeringsrichtlijn blijkt dat een aantal bepalingen inzake optimale uitvoering (art. 44 en 45 Uitvoeringsrichtlijn, omgezet in art. 24 en 25 MiFID-K.B.) en inzake de verwerking van orders van cliënten (art. 47-49 Uitvoeringsrichtlijn, omgezet in art. 27-29 MiFID-K.B.) (mee) gesteund zijn op het loyauteitsbeginsel. Ook bij deze bepalingen zal de nauwe verwantschap met de regeling inzake belangenconflicten blijken. Deze bepalingen worden bij de bespreking van deze gedragsregels (zie 4.8 en 4.9) verder toegelicht.

<sup>191</sup>. De belangenconflictenregeling (zie hierover randnr. 73-78) wordt expliciet uitgebreid naar relevante personen (zie voetnoot 183). Art. 7 MiFID-K.B. heeft geen gelijkaardige uitbreiding opgenomen inzake voordelen. Indien een relevante persoon handelt voor rekening van de onderneming bij het verrichten van een beleggings- of nevendienst aan een cliënt, is art. 7 MiFID-K.B. evenwel ook van toepassing op voordelen t.a.v. die relevante persoon, handelend in die hoedanigheid. Kleine giften en minimale gastvrijheid beneden een niveau gespecificeerd in het beleid inzake belangenconflicten van de onderneming zijn echter irrelevant in dit verband. Zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 5.

<sup>192</sup>. Betalingen die zouden gedaan worden binnen een beleggingsonderneming, zoals interne bonussystemen, vallen derhalve niet onder de regels inzake voordelen (hoewel deze wel aanleiding zouden kunnen geven tot een belangenconflict, dat dan echter onder de algemene regeling inzake belangenconflicten valt, zie randnr. 73-78). Zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 5.

<sup>193</sup>. Zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 5-6, Recommendation 1. Het is bovendien irrelevant of de voordelen verschaft worden tussen ondernemingen van dezelfde groep, dan wel tussen ondernemingen die niet behoren tot dezelfde groep (zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 5-6, Recommendation 1). CESR heeft dit uitdrukkelijk gespecificeerd om tegemoet te komen aan de bezorgdheid van de sector dat de *inducements*-regeling anders een systeem van verticale integratie zou favoriseren boven een “open architectuur”-systeem.

<sup>194</sup>. Opdat een voordeel strijdig zou zijn met art. 7 MiFID-K.B. is nochtans geen intentioneel element vereist. Ook voordelen die niet als doel of intentie hebben om de handelingen van de onderneming te beïnvloeden, worden gevisieerd. Toezichhouders zullen wellicht hun aandacht toespitsen op situaties waarin er een grotere kans bestaat dat de belangen van de cliënt geschaad worden (zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 5).

<sup>195</sup>. Art. 7, eerste lid a) MiFID-K.B. Namens een cliënt handelt iemand (i) met een algemene volmacht om in naam van de cliënt te handelen (ii) in omstandigheden waarin er een duidelijke betalingsopdracht is of (iii) in omstandigheden waarin de derde persoon handelt als agent van de cliënt of als loutere drager van de betaling (zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 6, Recommendation 2).

<sup>196</sup>. CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 6.

<sup>197</sup>. *I.e.* een derde die geen relevante band heeft met de onderneming in verband met de beleggingsdienst die aan de cliënt verschaft wordt, zoals een boekhouder of advocaat handelend voor rekening van de cliënt (zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 6, Recommendation 2, zie ook voorbeelden I, II en III op p. 12).

<sup>198</sup>. CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 6-7, Recommendation 2.

<sup>199</sup>. Art. 7, eerste lid b) MiFID-K.B.

de cliënt de kosten draagt van het voordeel, terwijl het voordeel niet of niet alleen resulteert in een verbetering van de kwaliteit van de aan de cliënt verrichte dienst, maar (ook) de gereglementeerde onderneming zelf ten goede kan komen. De belangen van de cliënt en de gereglementeerde onderneming lopen in dat geval niet noodzakelijk gelijk<sup>200</sup>.

**83.** De eerste voorwaarde opdat een voordeel in die omstandigheden aanvaardbaar zou zijn, is vrij eenvoudig te vervullen: vóór de verrichting van de dienst moet het bestaan, de aard en het bedrag van het voordeel aan de cliënt zijn meegedeeld op uitvoerige, accurate en begrijpelijke wijze<sup>201</sup>. De gereglementeerde onderneming mag daarbij de essentiële voorwaarden<sup>202</sup> meedelen in samengevatte vorm, mits zij de cliënt desgevraagd nadere bijzonderheden verstrekt<sup>203</sup>.

**84.** Cruciaal is echter de tweede voorwaarde. Het voordeel moet de kwaliteit van de dienst ten behoeve van de cliënt ten goede komen en mag geen afbreuk doen aan de plicht van de onderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt<sup>204</sup>. Bij de beoordeling van deze voorwaarde moet rekening gehouden worden met vijf factoren<sup>205</sup>, namelijk (i) het type beleggings- of nevendienst dat de gereglementeerde onderneming verricht voor de cliënt<sup>206</sup>; (ii) de verwachte voordelen voor de cliënt, daarin begrepen de aard en de draagwijdte van dergelijke voordelen, en de verwachte voordelen voor de gereglementeerde onderneming<sup>207</sup>; (iii) de vraag of er een *incentive* is voor de onderneming om anders te handelen dan in het belang van de cliënt, en de vraag of het waarschijnlijk is dat deze *incentive* het gedrag van de gereglementeerde onderneming zal beïnvloeden; (iv) de relatie tussen de gereglementeerde onderneming en de entiteit die het voordeel verkrijgt of verschaft<sup>208</sup>; en (v) de aard van het voordeel, de omstandigheden waarin het is betaald of verschaft en de vraag of er voorwaarden aan verbonden zijn.

**85.** In verband met deze tweede voorwaarde moet worden gewezen op een belangrijk vermoeden: “*de aanneming door een gereglementeerde onderneming van een vergoeding in verband met beleggingsadvies of algemene aanbevelingen wanneer het advies of de aanbevelingen daardoor niet negatief worden beïnvloed, kan worden geacht de kwaliteit van het beleggingsadvies aan de cliënt ten goede te komen*”<sup>209</sup>. Dit vermoeden heeft betrekking op situaties waarin gereglementeerde ondernemingen commissies krijgen van productleveranciers (zoals bv. de beheervenootschap van een ICB)<sup>210</sup>. Hoewel het vermoeden enkel geformuleerd is in termen van beleggingsadvies en algemene aanbevelingen, sluit dit volgens CESR niet uit dat een gelijkaardige redenering wordt toegepast in het kader van andere beleggingsdiensten dan beleggingsadvies en algemene aanbevelingen. Het vermoeden zou bijvoorbeeld eveneens gelden indien en in de mate waarin het voordeel tot gevolg heeft dat de gereglementeerde onderneming bij het verstrekken van de beleggingsdienst beschikt over een ruimer assortiment van financiële instrumenten (wat de kwaliteit van de dienstverlening aan de cliënt ten goede komt), zonder dat de dienstverlening wordt beïnvloed door het voordeel<sup>211</sup>.

#### (d) Derde uitzondering

**86.** Een laatste uitzondering vormen de passende vergoedingen die (i) de verrichting van beleggingsdiensten mogelijk maken of daarvoor noodzakelijk zijn en (ii) van nature niet strijdig zijn met de plicht van de onderneming om zich op loyale, billijke en professionele wijze in te zetten voor de belangen van haar cliënten<sup>212</sup>. Het MiFID-K.B. noemt als voorbeelden bewaarloon, afwikkelings- en beursprovisies en wettelijke heffingen of juridische kosten. Het gebruik van de term “zoals” voorafgaand aan de vergoedingen die uitdrukkelijk worden genoemd onder deze uitzondering geeft aan

<sup>200</sup> CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 8, zie ook voorbeelden IV-IX en XI-XII op p. 13-14.

<sup>201</sup> Art. 7, eerste lid b), i) MiFID-K.B. Wanneer dit bedrag niet kan worden achterhaald, moet de wijze van berekening van dit bedrag worden meegedeeld.

<sup>202</sup> *I.e.* adequate informatie die de belegger in staat stelt om deze te linken aan de specifieke beleggings- of nevendienst die aan hem of haar wordt verstrekt of aan de producten waarop de informatie betrekking heeft, en die hem of haar aldus toelaat op geïnformeerde wijze te beslissen om (i) al dan niet door te gaan met de beleggings- of nevendienst en/of (ii) te zoeken nadere bijzonderheden te verkrijgen. Een algemene vermelding van het feit dat een voordeel zou kunnen worden verschaft, is daarom geen adequate informatie (CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 11, Recommendation 6; zie ook Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 132).

<sup>203</sup> Art. 7, tweede lid MiFID-K.B.

<sup>204</sup> Art. 7, eerste lid b), ii) MiFID-K.B.

<sup>205</sup> Zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 8, Recommendation 4.

<sup>206</sup> Daarbij moet rekening gehouden worden met de specifieke verplichtingen die de onderneming moet nakomen t.a.v. de cliënt bovenop de verplichtingen van art. 26 Uitvoeringsrichtlijn (art. 7 MiFID-K.B.), zoals desgevallend verplichtingen onder een overeenkomst met de cliënt.

<sup>207</sup> De analyse van de verwachte voordelen kan ook gebeuren op het niveau van de *dienst* aan de relevante cliënt (het voordeel verbetert bv. de kwaliteit van de dienstverlening in het algemeen, wat ten goede komt aan alle cliënten die de dienst genieten).

<sup>208</sup> Het loutere feit dat een groepsrelatie bestaat is daarbij op zichzelf niet relevant.

<sup>209</sup> Zie considerans nr. 39 Uitvoeringsrichtlijn en het verslag aan de Koning bij het MiFID-K.B., *B.S.* 18 juni 2007, 32.936. Daartoe dienen uiteraard ook de andere voorwaarden van art. 7 b) te zijn voldaan (informatieplicht en plicht te handelen in het belang van de cliënt). Zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 10, Recommendation 5.

<sup>210</sup> CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 9.

<sup>211</sup> *Idem*, p. 10, Recommendation 5. Als voorbeeld wordt gegeven de situatie waarbij een onderneming die effecten uitgeeft of een productleverancier een gereglementeerde onderneming betaalt voor de distributie van zijn financiële instrumenten, zonder dat de dienstverlening van de gereglementeerde onderneming daardoor wordt beïnvloed.

<sup>212</sup> Art. 7, eerste lid c) MiFID-K.B.

dat deze lijst niet exhaustief is<sup>213</sup>. Om uit te maken of een niet in deze lijst genoemde vergoeding onder deze uitzondering valt, is van bijzonder belang dat die vergoeding *van nature* geen aanleiding kan geven tot conflicten met de verplichting om op loyale, billijke en professionele wijze in het belang van de cliënt te handelen. Deze test moet *in abstracto* beschouwd worden, zonder rekening te houden met het antwoord op de vraag of de vergoeding *in de praktijk* heeft geresulteerd in een belangenconflict<sup>214</sup>.

### (e) Praktische toepassing

**87.** Voor veel vermogensbeheerders – wier vergoedingsstructuur voor een groot deel van dergelijke voordelen betaald door derden afhangt – vormt deze bepaling een groot probleem<sup>215</sup>. Naar de toekomst toe kan verwacht worden dat besprekingen tussen de sector en de CBFA duidelijk zullen maken welke vergoedingsstructuren kunnen en welke niet. De CBFA kan hierover uiteraard niet autonoom oordelen. Gelet op het maximale harmonisatiekarakter van de MiFID en de samenwerking tussen de toezichthouders, zullen deze grenzen moeten worden getrokken in overleg met de toezichthouders van de andere lidstaten, op het niveau van CESR. Uit de door CESR gegeven voorbeelden van wat wel en niet kan, blijkt echter vooral één zaak erg duidelijk: of een bepaald voordeel al dan niet toegelaten is, is moeilijk in algemene termen te stellen en zal in elk individueel geval beoordeeld moeten worden in functie van de specifieke context en omstandigheden<sup>216</sup>.

## 4.3. De informatieplicht

**88.** De regels inzake informatieverstrekking aan cliënten zijn veruit de meest omvangrijke van de gedragsregels. Dit toont aan hoe belangrijk de Europese wetgever een correcte en volledige informatieverstrekking acht voor de bescherming van de belegger. Dat een verstrekker van beleggingsdiensten informatie dient te verschaffen aan haar cliënten is uiteraard niet nieuw<sup>217</sup>. Nieuw is echter wel de grote mate

van detail die de MiFID-regels inzake informatieverstrekking kenmerkt. Nieuw is bovendien dat deze regel niet enkel slaat op de inhoud van de informatie die moet worden meegedeeld, maar tevens op de kwaliteit van de informatie en de vorm en het tijdstip van de informatieverstrekking.

### 4.3.1. Kwaliteit van de informatie

#### Artikel 27 § 2 wet van 2 augustus 2002

*Alle aan cliënten of potentiële cliënten verstrekte informatie, met inbegrip van publicitaire mededelingen, moet correct, duidelijk en niet misleidend zijn. Publicitaire mededelingen moeten duidelijk als zodanig herkenbaar zijn.*

#### (a) Beginsel

**89.** De algemene regel inzake kwaliteit van de informatie is dat alle aan cliënten verstrekte informatie – daarin begrepen publicitaire mededelingen – correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn<sup>218</sup>.

**90.** De eerste vereiste, dat de informatie correct moet zijn, heeft op het eerste gezicht weinig verduidelijking nodig en lijkt te impliceren dat de verstrekte informatie moet overeenstemmen met de werkelijkheid. Toch is deze vereiste niet altijd even evident toe te passen. De verplichting is immers ook van toepassing op publicitaire mededelingen, die van nature vaak niet-correcte informatie bevatten – zoals duidelijke overdrijvingen – zonder dat de gemiddelde geadresseerde<sup>219</sup> van de informatie daardoor echter wordt misleid. De Engelse term “*fair*” en de Duitse term “*redlich*” lijken in dit opzicht minder problematisch<sup>220</sup>. O.i. valt er derhalve veel voor te zeggen om de term “correct” hier te interpreteren als “eerlijk”, eerder dan als “juist”<sup>221</sup>.

**91.** Informatie kan echter correct zijn, zonder dat ze duidelijk is voor de personen tot wie ze is gericht, omdat ze bijvoorbeeld erg ingewikkeld is uiteengezet. Dit toont de afzonderlijke relevantie van de tweede vereiste – nl. dat informatie duidelijk moet zijn – aan. Deze vereiste is poten-

<sup>213</sup>. CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 7, Recommendation 3.

<sup>214</sup>. CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 7, Recommendation 3. Daarbij wordt gepreciseerd dat standaardvergoedingen bv. niet onder deze uitzondering vallen, aangezien deze *van nature* aanleiding kunnen geven tot belangenconflicten.

<sup>215</sup>. Zie CESR, “Inducements under MiFID – Public Consultation”, december 2006, met referentie 06-687; zie overzicht van reacties via [www.cesr-eu.org/index.php?page=responses&id=84](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=responses&id=84); en CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations – Second Consultation Paper”, april 2007 met referentie 07-228; zie overzicht van reacties via [www.cesr-eu.org/index.php?page=responses&id=93](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=responses&id=93). Zie ook D. CAPRASSE, *l.c.*, 452.

<sup>216</sup>. Zie CESR, “Inducements under MiFID – Recommendations”, *l.c.*, 12, en de voorbeelden gegeven op p. 12-15.

<sup>217</sup>. Zie het oude art. 36 § 1, 5° wet van 6 april 1995, maar ook de talloze rechtspraak die gebaseerd is op de burgerrechtelijke theorie inzake precontractuele informatieverstrekking.

<sup>218</sup>. Art. 27 § 2 wet van 2 augustus 2002. Zie over de vereiste dat publicitaire mededelingen bovendien duidelijk als zodanig herkenbaar moeten zijn, verder randnr. 103.

<sup>219</sup>. Zie ook voetnoot 223.

<sup>220</sup>. Zie bv. ook de Spaanse term “*imparciales*”.

<sup>221</sup>. Zie M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 217 waar i.v.m. de Engelse term “*fair*” gesteld wordt dat de uitvoeringsbepalingen aangeven dat “*it is concerned with considerations such as the overall adequacy and balance of the communication [...] [I]t can involve an evaluation of whether the information that was actually provided was sufficient for the relevant purposes*”.

tiel problematisch voor gereguleerde ondernemingen die gebruik maken van waarschuwingen of *disclaimers* die vaak correct en niet misleidend zijn, maar voor een gemiddeld publiek moeilijk te begrijpen.

**92.** De derde vereiste is ten slotte dat de informatie niet mag misleiden. Zelfs als de informatie op zichzelf correct en duidelijk is, kan ze immers toch nog misleiden, bijvoorbeeld door de algemene presentatie ervan<sup>222</sup>. De vraag of informatie misleidend is, moet worden beoordeeld vanuit het standpunt van de persoon of personen tot wie ze is gericht of die deze waarschijnlijk zal of zullen ontvangen<sup>223</sup>. Opgemerkt moet worden dat geen intentioneel element vereist is opdat informatie als misleidend zou worden gekwalificeerd. Het volstaat dat informatie neigt naar misleiding van de doelgroep, ongeacht of de informatieverstrekker zelf deze misleidend acht of misleiding beoogt<sup>224</sup>.

**93.** Deze kwalitatieve norm in verband met informatieverstrekking is erg omvattend, want van toepassing op alle door gereguleerde ondernemingen aan cliënten verstrekte informatie<sup>225</sup>, ongeacht of deze informatie verplicht dan wel vrijwillig wordt verstrekt<sup>226</sup>. Op deze regel bestaat echter één uitzondering: indien de gereguleerde onderneming een cliënt een exemplaar verstrekt van een prospectus dat is opgesteld en gepubliceerd overeenkomstig de Prospectusrichtlijn<sup>227</sup>, mag dit niet worden gezien als de verstrekking door de onderneming van informatie aan een cliënt voor de toepassing van de gedragsregels<sup>228</sup>. De gereguleerde onderneming kan derhalve in principe niet verantwoordelijk worden gesteld voor de kwaliteit van de inhoud van het prospectus dat zij overhandigt aan een cliënt in het kader van een beleggingsdienst.

### *(b) Informatieverstrekking aan professionele cliënten*

**94.** Ten aanzien van professionele cliënten werd niet nader uitgewerkt hoe de regel dat informatie correct, duidelijk en niet-misleidend dient te zijn, precies moet worden ingevuld<sup>229</sup>. Het ontbreken van gedetailleerde uitvoeringsbepalingen betekent echter niet dat de gereguleerde ondernemingen ook maar enigszins vrijgesteld zijn van de principiebepaling van artikel 27 § 2 van de wet van 2 augustus 2002<sup>230</sup>. Dit betekent uiteraard evenmin dat de in de uitvoeringsbepalingen genoemde handelingen wel steeds zouden kunnen ten aanzien van professionele cliënten.

### *(c) Informatieverstrekking aan niet-professionele cliënten*

**95.** Ten aanzien van niet-professionele cliënten daarentegen werden de voorwaarden waaraan informatie moet voldoen om te kunnen worden aangemerkt als correct, duidelijk en niet-misleidend, wel in detail bepaald. Wegens de grotere behoefte van niet-professionele cliënten aan informatie, oordeelde de Europese wetgever dat de kosten voor gereguleerde ondernemingen verbonden aan de naleving van de meer gedetailleerde bepalingen, gerechtvaardigd was<sup>231</sup>. De in het MiFID-K.B. bepaalde voorwaarden zijn echter niet beperkend; de naleving van deze implementatiebepalingen impliceert niet automatisch dat de principiebepaling niet meer zou kunnen worden geschonden.

<sup>222</sup> Zie J. STUYCK, "De nieuwe richtlijn oneerlijke handelspraktijken. Gevolgen voor de wet op de handelspraktijken", *T.B.H.* 2005, 907.

<sup>223</sup> Considerans nr. 47 Uitvoeringsrichtlijn. In het kader van de WHPC, zoals gewijzigd ingevolge implementatie van richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken van ondernemingen jegens consumenten op de interne markt, *P.B.* L. 149 van 11 juni 2005, 22 (hierna de "Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken"), moet het misleidend karakter van een handelspraktijk beoordeeld worden vanuit het standpunt van de *gemiddelde* consument (zie J. STUYCK, *l.c.*, 907). Hoewel een gelijkaardige verduidelijking niet met zoveel woorden is opgenomen in considerans nr. 47 Uitvoeringsrichtlijn, moet o.i. worden aangenomen dat indien de informatie gericht is tot meerdere personen, het misleidend karakter ervan moet worden beoordeeld in functie van het gemiddelde lid van die groep (zie voor niet-professionele cliënten ook randnr. 99).

<sup>224</sup> Considerans nr. 47 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>225</sup> CESR/05-024c, 46.

<sup>226</sup> M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 214. Zie voor een overzicht van informatie die in het kader van andere MiFID-regels moet worden verschaft aan cliënten: G. BERARD, *l.c.*, 423 e.v.

<sup>227</sup> Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van richtlijn 2001/34/EG, *P.B.* L. 345 van 31 december 2003, 64-89 (hierna de "Prospectusrichtlijn").

<sup>228</sup> Zie considerans nr. 52 Uitvoeringsrichtlijn. Dit is het geval voor zover deze onderneming in het kader van de Prospectusrichtlijn zelf niet verantwoordelijk is voor de informatie die in dit prospectus wordt gegeven.

<sup>229</sup> CESR/05-024c, 45: "[i]n view of the different information requirements and bargaining power of professional clients and the fact that they may request a higher level of protection as a retail client, it is generally sufficient in the case of professional clients to rely on the general principle in Article 19(2) that information must be fair, clear and not misleading. This reflects the fact that some information that would be fair, clear and not misleading when provided to a professional client may not meet that standard for a retail client". Enkel in verband met publicitaire mededelingen zijn een aantal implementatieregels eveneens van toepassing op professionele cliënten (zie randnrs. 102-107).

<sup>230</sup> Zie CESR/05-024c, 45-46: "[t]he absence of detailed principles for professional clients should not be interpreted as providing exemptions from the general principle in Article 19(2)". Zie ook Background Note, *l.c.*, 7.1: "where the implementing measures do not contain detailed rules in relation to professional clients, this does not reduce or in any way modify the protection to all clients afforded by the principles set out in the level 1 Directive".

<sup>231</sup> CESR/05-024c, 45: "[r]etail clients will generally have information needs different from professional clients, and the compliance costs entailed by a more detailed approach are therefore justified".



96. De meer gedetailleerde kwalitatieve voorwaarden waaraan informatie verstrekt aan (bestaande of potentiële) niet-professionele cliënten moet voldoen, moeten echter met een zekere flexibiliteit worden toegepast. Zij dienen “op een passende en evenredige wijze” te worden toegepast, rekening houdend met bijvoorbeeld het communicatiemiddel en de informatie die met de mededeling wordt overgebracht<sup>232</sup>. Met name zou het niet passend zijn om dergelijke voorwaarden toe te passen op publicitaire mededelingen die slechts bestaan uit één of meer van de volgende elementen: de naam van de onderneming, een logo of ander beeldmerk dat met de onderneming in verband wordt gebracht, een contactadres, of een verwijzing naar de door de onderneming verrichte beleggingsdiensten of naar haar vergoedingen of provisijs<sup>233</sup>.

97. Het uitgangspunt van de gedetailleerde bepalingen in het MiFID-K.B. is een precieze invulling van de notie “aan niet-professionele cliënten verstrekte informatie”. Als zodanig geldt niet alleen de informatie – daarin begrepen publicitaire mededelingen – die gereguleerde ondernemingen richten aan (bestaande of potentiële) niet-professionele cliënten, maar tevens de informatie die zij zodanig verspreiden dat ze *waarschijnlijk* door deze cliënten wordt ontvangen<sup>234</sup>.

98. Opdat op die manier aan niet-professionele cliënten verstrekte informatie als correct, duidelijk en niet-misleidend zou worden aangemerkt, moet deze in eerste instantie een aantal minimale vermeldingen bevatten, zoals de naam van de gereguleerde onderneming<sup>235</sup> en – indien de informatie verwijst naar een bepaalde fiscale behandeling – de aanduiding dat deze behandeling afhangt van de individuele omstandigheden van een cliënt en in de toekomst aan wijzigingen onderhevig kan zijn<sup>236</sup>.

99. Vervolgens wordt de algemene kwalitatieve norm ten aanzien van niet-professionele cliënten ingevuld door meer specifieke kwalitatieve normen. De informatie moet met name accuraat zijn en mag de mogelijke voordelen van een beleggingsdienst of financieel instrument niet benadrukken zonder dat ook een correcte en duidelijke indicatie van de desbetreffende risico's wordt gegeven<sup>237</sup>. De informatie moet bovendien toereikend zijn en worden voorgesteld op een wijze waarvan aannemelijk is dat ze begrijpelijk is voor het gemiddelde lid van de groep tot wie zij is gericht of door wie zij waarschijnlijk zal worden ontvangen<sup>238</sup>. Met deze laatste bepaling erkent het MiFID-K.B. dat ook binnen de categorie van de niet-professionele cliënten aanzienlijke verschillen kunnen bestaan. Wat bijvoorbeeld begrijpelijk is voor de gemiddelde (niet-professionele) lezers van een gespecialiseerd beurstijdschrift, zal het misschien niet zijn voor de gemiddelde lezer van een algemene krant<sup>239</sup>. Belangrijke zaken, vermeldingen of waarschuwingen, mogen ten slotte niet worden verhuld, afgezwakt of verdoezeld<sup>240</sup>.

100. Voorts wordt ook bepaald dat de naam van de bevoegde autoriteit niet zodanig mag worden gebruikt dat daarmee wordt aangegeven of gesuggereerd dat deze autoriteit de producten of diensten van de beleggingsonderneming steunt of aanbeveelt<sup>241</sup>.

101. Ten slotte worden een aantal specifieke hypothesen, die blijkbaar geacht werden een bijzonder risico op misleiding van (bestaande of potentiële) niet-professionele cliënten in te houden, onderworpen aan specifieke voorwaarden. Het gaat om situaties waarbij (i) beleggings- of nevendiensten, financiële instrumenten of personen die beleggings- of nevendiensten verrichten, onderling worden vergeleken<sup>242</sup>; (ii) de informatie een indicatie bevat van de resultaten die in het verleden met een financieel instrument, een financiële

<sup>232</sup>. Verslag aan de Koning bij het MiFID-K.B., B.S. 18 juni 2007, p. 32.937.

<sup>233</sup>. Zie considerans nr. 46 Uitvoeringsrichtlijn en het verslag aan de Koning bij het MiFID-K.B., B.S. 18 juni 2007, p. 32.937. Het is echter niet duidelijk in welke mate in andere situaties dan de in de considerans gegeven voorbeelden, de voorwaarden van het MiFID-K.B. niet of soepeler zouden kunnen worden toegepast.

<sup>234</sup>. Art. 8 § 1 MiFID-K.B.

<sup>235</sup>. Art. 8 § 2, eerste lid MiFID-K.B.

<sup>236</sup>. Art. 8 § 7 MiFID-K.B.

<sup>237</sup>. Art. 8 § 2, tweede lid MiFID-K.B.

<sup>238</sup>. Art. 8 § 2, derde lid MiFID-K.B.

<sup>239</sup>. M. ELDERFIELD e.a., o.c., 219.

<sup>240</sup>. Art. 8 § 2, vierde lid MiFID-K.B.

<sup>241</sup>. Art. 8 § 8 K.B. MiFID-K.B. Om dergelijke misleiding te voorkomen werd in art. 6 § 1, vierde streepje van de wet van 12 juni 1991 op het consumentenkrediet (B.S. 9 juli 1991) nog een stap verder gegaan en bepaald dat reclame voor een kredietovereenkomst in het geheel niet mag verwijzen naar een erkenning of inschrijving. Vgl. Bijlage I.4 (de zgn. “zwarte lijst”) Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken: “[b]eweren dat een handelaar (met inbegrip van zijn handelspraktijken) of een product door een openbare of particuliere instelling is aanbevolen, erkend of goedgekeurd terwijl zulks niet het geval is, of iets dergelijks beweren zonder dat aan de voorwaarde voor de aanbeveling, erkenning of goedkeuring wordt voldaan”.

<sup>242</sup>. Art. 8 § 3 MiFID-K.B. bepaalt dat in dat geval aan volgende voorwaarden moet worden voldaan: a) de vergelijking is zinvol en wordt op correcte en evenwichtige wijze voorgesteld; b) de voor de vergelijking gebruikte informatiebronnen worden vermeld; en c) de voornaamste voor de vergelijking gebruikte feiten en hypothesen worden vermeld.

index of een beleggingsdienst zijn behaald<sup>243</sup>; (iii) de informatie gesimuleerde, in het verleden behaalde resultaten bevat of daarnaar verwijst<sup>244</sup> en (iv) de informatie gegevens over toekomstige resultaten bevat<sup>245</sup>.

#### (d) Publicitaire mededelingen

**102.** Publicitaire mededelingen vallen onder de noemer “informatie”, en moeten derhalve voldoen aan de hierboven beschreven vereisten<sup>246</sup>. Niettemin wordt in de MiFID een bijzonder belang gehecht aan publicitaire mededelingen, omdat deze een doorslaggevend effect kunnen hebben op de beslissing van cliënten bij de keuze van financiële instrumenten of beleggingsdiensten. Volgens CESR kunnen publicitaire mededelingen zelfs een grotere impact hebben dan informatie verschaft op een ander ogenblik in het verkoopproces<sup>247</sup>. Enkele door de MiFID geïntroduceerde bepalingen voegen om deze reden specifieke kwalitatieve vereisten toe voor “publicitaire mededelingen”<sup>248</sup>.

**103.** Artikel 27 § 2 van de wet van 2 augustus 2002 vereist – ten aanzien van zowel niet-professionele als professionele

cliënten – dat publicitaire mededelingen duidelijk als zodanig herkenbaar zijn<sup>249</sup>. Dit betekent niet noodzakelijk dat ze uitdrukkelijk als dusdanig geïdentificeerd moeten worden. Het kan volstaan dat de algemene vorm van de mededeling dusdanig is dat een gemiddelde cliënt deze herkent als publicitaire mededelingen<sup>250</sup>. De bepaling is vooral bedoeld om zogenaamde redactionele reclame tegen te gaan, waarbij bijvoorbeeld in de vorm van een tijdschriftartikel of onderzoek op beleggingsgebied een bepaald product gepromoot wordt<sup>251</sup>. Het MiFID-K.B. bepaalt trouwens expliciet dat beleggingsaanbevelingen<sup>252</sup> die niet voldoen aan de voorwaarden van de definitie van “onderzoek op beleggingsgebied”<sup>253</sup> dienen te worden beschouwd als publicitaire mededelingen, waarbij gereguleerde ondernemingen er zorg voor moeten dragen dat deze als dusdanig herkend worden. Deze aanbevelingen moeten bovendien op duidelijke wijze (en dus uitdrukkelijk) aangeven dat zij niet zijn opgesteld overeenkomstig de voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebied en dat zij niet zijn onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te handelen<sup>254</sup>.

<sup>243</sup> Art. 8 § 4 MiFID-K.B. bepaalt dat aan volgende voorwaarden moet zijn voldaan: a) deze indicatie is niet het meest opvallende kenmerk van de mededeling; b) de informatie bevat passende gegevens over de resultaten over de onmiddellijk voorafgaande vijf jaar (of over de gehele periode waarin het financiële instrument is aangeboden, de financiële index is vastgesteld of de beleggingsdienst is verricht, indien deze periode korter is dan vijf jaar), dan wel over een door de onderneming gekozen langere periode, waarbij dan altijd moet worden uitgegaan van volledige perioden van twaalf maanden; c) de referentieperiode en de informatiebron worden duidelijk aangegeven; d) in de informatie wordt duidelijk gewaarschuwd dat het om resultaten uit het verleden gaat en dat deze geen betrouwbare indicator vormen voor toekomstige resultaten; e) wanneer de indicatie berust op gegevens die in een andere valuta luiden dan die van de lidstaat waarin de niet-professionele cliënt of potentiële niet-professionele cliënt woonachtig is, wordt de desbetreffende valuta duidelijk vermeld en wordt tegelijk gewaarschuwd dat het rendement door valutaschommelingen hoger of lager kan uitvallen; en f) wanneer de indicatie op brutoresultaten berust, wordt het effect van provisies, vergoedingen en andere lasten vermeld.

<sup>244</sup> Art. 8 § 5 MiFID-K.B. vereist: a) de gesimuleerde, in het verleden behaalde resultaten berusten op de feitelijke resultaten die in het verleden zijn behaald met een of meer financiële instrumenten of financiële indices die identiek zijn aan of de onderliggende waarde vormen van het betrokken financiële instrument; b) voor de onder a) bedoelde feitelijke resultaten die in het verleden zijn behaald, wordt voldaan aan de voorwaarden onder a), b), c), e) en f) van art. 8 § 4 MiFID-K.B. (zie vorige voetnoot); en c) in de informatie wordt duidelijk gewaarschuwd dat het om gesimuleerde, in het verleden behaalde resultaten gaat en dat in het verleden behaalde resultaten geen betrouwbare indicator vormen voor toekomstige resultaten.

<sup>245</sup> Art. 8 § 6 MiFID-K.B. bepaalt volgende voorwaarden: a) in de informatie mag niet worden uitgegaan van of worden verwezen naar gesimuleerde, in het verleden behaalde resultaten; b) er wordt uitgegaan van redelijke hypothesen die worden ondersteund door objectieve gegevens; c) wanneer de informatie op brutoresultaten berust, wordt het effect van provisies, vergoedingen en andere lasten vermeld; en d) er wordt duidelijk gewaarschuwd dat dergelijke prognoses geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten vormen.

<sup>246</sup> Bepaalde publicitaire mededelingen kunnen bovendien kwalificeren als aanbevelingen in de zin van richtlijn 2003/125/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten betreft, *P.B.* L. 339 van 24 december 2003, 73-77, omgezet in Belgisch recht door het K.B. van 5 maart 2006 betreffende de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten, *B.S.* 10 maart 2006. In dat geval moet uiteraard ook aan deze regels worden voldaan. Zie CESR/05-24c, 46.

<sup>247</sup> CESR/05-24c, 45.

<sup>248</sup> Dit begrip wordt door de MiFID noch de Uitvoeringsrichtlijn gedefinieerd. In CESR/05-024c, 8 werd het gedefinieerd als “any form of information issued by or on behalf of an investment firm to the public that advertises, makes a recommendation or is capable of acting as a solicitation regarding investment services, and/or where appropriate ancillary services and/or financial instruments”. Daarbij werd gespecificeerd: “[f]or these purposes, information is issued to the public if it is designed for, directed at and/or addressed to, a number of people. Information is not issued to the public if it is directed at one specific person or group of persons acting jointly, unless it forms part of an organised marketing campaign; or it is only communicated by the investment firm to other members of its group, provided that the investment firm takes all reasonable steps to ensure that non of the recipients pass the communication to a person who is not member of its group”.

<sup>249</sup> Art. 27 § 2 wet van 2 augustus 2002.

<sup>250</sup> M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 223.

<sup>251</sup> M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 223. Vgl. met het oude art. 23, 5° WHPC, ingevolge de implementatie van de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken vervangen door art. 94/2, 5° WHPC en enkel nog van toepassing op reclame gericht tot verkopers.

<sup>252</sup> In de zin van art. 2, eerste lid, 24° wet van 2 augustus 2002: “onderzoek of andere voor distributiekkanalen of voor het publiek bestemde informatie waarbij expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld ten aanzien van één of meerdere financiële instrumenten of emitenten van financiële instrumenten, met inbegrip van adviezen betreffende de huidige of toekomstige waarde of koers van dergelijke instrumenten”.

<sup>253</sup> Zie de definitie in art. 78, 2° MiFID-K.B. (voetnoot 128).

<sup>254</sup> Art. 8 § 9 MiFID-K.B. Deze paragraaf is trouwens de enige van art. 8 MiFID-K.B. die niet beperkt is tot niet-professionele cliënten en derhalve eveneens lijkt te gelden t.a.v. professionele cliënten, te meer daar het – anders dan de overige paragrafen van het artikel, die de omzetting vormen van art. 27 Uitvoeringsrichtlijn – de omzetting is van art. 24 Uitvoeringsrichtlijn dat evenmin differentieert in functie van cliëntenclassificatie.

104. De informatie die in publicitaire mededelingen gegeven wordt, moet daarenboven in overeenstemming zijn met alle andere informatie die de beleggingsonderneming verstrekt in het kader van de verrichting van beleggings- en nevendiensten aan cliënten<sup>255</sup>.

105. Indien de publicitaire mededeling (i) “een aanbod of uitnodiging tot een aanbod”<sup>256</sup> aan een niet-professionele cliënt<sup>257</sup> bevat en (ii) aangeeft hoe kan worden gereageerd of een reactieformulier bevat, moet daarin bepaalde informatie worden opgenomen “die voor dit aanbod of deze uitnodiging van belang is”<sup>258</sup>. Gezien de vaagheid van deze formulering, zal een voorzichtige gereguleerde onderneming er wellicht voor opteren om in dergelijke mededelingen ofwel nagenoeg alle in randnummers 126-138 beschreven minimuminformatie op te nemen, ofwel – meer waarschijnlijk – uitdrukkelijk te verwijzen naar een afzonderlijk document dat deze informatie bevat. Deze vereiste geldt immers niet als de niet-professionele cliënt voor een reactie op een aanbod of uitnodiging in de publicitaire mededeling wordt verwezen naar een ander document of andere documenten, die afzonderlijk of tezamen deze informatie bevatten<sup>259</sup>.

106. Publicitaire mededelingen kunnen, afhankelijk van het geval, ook onder het toepassingsgebied vallen van de WHPC en/of de reclameregels die voor ICB's gelden (zie in verband met de interactie met de regels inzake consumentenkrediet, verder randnr. 190-192). Welke regels van toepassing zijn op welke publicitaire mededeling is bijzonder complex, omdat de toepassingsgebieden van elke van deze regelgevingen stoelen op verschillende operationele noties. Binnen het bestek van deze tekst kunnen we hier niet verder op ingaan.

107. In tegenstelling tot wat het geval is in andere domeinen van het financieel recht<sup>260</sup> zijn publicitaire mededelingen inzake beleggingsdiensten niet onderworpen aan een voorafgaande goedkeuring door de CBFA<sup>261</sup>. De gereguleerde onderneming staat bijgevolg volledig zelf in voor de wettelijkheid van deze mededelingen, zonder mogelijkheid om hierover vooraf uitsluitel te krijgen.

### 4.3.2. Minimale inhoud van de informatie

#### Artikel 27 § 3 wet van 2 augustus 2002

*In een voor de cliënten of potentiële cliënten begrijpelijke vorm wordt passende informatie verstrekt over:*

- de gereguleerde onderneming en haar diensten;
- financiële instrumenten en voorgestelde beleggingsstrategieën; hieronder vallen passende toelichting en waarschuwingen over de risico's verbonden aan beleggingen in deze instrumenten of aan bepaalde beleggingsstrategieën;
- plaatsen van uitvoering; en
- kosten en bijbehorende lasten;

*zodat zij redelijkerwijs in staat zijn de aard en de risico's van de aangeboden beleggingsdienst en van de specifiek aangeboden categorie van financieel instrument te begrijpen en derhalve met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen. Deze informatie mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt.*

#### (a) Beginsel

108. Wat betreft de minimale inhoud van de te verstrekken informatie geldt als algemene regel dat aan zowel niet-professionele als professionele (bestaande of potentiële) cliënten passende informatie in een begrijpelijke vorm moet worden verstrekt over verschillende aspecten van de dienstverlening. Doel van deze bepaling is cliënten redelijkerwijs in staat te stellen de aard en de risico's van de aangeboden beleggingsdienst en van de specifiek aangeboden categorie van financieel instrument te begrijpen en derhalve met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen. Naast een opsomming van de minimale inhoud van de informatie houdt dit artikel derhalve ook twee verdere kwaliteitsvereisten in. Vooreerst moet de verstrekte informatie in een begrijpelijke vorm worden verstrekt. Ten aanzien van niet-professionele cliënten werd dit reeds bepaald door artikel 8 § 2, derde lid MiFID-K.B. (zie randnr. 99). Deze toevoeging zal dus vooral van belang zijn voor professionele cliënten. De informatie moet ten tweede ook passend zijn in functie van haar doel: potentiële cliënten toelaten een geïnformeerde beslissing te nemen. Dit geeft aan dat ook deze principebepaling met de nodige flexibiliteit in functie van de ontvanger van de informatie moet worden begrepen, al blijft van die flexibiliteit ten aanzien van niet-professionele cliënten wei-

<sup>255</sup>. Art. 10 § 7 MiFID-K.B. Deze bepaling is van toepassing op zowel professionele als niet-professionele cliënten.

<sup>256</sup>. Het gaat in het bijzonder om i) een aanbod om een contract aan te gaan dat betrekking heeft op een financieel instrument of een beleggings- of nevendienst, met een persoon die op de mededeling reageert; of ii) een uitnodiging om een persoon die op de mededeling reageert, een aanbod te doen om een contract aan te gaan dat betrekking heeft op een financieel instrument of een beleggings- of nevendienst.

<sup>257</sup>. Het is niet helemaal duidelijk of de bepaling van art. 10 § 8 MiFID-K.B. al dan niet van toepassing is op professionele cliënten. De eerste paragraaf is algemeen geformuleerd; de tweede paragraaf, die er nochtans een geheel mee lijkt te vormen, viseert enkel “niet-professionele cliënten”. Het lijkt het meest logisch dat de volledige bepaling eenzelfde toepassingsgebied heeft, beperkt tot niet-professionele cliënten, zoals het tweede lid van het artikel aangeeft. Zie V. COLAERT, *l.c.*, 422 voetnoot 2; M. ELDERFIELD *e.a.*, *o.c.*, 224, voetnoot 30.

<sup>258</sup>. Zie art. 10 § 8 MiFID-K.B. Het gaat om de informatie bedoeld in de art. 10 tot 13 en 72 tot 75 MiFID-K.B. (art. 30-33 Uitvoeringsrichtlijn).

<sup>259</sup>. Zie art. 10 § 8, laatste lid MiFID-K.B.

<sup>260</sup>. Zie bv. in verband met reclame voor ICB's: art. 17 e.v. K.B. van 4 maart 2005 met betrekking tot bepaalde openbare instellingen voor collectieve belegging.

<sup>261</sup>. Hoewel de MiFID niet in de weg staat aan de invoering van een dergelijke voorafgaande goedkeuringsprocedure. Zie considerans nr. 43 Uitvoeringsrichtlijn: “[d]eze richtlijn schrijft niet voor dat de bevoegde autoriteiten vooraf hun goedkeuring moeten hechten aan de vorm en inhoud van publicitaire mededelingen. Zij vormt echter evenmin een beletsel [...]”.

nig over gelet op de uitvoerige uitvoeringsbepalingen van dit artikel.

**109.** Concreet is deze vereiste in het MiFID-K.B. geïmplementeerd door – lange – lijsten van informatieverplichtingen, waarbij in detail bepaald wordt wanneer en hoe welke informatie precies verstrekt moet worden, vooral aan niet-professionele cliënten, en in meer beperkte mate aan professionele cliënten. Professionele cliënten moeten immers in principe zelf kunnen uitmaken welke informatie zij voor een goed gefundeerde beslissing nodig hebben. Het feit dat ten aanzien van hen niet precies bepaald is welke informatie zij moeten krijgen, belet echter niet dat zij de beleggingsonderneming alsnog kunnen verzoeken deze informatie te verstrekken<sup>262</sup>.

### (b) Tijdstip van de informatieverstrekking

**110.** Gelet op de doelstelling van de informatieverplichting – toelaten dat een belegger zijn of haar beleggingsbeslissingen neemt met kennis van zaken – is het logisch dat deze informatie in principe wordt verstrekt voorafgaand aan het verrichten van de diensten die de cliënt verlangt. Met betrekking tot de meeste informatieverplichtingen is inderdaad uitdrukkelijk bepaald dat deze “tijdig voordat beleggings- of nevendiensten worden verricht” of zelfs “tijdig voordat de niet-professionele cliënt gebonden is door een contract om bepaalde beleggings- of nevendiensten af te nemen” moet worden verstrekt<sup>263</sup>.

**111.** Wat “tijdig” betekent, hangt af van de situatie. De gereguleerde onderneming moet daarbij rekening houden met de urgentie van de situatie en met de tijd die de cliënt nodig heeft om de informatie in zich op te nemen en daarop te reageren, alsook met de behoefte van de cliënt aan voldoende tijd om deze informatie door te nemen en te begrijpen voordat deze een beleggingsbeslissing neemt. Cliënten zullen informatie over eenvoudige en gestandaardiseerde producten en diensten of over producten en diensten die zij al eerder hebben gekocht immers sneller kunnen doornemen dan informatie over meer ingewikkelde of hun onbekende

producten en diensten<sup>264</sup>. Het MiFID-K.B. maakt verder een onderscheid in functie van de ontvanger van de dienst en het soort informatie.

**112.** Aan (bestaande of potentiële) professionele cliënten dient tijdig *voordat de desbetreffende dienst wordt verricht* enkel bepaalde informatie met het oog op de vrijwaring van de tegoeden van de cliënten<sup>265</sup> te worden verstrekt<sup>266</sup>.

**113.** De tijdigheidsvereisten ten aanzien van (bestaande of potentiële) niet-professionele cliënten zijn meer uitgewerkt. De contractvoorwaarden evenals de vereiste informatie in verband met de beleggingsonderneming en haar diensten aangaande dit contract of deze beleggings- of nevendiensten moeten worden verstrekt *voordat de niet-professionele cliënt gebonden is door een contract* om bepaalde beleggings- of nevendiensten af te nemen, of als dit vroeger in de tijd ligt, voordat de diensten verstrekt worden<sup>267</sup>. De andere informatie over de gereguleerde onderneming en haar diensten<sup>268</sup>, de informatie over de aard en de risico's van de financiële instrumenten<sup>269</sup>, de informatie over de kosten en de bijbehorende lasten<sup>270</sup> en de informatie met het oog op de vrijwaring van de tegoeden van de cliënten<sup>271</sup> kan worden verschaft na het afsluiten van het contract, maar *voor de verstrekking van de dienst*<sup>272</sup>.

**114.** Er wordt niet vereist dat alle informatie onmiddellijk en gelijktijdig wordt verschaft<sup>273</sup>. Ondernemingen zijn bijvoorbeeld niet verplicht om (bestaande of potentiële) cliënten bij het begin van de relatie informatie te verschaffen over alle types van financiële instrumenten, op een ogenblik waarop het nog niet duidelijk is of die cliënt transacties wenst uit te voeren in al die types van instrumenten. Het is aan de onderneming om te beslissen wanneer precies informatie wordt verstrekt: bij het begin van de relatie, of gespreid in de tijd naargelang de relatie zich ontwikkelt<sup>274</sup>. Elke afzonderlijke transactie in hetzelfde soort financiële instrument moet daarbij echter niet worden aangemerkt als de verrichting van een nieuwe of andere dienst, waarbij telkens opnieuw deze precontractuele informatieplicht zou gelden<sup>275</sup>.

<sup>262</sup> Zie considerans nr. 44 Uitvoeringsrichtlijn; Background Note, 7.4.1.

<sup>263</sup> Art. 10 § 1-3 MiFID-K.B.

<sup>264</sup> Considerans nr. 48 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>265</sup> Art. 73-74 MiFID-K.B., zie randnr. 130.

<sup>266</sup> Art. 10 § 3 MiFID-K.B.

<sup>267</sup> Art. 10 § 1 MiFID-K.B.

<sup>268</sup> Art. 11 MiFID-K.B., zie randnrs. 126-129.

<sup>269</sup> Art. 12 MiFID-K.B., zie randnrs. 131-135.

<sup>270</sup> Art. 13 MiFID-K.B., zie randnrs. 137-138.

<sup>271</sup> Art. 72-75 MiFID-K.B., zie randnr. 130.

<sup>272</sup> Art. 10 § 2 MiFID-K.B.

<sup>273</sup> Considerans nr. 49 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>274</sup> Background Note 7.4.3.

<sup>275</sup> Considerans nr. 50 Uitvoeringsrichtlijn. De bewoordingen van deze considerans zijn wat enger dan de manier waarop CESR dit had geformuleerd: “[a]n investment firm may generally be deemed to have complied with the obligation to provide information under Article 19 (3) of the Directive where the client has been given the information on a previous occasion and that information is still up to date” (CESR/05-024c, 52).

**115.** Er bestaat bovendien één belangrijke uitzondering op het principe dat de vermelde informatie voorafgaand aan de sluiting van het contract met, of de verstrekking van de dienst aan, een niet-professionele cliënt moet worden verschaft<sup>276</sup>. Deze minimuminformatie mag met name onmiddellijk nadat de niet-professionele cliënt gebonden is aan een contract om bepaalde beleggings- of nevendiensten af te nemen *c.q.* onmiddellijk na het begin van de dienstverlening worden verstrekt, indien volgende cumulatieve voorwaarden zijn vervuld. Het contract moet vooreerst zijn gesloten middels een techniek voor communicatie op afstand die de gereglementeerde onderneming belet de termijnen in acht te nemen<sup>277</sup>. Het contract moet bovendien op die manier zijn gesloten op verzoek van de cliënt<sup>278</sup>. De gereglementeerde onderneming dient voorts, wanneer de regels inzake overeenkomsten op afstand met betrekking tot financiële diensten<sup>279</sup> niet reeds van toepassing zijn omdat de cliënt een consument is in de zin van de WHPC, toch te voldoen aan deze regels ten aanzien van de niet-professionele cliënt als ware deze cliënt een “consument” en de gereglementeerde onderneming een “aanbieder” in de zin van de regelgeving inzake financiële diensten op afstand<sup>280</sup>. De niet vooraf verschaft informatie moet ten slotte onmiddellijk nadat de cliënt gebonden is aan een contract om bepaalde beleggings- of nevendiensten af te nemen, *c.q.* onmiddellijk na het begin van de dienstverlening, worden verschaft<sup>281</sup>. Deze uitzondering kan bijvoorbeeld relevant zijn indien een onderneming een cliënt per telefoon werft.

**116.** De bedoeling van deze uitzonderingsmaatregel is dat de MiFID-informatieverplichtingen het efficiënte gebruik van communicatie op afstand bij het verstrekken van beleggingsdiensten niet zouden belemmeren. Indien ondernemingen de genoemde informatie altijd vooraf zouden moeten verstrekken, zou dit een groot deel van de flexibiliteit beoogd door de regeling inzake financiële diensten op afstand te niet doen. Deze uitzonderingsregeling geldt echter enkel voor de in randnummers 126-138 genoemde informatieverplichtingen. Informatieverplichtingen die zijn ingelast in andere bepalingen lijken derhalve zonder uitzonderings-

mogelijkheid te moeten voldoen aan de in die specifieke bepalingen genoemde modaliteiten.

**117.** Zoals blijkt uit het voorgaande, is in de meeste gevallen uitdrukkelijk bepaald wanneer welke informatie moet worden verschaft. Voor wat betreft de te verstrekken informatie over categorie-indeling, is dit echter niet gebeurd<sup>282</sup>. Men kan o.i. echter moeilijk anders dan aannemen dat ook deze informatie voor elke dienstverlening en zelfs voor de contractsluiting moet worden verstrekt, gelet op het feit dat de omvang en toedracht van de gedragsregels die de gereglementeerde onderneming ten aanzien van de cliënt in acht moet nemen, precies afhangt van de categorie waarin de cliënt wordt ingedeeld en gelet op het feit dat de cliënt het recht heeft om een andere categorie-indeling te vragen. De vorm en de inhoud van het contract zelf kan bovendien afhangen van de categorie-indeling (zie hierover randnrs. 171 e.v.). De regel inzake informatieverstrekking over categorie-indeling kan o.i. dan ook geen optimaal effect sorteren indien deze informatie niet zou moeten worden verstrekt vóór de eigenlijke dienstverlening en vóór de contractsluiting<sup>283</sup>.

### (c) *Vorm van de informatieverstrekking*

**118.** Artikel 27 § 3 *in fine* van de wet van 2 augustus 2002 bepaalt uitdrukkelijk dat de minimaal te verstrekken informatie in gestandaardiseerde vorm mag worden verstrekt<sup>284</sup>.

**119.** Voor zover de informatie “tijdig” wordt verstrekt, worden voor het overige geen vormvereisten bepaald. De informatie kan derhalve apart worden gegeven, in het kader van een publicitaire mededeling, of worden opgenomen in het contract met de cliënt<sup>285</sup>. Er wordt wel bepaald dat de onder randnummers 126-138 beschreven informatie moet worden verstrekt op een duurzame drager of, onder bepaalde voorwaarden, via een website (wanneer deze geen duurzame drager vormt)<sup>286</sup>.

<sup>276.</sup> Art. 10 § 5 MiFID-K.B.

<sup>277.</sup> Art. 10 § 5, a) MiFID-K.B.

<sup>278.</sup> Art. 10 § 5, a) *in fine* MiFID KB.

<sup>279.</sup> Art. 77 e.v. WHPC.

<sup>280.</sup> Een consument is “[i]edere natuurlijke persoon of rechtspersoon die, uitsluitend voor niet-beroepsmatige doeleinden, op de markt gebrachte producten of diensten verwerft of gebruikt” (art. 1, 7° WHPC); een aanbieder is “[i]edere verkoper die optreedt als de contractuele verrichter van diensten op grond van overeenkomsten op afstand” (art. 77, 6° WHPC).

<sup>281.</sup> Art. 10 § 5 *in fine* MiFID-K.B.

<sup>282.</sup> Zie randnr. 125. Enkel voor professionele cliënten wordt expliciet vermeld in Bijlage A, I, 2<sup>de</sup> lid bij het MiFID-K.B. dat de gereglementeerde onderneming dergelijke informatie moet verstrekken “*alvorens enigerlei diensten te verrichten*”.

<sup>283.</sup> Zie ook punt 7.3.4 van de Background Note: “[t]he principle behind article 28 is that clients should always know not only the category in which they are classified but also the legal consequences of such classification and the options open to them to change this classification”. Het gebruik van het woord “*always*” duidt erop dat de cliënt hierover moet worden ingelicht van bij het begin van zijn relatie met de financiële dienstverlener.

<sup>284.</sup> Art. 27 § 3 wet van 2 augustus 2002.

<sup>285.</sup> Considerans nr. 49 Uitvoeringsrichtlijn. Er kan verondersteld worden dat, indien de informatieverstrekking gebeurt in de vorm van een overeenkomst, dit impliceert dat de (desgevallend ontwerp-)overeenkomst “tijdig” ter beschikking gesteld is van de cliënt.

<sup>286.</sup> Art. 10 § 4 MiFID-K.B.

**120.** Een duurzame drager is gedefinieerd als ieder hulpmiddel dat een cliënt in staat stelt om persoonlijk aan hem of haar gerichte informatie op te slaan op een wijze die deze informatie toegankelijk maakt voor toekomstig gebruik gedurende een periode die is afgestemd op het doel waarvoor de informatie kan dienen, en die een ongewijzigde reproductie van de opgeslagen informatie mogelijk maakt<sup>287</sup>.

**121.** Een duurzame drager is in de eerste plaats papier. Gereguleerde ondernemingen mogen informatie die op een duurzame drager moet worden verstrekt slechts op een andere wijze dan op papier verstrekken indien twee voorwaarden vervuld zijn<sup>288</sup>. Vooreerst moet de verstrekking van deze informatie op de desbetreffende drager passen in de context waarin de onderneming met de cliënt zaken doet of zaken gaat doen<sup>289</sup>. De verstrekking van informatie via elektronische mededelingen wordt geacht te passen in de context waarin de onderneming met de cliënt zaken doet of gaat doen, als bewezen is dat de cliënt regelmatig toegang heeft tot het internet. Dit wordt als bewezen aangemerkt als de cliënt een e-mailadres als communicatiemiddel opgeeft om zaken te kunnen doen<sup>290</sup>. Nu het e-mailadres tegenwoordig bijna standaard wordt gevraagd bij het aangaan van een financiële dienstenrelatie, zal deze eerste voorwaarde in vele gevallen gemakkelijk vervuld zijn. Belangrijk is daarom de tweede voorwaarde die wordt gesteld opdat informatie op een andere duurzame drager dan papier zou kunnen worden verstrekt. De cliënt dient, wanneer hij of zij voor de keuze wordt gesteld, specifiek voor deze andere drager te kiezen<sup>291</sup>.

**122.** Wanneer een gereguleerde onderneming een cliënt informatie verstrekt via een website en deze informatie niet tot de cliënt persoonlijk gericht is – en dus niet voldoet aan de definitie van duurzame drager – dient aan de volgende voorwaarden te worden voldaan<sup>292</sup>. Vooreerst moet de verstrekking van deze informatie op de desbetreffende drager opnieuw passen in de context waarin de onderneming met de cliënt zaken doet of gaat doen<sup>293</sup>. De cliënt dient bovendien specifiek in te stemmen met de verstrekking van informatie in deze vorm. De cliënt moet ten derde elektronisch op de hoogte worden gebracht van het adres van de website en de plaats op de website waar toegang kan worden verkregen tot de informatie. De informatie op de website moet ten slotte ook actueel zijn en dient via deze website

onafgebroken toegankelijk te zijn gedurende de tijd die de cliënt redelijkerwijs nodig heeft om deze in te zien.

#### *(d) Inhoud van de informatieverstrekking*

**123.** In uitvoering van artikel 27 § 3 van de wet van 2 augustus 2002 werden vijf onderwerpen van informatieverstrekking verder uitgewerkt. Naast de vier in de principiebepaling genoemde onderwerpen, werd ook informatie over de categorie-indeling van cliënten als onderdeel van de in uitvoering van deze principiebepaling te verstrekken informatie aangemerkt. Deze laatste bepaling blijft echter een buitenbeentje, daar de hierboven beschreven regels inzake tijdstip en vorm van de informatieverstrekking<sup>294</sup> er niet uitdrukkelijk op van toepassing zijn.

**124.** Naast deze informatieverplichtingen die uitdrukkelijk de principiebepaling uitvoeren, zijn er in het kader van andere gedragsregels her en der bijkomende informatieverplichtingen opgenomen in het MiFID-K.B. Deze worden bij die specifieke gedragsregels besproken. De bepalingen inzake tijdstip en vorm van de informatieverstrekking zijn evenmin van toepassing op die informatie (in de betreffende bepalingen wordt meestal evenwel afzonderlijk aangegeven wanneer en hoe deze informatie moet worden verstrekt).

#### **Informatie over de categorie-indeling van cliënten**

**125.** Een belangrijke nieuwigheid in de MiFID-regeling is het feit dat cliënten moeten worden ingedeeld in een categorie (zie randnrs. 26-31). Zij moeten daarenboven op de hoogte gebracht worden van deze categorie-indeling<sup>295</sup>. De gereguleerde ondernemingen moeten hun cliënten daarbij op een duurzame drager (zie randnrs. 120-121) informeren over hun recht om een andere categorie-indeling te vragen en over het eventueel daaruit voortvloeiende lagere beschermingsniveau voor de cliënt<sup>296</sup>. Op het eerste gezicht vreemd in het licht van het beperktere personele toepassingsgebied van de principeregeling is dat informatie over de categorie-indeling van cliënten geformuleerd is als eveneens van toepassing op in aanmerking komende tegenpartijen. Dit moet o.i. worden begrepen vanuit het feit dat de categorie-

<sup>287</sup>. Art. 4, 7° MiFID-K.B. Deze definitie is dezelfde als de definitie van art. 77, 5° WHPC. Deze WHPC-definitie is het resultaat van de omzetting van art. 2, f) van richtlijn 2002/65 betreffende de verkoop op afstand van financiële diensten aan consumenten. Considerans nr. 20 bij deze richtlijn stelt: “[o]nder duurzame dragers worden met name verstaan computerdiskettes, cd-rom’s, DVD’s en de harde schijf van de computer van de consument waarop de elektronische post wordt opgeslagen, maar niet internet-websites, tenzij die voldoen aan de in de definitie van duurzame drager opgenomen criteria”.

<sup>288</sup>. Art. 5 § 2 MiFID-K.B.

<sup>289</sup>. Art. 5 § 2, a) MiFID-K.B.

<sup>290</sup>. Art. 5 § 4 MiFID-K.B.

<sup>291</sup>. Art. 5 § 2, b) MiFID-K.B.

<sup>292</sup>. Art. 5 § 3 MiFID-K.B.

<sup>293</sup>. Art. 5 § 3, a) MiFID-K.B. Dit moet op dezelfde manier geïnterpreteerd worden als beschreven onder randnr. 121.

<sup>294</sup>. Bepaald in art. 10 MiFID-K.B.

<sup>295</sup>. Art. 9 § 1 MiFID-K.B.

<sup>296</sup>. Art. 9 § 2 MiFID-K.B. Zie over de gevolgen van de indeling in de ene of de andere categorie: V. COLAERT, *l.c.*, 412-419, nrs. 53-79.

indeling op dat moment eigenlijk nog niet definitief vaststaat en deze informatie net als doel heeft om cliënten toe te laten na te gaan of zij akkoord gaan met de categorie waarin zij werden ingedeeld, dan wel een andere categorie-indeling wensen (indien de voorwaarden daartoe vervuld zijn)<sup>297</sup>.

## Informatie over de beleggingsonderneming en haar diensten

**126.** Gereglementeerde ondernemingen moeten aan niet-professionele cliënten een lange lijst van informatie over de beleggingsonderneming en haar diensten verstrekken. Er zijn in dit verband enerzijds een reeks algemene regels – die van toepassing zijn ongeacht de te verstrekken beleggings- of nevendienst – en anderzijds specifieke informatieverplichtingen die enkel van toepassing zijn indien diensten van vermogensbeheer verstrekt worden of indien een derde financiële instrumenten of gelden van cliënten kan aanhouden namens de gereglementeerde onderneming.

**127.** Ongeacht de te verstrekken beleggings- of nevendienst, moeten, voor zover van toepassing, volgende gegevens worden verstrekt:

Verplichte informatie (algemeen) <sup>1</sup>
Naam, adres en ondernemingsnummer van de gereglementeerde onderneming en de contactgegevens die cliënten voor een effectieve communicatie met de onderneming nodig hebben;
De talen waarin de cliënt met de gereglementeerde onderneming kan communiceren en stukken en andere informatie van de onderneming kan ontvangen;
Methoden van communicatie tussen de gereglementeerde onderneming en de cliënt, waaronder, voor zover van toepassing, die voor het versturen en ontvangen van orders;
Een verklaring waarin staat dat de gereglementeerde onderneming over een vergunning beschikt, alsmede de naam en het contactadres van de bevoegde autoriteit die de vergunning heeft verleend <sup>2</sup> ;
Wanneer de gereglementeerde onderneming werkt met een verbonden agent: een verklaring waarin dit staat en waarin de lidstaat wordt vermeld waar deze agent in een register ingeschreven staat;
Aard, frequentie en tijdschema van de rapporten over de verrichting van de dienst die de gereglementeerde onderneming aan de cliënt moet toezenden <sup>3</sup> ;
Als de gereglementeerde onderneming financiële instrumenten of gelden van cliënten aanhoudt: een korte beschrijving van de maatregelen die zij neemt om deze te beschermen, alsmede beknopte gegevens over enigerlei beleggerscompensatie- of depositogarantiestelsel dat op de onderneming van toepassing is op grond van haar activiteiten in een lidstaat <sup>4</sup> ;
Een beschrijving, die in beknopte vorm mag worden verstrekt, van het beleid inzake belangenconflicten dat de onderneming voert <sup>5</sup> ; en
Indien de cliënt daarom verzoekt, nadere bijzonderheden over het beleid inzake belangenconflicten <sup>6</sup> .

<sup>297</sup>. Zie V. COLAERT, *l.c.*, 415, nr. 62.

<sup>298</sup>. Art. 11 § 2 MiFID-K.B. geeft niet expliciet aan dat deze regel enkel geldt ten aanzien van niet-professionele cliënten, maar heeft het meer in het algemeen over “cliënten”. Dit lijkt echter het gevolg van de letterlijke overname van deze bepaling van art. 30 (2) van de Uitvoeringsrichtlijn. Art. 30 van de Uitvoeringsrichtlijn is echter voorzien van een titel “informatie over de beleggingsonderneming en haar diensten aan niet-professionele cliënten en potentiële niet-professionele cliënten”, die niet werd overgenomen in het analoge art. 11 van het MiFID-K.B. Gelet op het uitdrukkelijke maximale harmonisatiekarakter van de Uitvoeringsrichtlijn (zie consideransen 5, 7 en 8), lijkt het ons dat de enige richtlijnconforme interpretatie van art. 11 MiFID-K.B. erin bestaat dat dit enkel van toepassing is op niet-professionele cliënten. Zie V. COLAERT, *l.c.*, voetnoot 119..

<sup>299</sup>. Art. 11 § 2 MiFID-K.B.

1. Art. 11 § 1 MiFID-K.B.

2. Daarbij mag echter niet worden gesuggereerd dat deze autoriteit de producten of diensten van de gereglementeerde onderneming steunt of aanbeveelt (zie art. 8 § 8 en randnr. 100).

3. Zie de verplichting in art. 27 § 8 wet van 2 augustus 2002 en de bespreking in 4.6.

4. Zie voor België: art. 110 e.v. wet van 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen; art. 112 e.v. wet van 6 april 1995; de wet van 17 december 1998 tot oprichting van een beschermingsfonds voor deposito's en financiële instrumenten en tot reorganisatie van de beschermingsregelingen voor deposito's en financiële instrumenten, B.S. 31 december 1998 en de mededeling van het beschermingsfonds voor deposito's en financiële instrumenten over de beschermingsregeling voor deposito's en financiële instrumenten, B.S. 25 februari 1999.

5. Zie randnr. 76.

6. Deze nadere bijzonderheden moeten verstrekt worden op een duurzame drager of via een website (wanneer deze geen duurzame drager vormt), mits aan de in art. 5 § 3 MiFID-K.B. genoemde voorwaarden wordt voldaan.

**128.** Indien de gereglementeerde onderneming daarenboven diensten van vermogensbeheer wenst te verstrekken aan een niet-professionele cliënt, moeten een aantal bijkomende informatieverplichtingen worden vervuld:

Verplichte bijkomende informatie (diensten vermogensbeheer) <sup>1</sup>
Informatie over de waarderingsmethode en -frequentie voor de financiële instrumenten in de portefeuille van de cliënt;
Bijzonderheden over een eventuele delegatie van het beheer op discretionaire basis van alle of een deel van de financiële instrumenten of gelden in de portefeuille van de cliënt;
Een vermelding van enigerlei <i>benchmark</i> waarmee de resultaten van de portefeuille van de cliënt worden vergeleken;
De soorten financiële instrumenten die mogen worden opgenomen in de portefeuille van de cliënt, en de soorten transacties die in deze instrumenten mogen worden verricht, alsook de begrenzingen <sup>2</sup> ; en
De beheersdoelstellingen, de omvang van het risico dat zijn weerslag heeft in het gebruik door de beheerder van zijn discretie, alsmede eventuele specifieke beperkingen in deze discretie.

1. Art. 11 § 3. Daarnaast moet gewezen worden op art. 22 § 3, tweede lid MiFID-K.B., dat bepaalt dat aan cliënten moet worden medegedeeld dat zij kunnen verzoeken dat hen eens per kwartaal in plaats van eens in de zes maanden een periodiek overzicht van de vermogensbeheersactiviteiten die namens hem of haar zijn uitgevoerd, wordt verstrekt.

2. Daarbij moet afzonderlijk worden aangegeven of de gereglementeerde onderneming gemachtigd wordt om te beleggen in financiële instrumenten die niet tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, in derivaten en in niet-liquide of zeer volatiele instrumenten, dan wel om *short sales* of aankopen met geleende middelen, effectenfinancieringstransacties (zie de definitie in art. 2(10) Uitvoeringsverordening) of transacties die margebetalingen, het stellen van zekerheden of valutarisico's meebrengen, te verrichten (zie considerans nr. 51 Uitvoeringsrichtlijn).

**129.** Op basis van de beleggingsdoelstellingen van de cliënt en de soorten financiële instrumenten in de portefeuille van de cliënt dienen gereglementeerde ondernemingen die vermogensbeheer verstrekken voortaan ook een geschikte evaluatie- en vergelijkingsmethode vast te stellen, zoals in voorkomend geval een zinnvolle *benchmark*, zodat de niet-professionele cliënt<sup>298</sup> voor wie het vermogensbeheer wordt verricht, de prestaties van de onderneming kan beoordelen. Deze regel doet de vraag rijzen wat het statuut is van dergelijke contractueel vastgelegde *benchmark*<sup>299</sup>. Het is met

name niet duidelijk of deze moet worden beschouwd als resultaatsverbintenis, zodat het niet halen van de *benchmark* bijna automatisch zou leiden tot aansprakelijkheid van de gereglementeerde onderneming, dan wel als een loutere inspanningsverbintenis<sup>300</sup>.

**130.** Wanneer een derde de financiële instrumenten of gelden van de niet-professionele cliënt kan aanhouden namens de gereglementeerde onderneming<sup>301</sup>, dient deze de cliënt hieromtrent allerhande bijkomende informatie te verstrekken<sup>302</sup>. Gelet op de sterke verwevenheid van deze informatieverplichtingen met de organisatorische verplichtingen in verband met bewaargeving van gelden en financiële instrumenten van cliënten aan derden, gaat een gedetailleerde bespreking van deze informatieverplichtingen het opzet van deze bijdrage te buiten. Zeer summier kunnen deze als volgt worden gesynthetiseerd:

Verplichte bijkomende informatie (bewaargeving gelden en financiële instrumenten)
Vermelding van de mogelijkheid dat gelden of financiële instrumenten in bewaring worden gegeven bij een derde, van de verantwoordelijkheid die de gereglementeerde onderneming zelf draagt ingeval de derde bemiddelaar een fout begaat of ingeval tegen hem een insolventieprocedure wordt geopend, alsook van de gevolgen van een dergelijke procedure voor de rechten van de cliënt <sup>1</sup> ;
Indien de financiële instrumenten van cliënten bij een derde bemiddelaar op een gezamenlijke rekening kunnen worden geplaatst zonder dat een scheiding wordt verricht in de boeken van deze derde bemiddelaar (een zogenaamde "omnibusrekening"): vermelding van de mogelijkheid daarvan en de hieraan verbonden risico's <sup>2</sup> ;
Indien rekeningen met financiële instrumenten of gelden die aan de cliënt toebehoren, onderworpen zijn of zullen zijn aan de wetgeving van een derde land: vermelding daarvan en waarschuwing dat dit van invloed kan zijn op de rechten van de cliënt met betrekking tot deze financiële instrumenten of gelden <sup>3</sup> ;
Vermelding van het bestaan en de voorwaarden van enigerlei zakelijk zekerheidsrecht of voorrecht dat de gereglementeerde onderneming heeft of kan hebben op financiële instrumenten of gelden van de cliënt, of van haar recht van schuldvergelijking op deze instrumenten of gelden <sup>4</sup> ;
Vermelding, voor zover van toepassing, dat een bewaarder een zakelijk zekerheidsrecht, een voorrecht of een recht van compensatie op de financiële instrumenten of gelden van de cliënt kan hebben <sup>5</sup> ;
Indien uit de regels van toepassing op de bewaarneming van de gelden of de tegoeden van de cliënten blijkt dat een beperktere bescherming geldt dan wettelijk voorgeschreven <sup>6</sup> : vermelding van de risico's die hieraan verbonden zijn <sup>7</sup> ; en
Indien gebruik wordt gemaakt van financiële instrumenten van cliënten: vermelding, vóór enig gebruik van de financiële instrumenten, van de op haar rustende verplichtingen en verantwoordelijkheden (inzonderheid wat de vergoeding voor de cliënt, de voorwaarden voor de restitutie van de financiële instrumenten en de risico's die de cliënt loopt, betreft) <sup>8</sup> .

1. Art. 72, eerste en tweede lid MiFID-K.B.

<sup>300</sup>. Dergelijke *benchmark* lijkt ons het karakter van een inspanningsverbintenis te hebben. Immers, indien een *benchmark* (bv. de BEL 20) geacht zou worden een resultaatsverbintenis in te houden, zou dit de vermogensbeheerder alle vrijheid ontnemen en zou dit ertoe leiden dat bij het beheer de *benchmark* strikt gevolgd zou moeten worden, wat meestal niet de bedoeling is indien gekozen wordt voor discretionair vermogensbeheer.

<sup>301</sup>. In dit licht moet worden opgemerkt dat beleggingsondernemingen in principe geen gelddeposito's mogen ontvangen. Op deze regel wordt een beperkte uitzondering gemaakt voor beursvennootschappen, voor wie dit verbod niet geldt voor zichtdeposito's of vernieuwbare termijndeposito's op ten hoogste drie maanden van hun cliënten, bestemd voor de verwerving van financiële instrumenten of voor terugbetalingen (art. 77 § 1 wet van 6 april 1995).

<sup>302</sup>. Zie art. 72-75 MiFID-K.B.

<sup>303</sup>. Art. 12 § 1 MiFID-K.B.

<sup>304</sup>. Art. 12 § 1 MiFID-K.B.

2. Art. 72, derde lid MiFID-K.B. Indien het toepasselijk recht van het rechtsgebied waarin de gelden of financiële instrumenten van een cliënt worden aangehouden, bemiddelaars belet zich te voegen naar de organisatorische regels inzake bescherming van deze tegoeden (art. 61-66 MiFID-K.B.), dient de gereglementeerde onderneming alle gelijkwaardige maatregelen te nemen die de rechten van de cliënten op gelijkwaardige wijze vrijwaren, inzonderheid door haar niet-professionele cliënten op de hoogte te brengen van de risico's die daaraan verbonden zijn (art. 72, laatste lid *juncto* 71 MiFID-K.B.).

3. Art. 73 MiFID-K.B.

4. Art. 74 MiFID-K.B.

5. Art. 74 *in fine* MiFID-K.B.

6. Zie art. 77 wet van 6 april 1995.

7. Art. 74, tweede lid, *juncto* art. 70 § 3 MiFID-K.B. Overeenkomstig art. 70 § 3 MiFID-K.B. moet de gereglementeerde onderneming in dat geval trouwens passende maatregelen nemen om de rechten van haar cliënten te vrijwaren, met name door deze informatie te verstrekken.

8. Art. 75 MiFID-K.B. De gereglementeerde onderneming moet bovendien de uitdrukkelijke toestemming van de cliënt verkrijgen met het gebruik van zijn of haar financiële instrumenten (zie ook art. 69 MiFID-K.B.).

## Informatie over financiële instrumenten

**131.** Gereglementeerde ondernemingen dienen hun cliënten – zowel professionele als niet-professionele – een algemene beschrijving te verstrekken van de aard van en risico's verbonden aan financiële instrumenten. Deze beschrijving moet een toelichting over de aard van het specifieke soort financiële instrument en over de daaraan verbonden risico's omvatten, die gedetailleerd genoeg is om de cliënt in staat te stellen met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen<sup>303</sup>. Bij die beschrijving dienen de gereglementeerde ondernemingen inzonderheid rekening te houden met de indeling van de cliënt in de categorie niet-professionele dan wel professionele cliënten<sup>304</sup>.

**132.** De beschrijving van de risico's dient, voor zover dit van belang is voor het specifieke soort instrument in kwestie en voor de status en het kennisniveau van de cliënt, onder meer de volgende elementen te omvatten:

Beschrijving van de risico's <sup>1</sup>
De risico's die verbonden zijn aan het soort financiële instrument in kwestie, waaronder (desgevallend) een uitleg over de hefboomwerking en de gevolgen daarvan, alsook (desgevallend) het risico dat de gehele belegging verloren gaat;
De volatiliteit van de prijs van dergelijke instrumenten en eventuele beperkingen in de bestaande markt voor dergelijke instrumenten;
Het feit dat een belegger ingevolge transacties in dergelijke instrumenten naast de aanschaffingskosten van de instrumenten extra financiële en andere verplichtingen, waaronder voorwaardelijke verplichtingen, zou kunnen aangaan;
Eventuele marge- of soortgelijke verplichtingen die van toepassing zijn op dit soort instrumenten.

1. Art. 12 § 2, eerste lid MiFID-K.B. De CBFA kan bij reglement de bewoordingen of de inhoud van de in het kader van deze paragraaf vereiste beschrijving van de risico's nader regelen (art. 12 § 2, tweede lid MiFID-K.B.).



**133.** De gedetailleerdheid van deze informatie kan niet alleen variëren in functie van cliëntenclassificatie, maar ook naar gelang de aard en het risicoprofiel van de aangeboden financiële instrumenten. Zo kan bij sommige financiële instrumenten alleen de informatie over het soort instrument al voldoende zijn, terwijl bij andere instrumenten de informatie op het specifieke product gericht moet zijn. De informatie mag echter nooit zo algemeen zijn dat essentiële elementen worden weggelaten<sup>305</sup>.

**134.** In sommige gevallen gelden specifieke, bijkomende informatieverplichtingen. Dit is het geval wanneer financiële instrumenten op het ogenblik van de informatieverstreking aan het publiek worden aangeboden<sup>306</sup>, of wanneer de beleggingsdienst samengestelde financiële instrumenten omvat<sup>307</sup>, of nog wanneer financiële instrumenten een garantie van een derde omvatten<sup>308</sup>.

**135.** Met betrekking tot rechten van deelneming in een openbare ICB met een veranderlijk aantal rechten van deelneming<sup>309</sup>, wordt een vereenvoudigd prospectus dat voldoet aan de voorschriften van de wet van 20 juli 2004, als passende informatie over deze financiële instrumenten en de eventueel eraan gekoppelde beleggingsstrategie aangemerkt<sup>310</sup>.

### Informatie over plaatsen van uitvoering

**136.** Een derde element waarover overeenkomstig de principebepaling van artikel 27 § 3 van de wet van 2 augustus 2002 passende informatie moet worden verstrekt, zijn de plaatsen van uitvoering. Welke informatie hierover precies moet worden gegeven, werd niet uitdrukkelijk verder uitgewerkt in het MiFID-K.B. In het kader van het principe van optimale uitvoering dient de gereglementeerde onderneming haar cliënten in elk geval op de hoogte te brengen van haar orderuitvoeringsbeleid, waarin ook de mogelijke plaatsen van uitvoering van cliëntenorders zijn opgenomen (zie randnr. 205).

<sup>305.</sup> Zie considerans nr. 45 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>306.</sup> Als een gereglementeerde onderneming een niet-professionele cliënt informatie verstrekt over een financieel instrument dat op dat moment aan het publiek wordt aangeboden en als in verband met deze aanbieding een prospectus is gepubliceerd overeenkomstig de Prospectusrichtlijn, deelt deze onderneming de cliënt mee waar dit prospectus verkrijgbaar is (art. 12 § 3 MiFID-K.B.). Overhandiging door de gereglementeerde onderneming van dit prospectus is evenwel niet verplicht. Doet de gereglementeerde onderneming dit toch, dan is zij in principe niet verantwoordelijk voor de kwaliteit van de daarin verschafte informatie (zie randnr. 93).

<sup>307.</sup> Wanneer mag worden aangenomen dat de risico's die verbonden zijn aan een financieel instrument dat uit twee of meer verschillende financiële instrumenten of diensten bestaat, groter zijn dan de risico's die verbonden zijn aan elk van de componenten afzonderlijk, verstrekt de gereglementeerde onderneming een adequate beschrijving van de componenten van dit instrument en van de risicoverhogende wisselwerking daartussen (art. 12 § 5 MiFID-K.B.). Deze informatieverplichting lijkt te gelden ten aanzien van zowel professionele als niet-professionele cliënten.

<sup>308.</sup> Bij financiële instrumenten die een garantie van een derde omvatten, moet de informatie voldoende bijzonderheden omvatten over de garantieggever en de garantie opdat een niet-professionele cliënt zich een behoorlijk beeld zou kunnen vormen van de garantie (art. 12 § 5 MiFID-K.B.).

<sup>309.</sup> Ingeschreven op de lijst als bedoeld in art. 31 of 129 wet van 20 juli 2004.

<sup>310.</sup> Art. 14, eerste lid MiFID-K.B.

<sup>311.</sup> Ingeschreven op de lijst als bedoeld in art. 31 of 129 wet van 20 juli 2004.

<sup>312.</sup> Art. 14, tweede lid MiFID-K.B.

<sup>313.</sup> Considerans nr. 55 Uitvoeringsrichtlijn.

### Informatie over de kosten en bijbehorende lasten

**137.** Gereglementeerde ondernemingen dienen hun niet-professionele cliënten ten slotte informatie te verschaffen over de kosten en bijbehorende lasten. Deze informatie moet, voor zover van toepassing, uit de volgende elementen bestaan:

Informatie over de kosten en lasten <sup>1</sup>
Vermelding van de totale prijs die de cliënt moet betalen voor het financiële instrument of de beleggings- of nevendienst <sup>2</sup> . Indien geen exacte prijs kan worden gegeven, moet de grondslag voor de berekening van de totale prijs worden verstrekt zodat de cliënt deze zelf kan verifiëren <sup>3</sup> ;
Indien een deel van de totale prijs moet worden betaald of luidt in een buitenlandse valuta: een vermelding van de desbetreffende valuta en de toepasselijke omrekeningskoers en wisselkosten;
Vermelding van de mogelijkheid dat transacties die verband houden met het financiële instrument of de beleggingsdienst, nog andere kosten, waaronder belastingen, voor de cliënt kunnen meebrengen die niet via de gereglementeerde onderneming worden betaald of door haar worden opgelegd <sup>4</sup> ; en
Vermelding van de regeling voor betaling of andere prestaties <sup>5</sup> .

1. Art. 13 MiFID-K.B.

2. *I.e.* inclusief alle bijhorende vergoedingen, provisies, lasten en uitgaven en inclusief alle belastingen die via de gereglementeerde onderneming moeten worden betaald.

3. Daarbij moeten de door de onderneming in rekening gebrachte provisies in elk geval afzonderlijk gedetailleerd worden (art. 13, tweede lid MiFID-K.B.).

4. Enkel de mogelijkheid van dergelijke kosten moet worden vermeld, dus gereglementeerde ondernemingen moeten niet definitief stellen dat deze kosten ook effectief van toepassing zullen zijn.

5. Art. 13, eerste lid MiFID-K.B.

**138.** Wat betreft de kosten en bijbehorende lasten (inclusief de instap- en uitstapprovisies) die specifiek betrekking hebben op rechten van deelneming in een openbare ICB met een veranderlijk aantal rechten van deelneming<sup>311</sup>, wordt een vereenvoudigd prospectus dat aan de voorschriften van de wet van 20 juli 2004 voldoet, opnieuw als passende informatie aangemerkt<sup>312</sup>. Wel moeten gereglementeerde ondernemingen die dergelijke rechten van deelneming commercialiseren, hun cliënten aanvullende informatie verstrekken over alle andere kosten en bijbehorende lasten van de door hen verleende beleggingsdiensten in verband met deze rechten van deelneming<sup>313</sup>.

### (e) *Wijzigingen in de verstrekte informatie*

**139.** De gereglementeerde ondernemingen geven een cliënt tijdig kennis van ingrijpende wijzigingen in de hierboven beschreven informatie die van belang zijn voor een dienst die de onderneming voor deze cliënt verricht. Deze kennisgeving wordt gedaan op een duurzame drager als de desbetreffende informatie ook op een duurzame drager wordt gegeven<sup>314</sup>.

### 4.4. Het “ken-uw-client”-beginsel<sup>315</sup>

**140.** Informatieverplichtingen hebben als doel om beleggers toe te laten met kennis van zaken hun beleggingsbeslissingen te nemen. Het is echter niet meer de *uitsluitende* verantwoordelijkheid van de belegger om bij zijn of haar wensen en doelstellingen aansluitende beleggingsbeslissingen te nemen. Meer en meer<sup>316</sup> wordt die verantwoordelijkheid ook bij de gereglementeerde onderneming gelegd, die moet evalueren of de cliënt de diensten krijgt en/of tot de transacties besluit die aansluiten bij zijn of haar beleggersprofiel. De gereglementeerde onderneming moet daartoe, op basis van gerichte vragen, haar cliënt leren “kennen”.

**141.** Deze ken-uw-client (of “*know your customer*”) -vereisten variëren in functie van de omstandigheden. De vraag welke ken-uw-client-vereisten precies van toepassing zijn in de relatie tussen een gereglementeerde onderneming en een cliënt is vooral afhankelijk van de vraag welke beleggingsdienst verlangd of verstrekt wordt. In de context van vermogensbeheer en beleggingsadvies dienen de gereglementeerde ondernemingen een “geschiktheidsbeoordeling” (*suitability test*) te doen. In de context van de andere beleggingsdiensten dienen zij slechts een beperktere “passendheidsbeoordeling” (*appropriateness test*) te verrichten, tenzij – indien zogenaamde “execution only”-diensten worden verricht (nl. het uitvoeren van orders van cliënten en/of het ontvangen en doorgeven van deze orders, met of zonder nevendiensten) – de voorwaarden vervuld zijn waaronder ook deze test niet moet gebeuren<sup>317</sup>.

**142.** De ken-uw-client-verplichtingen bestaan eigenlijk uit twee fases. In een eerste fase dient de gereglementeerde onderneming van de cliënt – of uit andere bronnen – bepaalde informatie te bekomen, om vervolgens in een tweede fase op basis daarvan te beoordelen of de voorgenomen beleggingsdienst of transactie al dan niet geschikt of passend is voor de cliënt.

#### 4.4.1. *Informatievergaring*

**143.** Om de nodige informatie over de (financiële) achtergrond, doelstellingen en wensen van de cliënt te bekomen, zal een gereglementeerde onderneming vooral een beroep doen op de cliënt zelf als bron van informatie. Een gereglementeerde onderneming mag daarbij in principe vertrouwen op de informatie die haar (bestaande of potentiële) cliënten verstrekken, tenzij zij weet of zou moeten weten dat deze informatie kennelijk verouderd, onnauwkeurig of onvolledig is<sup>318</sup>. Een gereglementeerde onderneming moet dus niet systematisch alle ontvangen informatie controleren. Indien de verstrekte informatie echter manifest onjuist, onvolledig of verouderd is – bijvoorbeeld een verouderde loonfiche of, voor een vennootschap, verouderde jaarrekeningen – zal de gereglementeerde onderneming niet zonder meer mogen voortgaan op die informatie<sup>319</sup>. Er is met andere woorden een marginale toetsing vereist van de informatie die door de cliënt wordt verstrekt.

**144.** In dit licht rijst de vraag wat de “houdbaarheidsdatum” van de bekomen informatie en de erop gebaseerde beoordeling is. De vraag werd gesteld welk tijdsbestek aanvaardbaar is tussen een geschiktheids- of passendheidsbeoordeling en het geven van advies of het verrichten van de dienst, vooral gelet op de volatiliteit van financiële instrumenten (waarvan de waarde meestal sneller evolueert dan dat de persoonlijke omstandigheden van de cliënt veranderen). De Europese Commissie heeft hierop geantwoord dat zaak per zaak moet worden beoordeeld door de gereglementeerde onderneming welk tijdsbestek aanvaardbaar is. Het is immers de gereglementeerde onderneming die moet garanderen dat zij een geschikt advies geeft of een voor de cliënt geschikte, *c.q.* passende transactie uitvoert op het ogenblik waarop dit advies wordt verschaft of de transactie wordt uitgevoerd<sup>320</sup>.

<sup>314</sup> Art. 10 § 6 MiFID-K.B.

<sup>315</sup> Zie hierover ook H. LANNON, *l.c.*, 412-420.

<sup>316</sup> Ken-uw-client verplichtingen bestonden ook al voor de inwerkingtreding van de MiFID. Zie bv. het oude art. 36 § 1, 4° wet van 6 april 1995.

<sup>317</sup> Lannoy geeft aan hoe gereglementeerde ondernemingen, geconfronteerd met deze verschillende regels, een keuze moeten maken met betrekking tot de manier waarop ze hun netwerk zullen organiseren in functie van hun *business model*. Hij onderscheidt drie verschillende basismodellen volgens welke bemiddelaars hun cliënteel kunnen benaderen in functie van de ken-uw-client-vereisten: (i) het *gescheiden model*, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen cliënten in beleggingsadvies en vermogensbeheer enerzijds en de andere cliënten anderzijds; (ii) het *adviesmodel*, waarbij de bemiddelaar ervan uitgaat dat alle cliënten in een adviesrelatie zitten; en (iii) het *internetmodel*, waarbij de tussenkomst van de bemiddelaar zich beperkt tot het uitvoeren van de instructies van de cliënt. In de praktijk zal ook vaak gebruik gemaakt worden van een combinatie van deze modellen. Zie hierover in detail H. LANNON, *l.c.*, 418-419.

<sup>318</sup> Art. 17 § 4 MiFID-K.B.

<sup>319</sup> Zie M. ELDERFIELD *e.a.*, *o.c.*, 164-165.

<sup>320</sup> Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 1.1.

145. Hoeveel informatie de gereglementeerde onderneming precies zal moeten opvragen in het kader van de ken-uw-client-verplichtingen, kan in de praktijk variëren. Uiteraard is er in de eerste plaats een variatie naargelang een geschiktheidsbeoordeling of slechts een beperktere passendheidsbeoordeling dient te gebeuren. Dit wordt in randnummers 148-161 in meer detail toegelicht. Maar ook voor eenzelfde beleggingsdienst kan de hoeveelheid op te vragen informatie variëren in functie van de omstandigheden<sup>321</sup>. Eerder dan een lijst van minimaal op te vragen informatie te bepalen, is er voor geopteerd om te voorzien in criteria die het een gereglementeerde onderneming mogelijk moeten maken te beoordelen welke informatie in elk specifiek geval moet worden bekomen<sup>322</sup>. Het is immers niet steeds nodig volledige informatie te verwerven over het cliëntenprofiel. Een gereglementeerde onderneming die een volledige financiële adviesverlening geeft, waarbij alle financiën van de cliënt worden beschouwd, zal bijvoorbeeld meer informatie nodig hebben dan een gereglementeerde onderneming die adviseert over een relatief kleine investering in een vrij beperkte reeks producten met laag risico<sup>323</sup>. Indien een cliënt weigert precieze gegevens te verstrekken over de hoegrootheid van zijn of haar vermogen, kan het in die zin in bepaalde gevallen volstaan dat deze bevestigt dat zijn of haar vermogen hoger is dan een bepaald bedrag dat de gereglementeerde onderneming voldoende acht opdat de cliënt het risico verbonden aan een transactie zou kunnen dragen<sup>324</sup>. Uiteindelijk is het de gereglementeerde onderneming die moet beoordelen of zij voldoende informatie verkregen heeft om een geschiktheidsbeoordeling, *c.q.* passendheidsbeoordeling te kunnen uitvoeren.

146. Wanneer een cliënt niet voldoende informatie verschafft, zijn de gevolgen echter verschillend in functie van de te verstrekken beleggingsdiensten. Indien een gereglementeerde onderneming voor de verrichting van beleggingsadvies of vermogensbeheer niet voldoende informatie bekomt om een geschiktheidsbeoordeling te kunnen uitvoeren, mag zij de cliënt geen beleggingsdiensten of financiële instrumenten aanbevelen noch vermogensbeheersdiensten verstrekken<sup>325</sup>. Wanneer de cliënt daarentegen onvoldoende informatie verstrekt in het kader van de passendheidsbeoordeling, dient de gereglementeerde onderneming de cliënt slechts te waarschuwen dat zij daardoor niet kan vaststellen of de aangeboden dienst of het aangeboden product voor hem of haar passend is<sup>326</sup>, zonder dat dit echter belet dat de gereglementeerde onderneming de dienst toch verricht voor de cliënt<sup>327</sup>.

147. Uiteraard mag de gereglementeerde onderneming een cliënt er niet toe aanzetten de benodigde informatie niet te verschaffen<sup>328</sup>. In dit licht is gesteld dat een gereglementeerde onderneming de waarschuwing dat zij bij gebrek aan voldoende informatie niet kan beoordelen of de beoogde transactie passend is voor de cliënt, niet mag opnemen in de vragenlijst waarmee de informatie in het kader van de passendheidsbeoordeling gevraagd wordt aan de cliënt. Deze waarschuwing zou slechts mogen worden gegeven in een van de vragenlijst afzonderlijk document, nadat de cliënt de vragenlijst niet of niet volledig heeft beantwoord<sup>329</sup>.

<sup>321</sup>. De mogelijkheid om de hoeveelheid informatie die moet worden vergaard aan te passen in functie van de omstandigheden, blijkt trouwens duidelijk uit de formulering van de desbetreffende bepalingen. Zie bv. in art. 27 § 4 wet van 2 augustus 2002: de “nodige” informatie; art. 15 § 1, eerste lid MiFID-K.B.: “en hangt af van de aard en reikwijdte van de verrichte dienst”; art. 17 § 2 MiFID-K.B.: “gegevens aangepast aan het soort cliënt, de aard en omvang van de te verrichten diensten aan het beoogde soort product of transactie, de complexiteit ervan en de eruit voortvloeiende risico’s” (zie hierover verder randnr. 154 en voetnoot 340).

<sup>322</sup>. Er werd daarbij geargumenteed dat in het licht van de grote variatie in financiële instrumenten, cliënten, markten en diensten die onder de MiFID vallen, het ondoenbaar is om een lijst van te bekomen informatie op te stellen. Dergelijke lijst zou te weinig flexibiliteit toelaten en zou ertoe leiden dat in bepaalde gevallen te veel informatie wordt gevraagd, en in andere situaties te weinig. Aangezien de cliënt uiteindelijk de kosten van de dienstverlening draagt, is het vragen van te veel informatie zowel voor de cliënt als voor de onderneming nadelig. Cliënten kunnen daarenboven afzien van een vraag om advies indien ze het gevoel krijgen onnodige vragen te moeten beantwoorden (CESR/05-290b, 26). In de praktijk blijkt echter dat de meeste Belgische gereglementeerde ondernemingen toch met min of meer gestandaardiseerde vragenlijsten werken.

<sup>323</sup>. CESR/05-290b, 25.

<sup>324</sup>. M. ELDERFIELD e.a., *o.c.* Zie ook Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 175.

<sup>325</sup>. Art. 27 § 4, tweede lid wet van 2 augustus 2002. CESR had nochtans voorgesteld dat de gereglementeerde onderneming in dat geval wel diensten zou kunnen leveren op “a cautious basis in respect of that missing information (for example, if no information is provided by a retail client in respect of his knowledge and experience, it may proceed on the basis that this client does not possess any knowledge or experience)” (CESR/05-290b, 26). Zie in dit verband ook Europese Commissie, “Your Questions on MiFID”, Vraag 65.

<sup>326</sup>. Art. 27 § 5, derde lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>327</sup>. De verschillende terminologie in art. 27 § 4 en § 5 wet van 2 augustus 2002 zou daarop wijzen. In § 4 staat vermeld dat de gereglementeerde onderneming de nodige informatie *bekomt*; in § 5 dat deze informatie *inwint* (zie Background Note, 7.5.3).

<sup>328</sup>. Het werd nodig geacht dit expliciet te bepalen (art. 17 § 3 MiFID-K.B.).

<sup>329</sup>. M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 174-175.

#### 4.4.2. Geschiktheidsbeoordeling ("suitability test")

##### Artikel 27 § 4 wet van 2 augustus 2002

Bij het verstrekken van beleggingsadvies of het verrichten van vermogensbeheer, bekomt de gereglementeerde onderneming van de cliënt of potentiële cliënt de nodige informatie betreffende de kennis en ervaring van de cliënt of potentiële cliënt op beleggingsgebied met betrekking tot het specifieke soort product of dienst, zijn financiële situatie en zijn beleggingsdoelstellingen, teneinde de cliënt of potentiële cliënt de voor hem geschikte beleggingsdiensten en financiële instrumenten te kunnen aanbevelen of voor hem geschikt vermogensbeheer te verstrekken.

Wanneer een gereglementeerde onderneming bij de verrichting van beleggingsadvies of vermogensbeheer niet de op grond van het eerste lid vereiste informatie bekomt, beveelt zij de cliënt of potentiële cliënt geen beleggingsdiensten of financiële instrumenten aan en verstrekt zij geen vermogensbeheersdiensten.

**148.** Bij het verstrekken van beleggingsadvies of vermogensbeheer moet de gereglementeerde onderneming van de cliënt de nodige informatie bekomen betreffende (i) zijn of haar kennis en ervaring op beleggingsgebied met betrekking tot het specifieke soort product of dienst, (ii) zijn of haar financiële situatie en (iii) zijn of haar beleggingsdoelstellingen, teneinde de voor hem of haar geschikte beleggingsdiensten<sup>330</sup> en financiële instrumenten te kunnen aanbevelen of een geschikt vermogensbeheer te kunnen verstrekken<sup>331</sup>. In het kader van deze geschiktheidsbeoordeling moet de gereglementeerde onderneming meer bepaald de informatie bekomen die zij nodig heeft om inzicht te krijgen in de belangrijkste feiten over de cliënt en om er, gelet op de aard en reikwijdte van de verrichte dienst, redelijkerwijs van uit te kunnen gaan dat de specifieke transactie die zal worden aanbevolen of in het kader van het vermogensbeheer zal worden aangegaan, aan de drie hieronder uitgewerkte criteria voldoet<sup>332</sup>.

##### (a) Eerste test

**149.** De beoogde transactie moet in de eerste plaats voldoen aan de beleggingsdoelstellingen van de cliënt<sup>333</sup>. Om de beleggingsdoelstellingen van de cliënt in te schatten, dient de gereglementeerde onderneming informatie te bekomen over de duur van de periode waarin de cliënt de belegging wenst aan te houden (*i.e.* zijn of haar beleggingshorizon),

zijn of haar voorkeur wat betreft het nemen van bepaalde risico's, zijn of haar risicoprofiel en de bedoeling van de belegging<sup>334</sup>.

**150.** Bij de beoordeling of een bepaalde transactie voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de cliënt, mag een gereglementeerde onderneming de transactie uiteraard niet in isolatie bekijken. Zo moet bijvoorbeeld ook rekening worden gehouden met de vraag of die transactie, binnen het geheel van de dienstverlening en de portefeuille van de cliënt, voldoet aan zijn of haar beleggingsdoelstellingen. Een transactie die op zichzelf lijkt overeen te stemmen met de beleggingsdoelstellingen van de cliënt, kan op die manier ongeschikt zijn indien zij resulteert in een ongeschikte portefeuille. Evenzo kan een reeks transacties die, ieder afzonderlijk beschouwd, geschikt lijken, toch ongeschikt worden indien bijvoorbeeld de frequentie waarmee deze transacties worden doorgevoerd niet in het belang is van de cliënt<sup>335</sup>.

**151.** Naast een geschiktheidsbeoordeling van elke specifieke transactie, dient ook de geschiktheid van de portefeuille op zichzelf regelmatig te worden geherevalueerd. In geval van vermogensbeheer en in bepaalde vormen van beleggingsadvies is het immers de bedoeling om een voor de cliënt geschikte portefeuille in stand te houden. Ook "inactiviteit" of het uitblijven van transacties of aanbevelingen moet derhalve aan een geschiktheidsbeoordeling worden onderworpen<sup>336</sup>.

##### (b) Tweede test

**152.** Vervolgens moet de gereglementeerde onderneming nagaan of de cliënt de met de transactie samenhangende beleggingsrisico's in overeenstemming met zijn of haar beleggingsdoelstellingen financieel kan dragen. De gereglementeerde onderneming moet hiertoe de volgende gegevens opvragen in verband met de financiële situatie van de cliënt: gegevens over de herkomst en omvang van zijn of haar (i) reguliere inkomsten, (ii) vermogen, waaronder liquide middelen, beleggingen en onroerend goed, en (iii) reguliere financiële verplichtingen<sup>337</sup>.

<sup>330</sup>. Het "aanbevelen van *beleggingsdiensten*" valt nochtans niet onder de definitie van beleggingsadvies, dat enkel advies over *financiële instrumenten* behelst (zie randnrs. 39 e.v.). De verwijzing naar het aanbevelen van beleggingsdiensten reflecteert volgens bepaalde auteurs dat door de aan- of verkoop van een financieel instrument ook impliciet het gebruik van de diensten om die aan- of verkoop te bewerkstelligen, wordt aanbevolen (M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 161).

<sup>331</sup>. Art. 27 § 4 wet van 2 augustus 2002. Ook een aanbeveling, verzoek of advies om een machtiging te verlenen of te wijzigen die de speelruimte van de vermogensbeheerder bepaalt, moet worden aangemerkt als een aanbeveling in de zin van deze bepaling (zie considerans nr. 60 Uitvoeringsrichtlijn).

<sup>332</sup>. Art. 15 § 1 MiFID-K.B.

<sup>333</sup>. Art. 15 § 1, a) MiFID-K.B.

<sup>334</sup>. Art. 15 § 4 MiFID-K.B.

<sup>335</sup>. Considerans nr. 57 Uitvoeringsrichtlijn; zie ook CESR/05-290b, 27. Dit is wat veelal "*switching and churning*" wordt genoemd (zie E. WYMEERSCH, *l.c.*, 582), wat trouwens ook een schending van het loyaleitbeginsel kan uitmaken.

<sup>336</sup>. Zie CESR/05-290b, 27.

<sup>337</sup>. Art. 15 § 3 MiFID-K.B.

153. Ten aanzien van een *per se* professionele cliënt aan wie *beleggingsadvies* wordt verstrekt, kan een gereglementeerde onderneming er echter van uitgaan dat deze tweede vereiste is vervuld<sup>338</sup>.

### (c) Derde test

154. De gereglementeerde onderneming moet in het kader van de geschiktheidsbeoordeling ten slotte nagaan of de cliënt de nodige ervaring en kennis heeft op beleggingsgebied om te begrijpen welke risico's verbonden zijn aan de transactie of aan het beheer van zijn of haar portefeuille. Daartoe moet de gereglementeerde onderneming informatie bekomen over: (i) het soort dienst, transactie en financiële instrument waarmee de cliënt vertrouwd is; (ii) de aard, het volume en de frequentie van de transacties van de cliënt in financiële instrumenten en de periode waarover deze zijn verricht, en (iii) het opleidingsniveau en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep van de (potentiële) cliënt<sup>339</sup>. Welke en hoeveel gegevens precies moeten worden gevraagd aan de cliënt is afhankelijk van het soort cliënt, de aard en omvang van de te verrichten dienst en het beoogde soort product of transactie, de complexiteit ervan en de eruit voortvloeiende risico's<sup>340</sup>.

155. Ten aanzien van een professionele cliënt kan een gereglementeerde onderneming er, gelet op de definitie van "professionele cliënt" als "een cliënt die de nodige ervaring, kennis en deskundigheid bezit om zelf beleggingsbeslissingen te nemen en de door hem gelopen risico's adequaat in te schatten"<sup>341</sup> (zie randnr. 27), van uitgaan dat deze derde

vereiste vervuld is<sup>342</sup>.

156. In verband met deze derde vereiste moet worden benadrukt dat kennis geen vast en onveranderlijk gegeven is. De vraag rijst dan ook in hoeverre een gereglementeerde onderneming de kennis van de cliënt kan vergroten door bepaalde informatie over de voorgenomen transactie te verschaffen. Er is geargumenteed dat dit tot op zekere hoogte mogelijk is, doch dat het daartoe niet volstaat dat de gereglementeerde onderneming een informatiebrochure overhandigt aan de cliënt. De gereglementeerde onderneming zou daarentegen moeten kunnen aantonen dat de cliënt de informatie ook echt gelezen en begrepen heeft<sup>343</sup>. O.i. vormt een uitspraak van de Nederlandse Hoge Raad, waarin gesteld werd dat de enkele bekendheid met een bepaald soort transacties niet hetzelfde is als relevante deskundigheid daaromtrent, in dit verband een treffende leidraad<sup>344</sup>.

157. De beoordeling van de kennis en ervaring van de cliënt maakt in elk geval een essentieel onderdeel uit van de geschiktheidsbeoordeling, zodat de gereglementeerde onderneming geen transacties in een financieel instrument mag aanbevelen, indien de cliënt niet in staat is om de risico's verbonden aan de transactie te begrijpen<sup>345</sup>. De Europese Commissie heeft daarbij verduidelijkt dat het niet volstaat dat een gereglementeerde onderneming nagaat of de cliënt de risico's begrijpt die zijn verbonden aan de *algemene strategie* die de gereglementeerde onderneming zal volgen. De cliënt moet ook de risico's begrijpen in verband met de *specifieke instrumenten* die zullen worden gebruikt om die strategie te implementeren en in verband met de interactie tussen de verschillende instrumenten die in de portefeuille van de cliënt zullen worden opgenomen<sup>346</sup>.

<sup>338</sup>. Art. 15 § 2 MiFID-K.B. Uiteraard geldt dit enkel voor de diensten en transacties waarvoor de cliënt als professioneel gekwalificeerd is (CESR/05/290b, 25); een cliënt heeft immers niet noodzakelijk voor alle diensten of transacties hetzelfde statuut (zie V. COLAERT, *l.c.*, 408, nr. 38 en 409, nr. 42).

<sup>339</sup>. Art. 17 § 2 MiFID-K.B. Er is geopperd dat ingeval de cliënt een rechtspersoon is, deze vereiste beoordeeld moet worden in hoofde van de persoon die de rechtspersoon vertegenwoordigt voor doeleinden van de beleggingsdienst (zie M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 162). Zie over ditzelfde probleem inzake de vraag hoe de criteria om te beoordelen of een niet-professionele cliënt behandeld kan worden als professionele cliënt moeten worden toegepast ten aanzien van een rechtspersoon, V. COLAERT, *l.c.*, 406-407, nrs. 32-33.

<sup>340</sup>. Art. 17 § 2 *in fine* MiFID-K.B. In het algemeen moeten gereglementeerde ondernemingen van de cliënt minstens de informatie verkrijgen over kennis en ervaring inzake de beleggingsdiensten en types van financiële instrumenten waarin de cliënt geïnteresseerd is of waarin de onderneming van plan is aanbevelingen te doen. Als de cliënt bv. enkel geïnteresseerd is in aandelen, dient de onderneming geen andere informatie over de kennis en ervaring over afgeleide producten, zoals opties en futures van de cliënt te bekomen. In bepaalde gevallen zal de ruimere kennis en ervaring van de cliënt echter relevant zijn. Dit kan bv. het geval zijn indien de cliënt geen kennis of ervaring heeft over de beoogde diensten of transacties. Zie CESR/05-290b, 25-26 en 31.

<sup>341</sup>. Zie CESR/05-290b, 30.

<sup>342</sup>. Art. 15 § 2 MiFID-K.B. Uiteraard geldt dit enkel voor de diensten en transacties waarvoor de cliënt als professioneel gekwalificeerd is (CESR/05/290b, 25).

<sup>343</sup>. M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 167.

<sup>344</sup>. Hoge Raad 11 juli 2003, LJN-nummer AF7419, zaaknummer C01/257HR: "[d]eskundigheid op het gebied van de optiehandel aan de zijde van de cliënt kan [...] weliswaar van invloed zijn op de omvang van die zorgplicht, maar de enkele bekendheid met de optiehandel in het algemeen en de daaraan verbonden risico's in het bijzonder kan [...] niet leiden tot het oordeel dat sprake is van in dit verband relevante deskundigheid aan de zijde van de cliënt". Zie ook Luik 16 januari 1997, *T.B.H.* 1999, 22, waarin eigenlijk een toepassing gemaakt wordt *avant la lettre* van de ken-uw-cliëntplicht (op het ogenblik van de feiten was het oude art. 36 wet van 6 april 1995 nog niet ingevoerd), in een execution-only-verhouding. Zie V. COLAERT, *l.c.*, randnr. 7 en voetnoot 26.

<sup>345</sup>. Europese Commissie, "MiFID Q&A", Vraag 1.2.

<sup>346</sup>. Europese Commissie, "MiFID Q&A", Vraag 85.

### 4.4.3. Passendheidsbeoordeling ("appropriateness test")

#### Artikel 27 § 5 wet van 2 augustus 2002

*De gereglementeerde onderneming, die andere dan de in [art. 27 § 4] bedoelde beleggingsdiensten verricht, wint bij de cliënt of de potentiële cliënt informatie in over zijn ervaring en kennis op beleggingsgebied met betrekking tot het specifieke soort van product of dienst die men voornemens is aan te bieden of die wordt verlangd, zodat de onderneming kan beoordelen of het aangeboden product of de te verrichten beleggingsdienst passend is voor de cliënt.*

*Indien de gereglementeerde onderneming op grond van de uit hoofde van het eerste lid ontvangen informatie oordeelt dat het product of de dienst voor de cliënt of de potentiële cliënt niet passend is, waarschuwt zij de cliënt of de potentiële cliënt. Deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt.*

*Wanneer de cliënt of de potentiële cliënt ervoor kiest de in de eerste lid bedoelde informatie over zijn ervaring en kennis niet te verstrekken of wanneer hij onvoldoende informatie hierover verstrekt, waarschuwt de gereglementeerde onderneming de cliënt of de potentiële cliënt dat zij door diens beslissing niet kan vaststellen of de aangeboden dienst of het aangeboden product voor hem passend is. Deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt.*

**158.** Indien een cliënt andere beleggingsdiensten dan vermogensbeheer of beleggingsadvies<sup>347</sup> verlangt, dient de gereglementeerde onderneming slechts een beperktere passendheidsbeoordeling uit te voeren, die eigenlijk *mutatis mutandis* neerkomt op de derde test van de geschiktheidsbeoordeling (zie hierboven, randnr. 154-157). De gereglementeerde onderneming moet met name nagaan of de cliënt over de nodige ervaring en kennis beschikt om te begrijpen welke risico's verbonden zijn aan het product of de beleggingsdienst. Zij dient daartoe bij de cliënt informatie in te winnen over zijn of haar ervaring en kennis op beleggingsgebied met betrekking tot het specifieke soort van product of dienst dat men voornemens is aan te bieden of dat wordt verlangd<sup>348</sup>.

**159.** Ten aanzien van professionele cliënten mag een gereglementeerde onderneming er echter opnieuw van uitgaan dat deze vereiste is vervuld<sup>349</sup>. In verband met de passendheidsbeoordeling is daarenboven eenzelfde vermoeden ingelast voor cliënten die vóór de datum van toepassing van het *MiFID-K.B.* (namelijk 1 november 2007) een reeks transacties<sup>350</sup> in een bepaald soort product of dienst hebben ver-

richt<sup>351</sup>. Dit komt er op neer dat ten aanzien van deze cliënten geen (nieuwe) passendheidstest dient te gebeuren, ongeacht of bij het begin van de relatie tussen deze cliënten en de onderneming dergelijke test gebeurd is, en ongeacht of deze cliënten volgens de MiFID-criteria al dan niet als professioneel zijn aan te merken<sup>352</sup>. Deze regel kan dus eigenlijk gezien worden als een soort van overgangsmaatregel inzake cliëntenclassificatie<sup>353</sup>. Dit moet begrepen worden vanuit het feit dat een passendheidsbeoordeling slechts dient te gebeuren in het kader van het aanbieden van een (nieuwe) beleggingsdienst vanaf 1 november 2007. De Europese Commissie heeft geoordeeld dat er geen verplichting is om producten die al werden aangehouden door bestaande cliënten vóór die datum te doen verkopen, mochten deze in het licht van de nieuwe passendheidsbeoordeling als ongepast voor die cliënt voorkomen<sup>354</sup>. Het lijkt er dan ook op dat deze overgangsmaatregel is ingevoerd om rechtszekerheid te creëren. De Europese Commissie merkt evenwel wel op dat ten aanzien van die cliënten wel onder meer het loyautiteitsbeginsel geldt, dat moet garanderen dat de gereglementeerde onderneming in het belang van de cliënt handelt, evenals het principe van optimale uitvoering van orders<sup>355</sup>.

**160.** Wanneer een niet-professionele cliënt gebruik maakt van de diensten van een gereglementeerde onderneming om een reeks transacties te verrichten, hoeft de onderneming niet elke transactie afzonderlijk opnieuw te toetsen. Zij voldoet aan haar plicht als zij vóór het begin van deze dienstverlening de passendheid ervan heeft getoetst<sup>356</sup>. In de praktijk zal een gereglementeerde onderneming meestal een vrij omvattende vragenlijst voorleggen aan de niet-professionele cliënt om te kunnen beoordelen welke transacties passend zijn voor deze cliënt (in plaats van bij elke nieuwe transactie telkens opnieuw informatie op te vragen om te kunnen beoordelen of die specifieke transactie passend is voor de cliënt). De kennis en ervaring van de cliënt zullen in de loop van de tijd normaal gezien eerder toenemen dan verminderen, zodat op die manier een voor de cliënt vervelende herhaling van vragenlijsten kan worden vermeden<sup>357</sup>.

**161.** Indien de gereglementeerde onderneming op grond

<sup>347</sup> Zie de oplistings in randnr. 34. Het exploiteren van MTF's is echter vrijgesteld van toepassing van de gedragsregels op basis van art. 26, vierde lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>348</sup> Art. 27 § 5 wet van 2 augustus 2002. Deze vereiste moet op dezelfde manier geïnterpreteerd worden als in het kader van de geschiktheidsbeoordeling (art. 17 § 2 MiFID-K.B., zie randnr. 154).

<sup>349</sup> Art. 16, derde lid MiFID-K.B.

<sup>350</sup> "Een reeks transacties" verwijst naar meer dan één transactie, *i.e.* meer dan één aankoop of verkoop door de betreffende cliënt. In de meeste gevallen zullen minstens twee transacties volstaan om een "reeks transacties" uit te maken. Zie Europese Commissie, "MiFID Q&A", Vraag 48.1.

<sup>351</sup> Art. 16 laatste lid MiFID-K.B.

<sup>352</sup> Deze transacties kunnen verricht zijn via een andere gereglementeerde onderneming. Het is daarbij niet nodig om hiervan het bewijs te vragen van de cliënt, tenzij de gereglementeerde onderneming weet of zou moeten weten dat de bewering van de cliënt niet correct of inaccuraat is. Indien de bewering van de cliënt dus kennelijk ongeloofwaardig is, past het dat de gereglementeerde onderneming bewijs vraagt van het bestaan van die reeks transacties die verricht werden vóór 1 november 2007 (zie Europese Commissie, "MiFID Q&A", Vraag 120.1).

<sup>353</sup> In de voorbereidende werken bij het K.B. van 27 april 2007 werd nochtans gesteld dat in België geen aanspraak gemaakt kan worden op een overgangsregeling inzake cliëntenclassificatie (Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.288).

<sup>354</sup> Europese Commissie, "MiFID Q&A", Vraag 73.

<sup>355</sup> *Idem.*

<sup>356</sup> Art. 16, tweede lid MiFID-K.B.

<sup>357</sup> Zie ook M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 176.

van de in het kader van de passendheidsbeoordeling ontvangen informatie oordeelt dat het product of de dienst voor de cliënt niet passend is, waarschuwt zij deze<sup>358</sup>. Deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt. Anderzijds bestaat er geen enkele verplichting voor de geregelende onderneming om positief te bevestigen aan de cliënt dat een bepaalde transactie passend is. Integendeel, dergelijke bevestiging zou in bepaalde omstandigheden gekwalificeerd kunnen worden als beleggingsadvies, wat een geschiktheidsbeoordeling noodzakelijk zou maken<sup>359</sup>.

#### 4.4.4. “Execution only”

##### Artikel 27 § 6 wet van 2 augustus 2002

Wanneer geregelende ondernemingen beleggingsdiensten verrichten welke slechts bestaan in het uitvoeren van orders van cliënten en/of het ontvangen en doorgeven van deze orders, met of zonder nevendiensten, mogen zij die beleggingsdiensten voor hun cliënten verrichten zonder de in [art. 27 § 5] bedoelde informatie te hoeven inwinnen of de aldaar bedoelde beoordeling te hoeven doen wanneer aan de hieronder vermelde voorwaarden wordt voldaan:

– bovenbedoelde diensten houden verband met aandelen die tot de handel op een geregelende markt of op een gelijkwaardige markt van een derde land zijn toegelaten, geldmarktinstrumenten, obligaties of andere schuldinstrumenten (met uitzondering van obligaties of andere schuldinstrumenten die een afgeleid instrument behelzen), icbe's en andere niet-complexe financiële instrumenten. Onder een gelijkwaardige markt van een derde land wordt verstaan de markt die voorkomt op de door de Europese Commissie met toepassing van artikel 19 § 6 van de richtlijn 2004/39/EG bekendgemaakte lijst;

– de dienst wordt verricht op initiatief van de cliënt of potentiële cliënt;

– de cliënt of de potentiële cliënt is er duidelijk van in kennis gesteld dat de geregelende onderneming bij het verrichten van deze dienst niet verplicht is de passendheid van de te verrichten of aangeboden dienst of het aangeboden instrument te beoordelen en dat hij derhalve niet de bescherming van de toepasselijke gedragsregels geniet; deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt;

– de geregelende onderneming komt de belangenconflictenregeling na bepaald door en krachtens artikel 20bis § 2 van de wet van 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen en artikel 62bis van de wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen.

162. In verband met de zogenaamde *execution only*-diensten (nl. het uitvoeren van orders van cliënten en/of het ont-

vangen en doorgeven van deze orders, met of zonder nevendiensten) werd door artikel 27 § 6 van de wet van 2 augustus 2002 onder bepaalde voorwaarden een uitzondering voorzien op de verplichting om een passendheidsbeoordeling uit te voeren<sup>360</sup>. Vier cumulatieve voorwaarden moeten daartoe zijn vervuld.

#### (a) Eerste voorwaarde

163. Als eerste voorwaarde wordt gesteld dat het moet gaan om diensten in verband met “niet-complexe instrumenten”<sup>361</sup>. Er wordt van uitgegaan dat de structuur van deze instrumenten voldoende eenvoudig is opdat cliënten de karakteristieken en risico's die eraan verbonden zijn, kunnen begrijpen<sup>362</sup>. Naast de hieronder in randnummer 165 genoemde *per se* niet-complexe instrumenten, wordt een financieel instrument beschouwd als niet-complex als het voldoet aan vier criteria<sup>363</sup>. De bedoeling van deze criteria is te fungeren als “*high level principles*”; dit wil zeggen flexibel genoeg om ook nieuwe types van instrumenten te kunnen beoordelen op hun al dan niet complex karakter<sup>364</sup>.

164. Vooreerst worden alle afgeleide producten uitgesloten<sup>365</sup>. Het gaat daarbij om financiële instrumenten zoals opties, futures, swaps en rentetermijncontracten<sup>366</sup>. Deze instrumenten worden steeds als complex beschouwd. Concreet betekent dit dat een *execution only*-dienst met betrekking tot een dergelijk instrument steeds moet worden voorafgegaan door een passendheidsbeoordeling. Een tweede criterium om uit te maken of een instrument te beschouwen is als niet-complex heeft betrekking op de liquiditeit ervan. Er moet zich regelmatig een gelegenheid voordoen om het instrument van de hand te doen, te gelde te maken of anderszins te realiseren, tegen prijzen die voor de marktdeelnemers publiekelijk beschikbaar zijn en waarbij het gaat om ofwel marktprijzen ofwel prijzen die afkomstig zijn van of gevalideerd zijn door waarderingssystemen die onafhankelijk zijn van de uitgevende instelling<sup>367</sup>. Het instrument mag voor de

<sup>358</sup>. Art. 27 § 5, tweede lid wet van 2 augustus 2002. Om als echte waarschuwing te dienen, moet deze zo kort en precies mogelijk geformuleerd worden (CESR/05-290b, 31).

<sup>359</sup>. M. ELDERFIELD e.a., o.c., 177.

<sup>360</sup>. Art. 27 § 6 wet van 2 augustus 2002.

<sup>361</sup>. Art. 26 § 6, eerste streepje wet van 2 augustus 2002.

<sup>362</sup>. Background Note, 7.5.1. Opgemerkt moet worden dat de complexiteit van een instrument niet noodzakelijk synoniem is met de risico's die eraan verbonden zijn. De complexiteit van een financieel instrument heeft eerder te maken met de al dan niet complexe manier waarop het gestructureerd is, wat op zijn beurt het begrip van het risico verbonden aan het instrument, kan bemoeilijken. Om deze reden worden bv. alle afgeleide instrumenten als complex aangemerkt (zie Background Note 7.5.4).

<sup>363</sup>. Art. 17 MiFID-K.B.

<sup>364</sup>. Zie CESR/05-290b, 34.

<sup>365</sup>. Background Note, 7.5.4. Het product mag met name niet behoren tot de financiële instrumenten genoemd in art. 1, eerste lid, 1°, d) tot j) of 31°, c) wet van 2 augustus 2002 (art. 18, a) MiFID-K.B.).

<sup>366</sup>. Daar converteerbare obligaties onder art. 1, 31°, c) wet van 2 augustus 2002 vallen, dienen zij eveneens beschouwd te worden als complexe financiële instrumenten (zie Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 93).

<sup>367</sup>. Om uit te maken of een recht van deelneming dat bij het publiek mag worden geplaatst en dat betrekking heeft op een ICB die niet voldoet aan richtlijn 85/611/EEG als niet-complex mag worden aangemerkt, moeten tot de omstandigheden waarin waarderingssystemen onafhankelijk zijn van de uitgevende instelling, ook omstandigheden worden gerekend waarin een in een lidstaat geregelende aanbieder van bewaardiensten toezicht op deze systemen houdt (art. 18, b) MiFID-K.B., omzetting van considerans nr. 61 Uitvoeringsrichtlijn).

cliënt ten derde geen feitelijke of mogelijke verplichtingen meebrengen die verder gaan dan de aanschaffingskosten van het instrument. Er moet ten slotte voor het publiek passende informatie beschikbaar zijn over de kenmerken van het instrument, waarvan mag worden aangenomen dat deze dermate goed te begrijpen is dat de gemiddelde niet-professionele cliënt met kennis van zaken een beslissing over een eventuele transactie in dit instrument kan nemen.

**165.** Een aantal financiële instrumenten wordt als *per se* niet-complex aangemerkt, zodat met betrekking tot deze instrumenten de hierboven genoemde voorwaarden om als niet-complex te worden aangemerkt, niet moeten worden nagegaan<sup>368</sup>. Het gaat om aandelen die tot de handel op een gereglementeerde markt of op een gelijkwaardige markt van een derde land<sup>369</sup> zijn toegelaten, geldmarktinstrumenten, obligaties of andere schuldinstrumenten (met uitzondering van obligaties of andere schuldinstrumenten die een afgeleid instrument behelzen) en icbe's<sup>370</sup>.

### (b) Tweede voorwaarde

**166.** Opdat een verrichting zou kunnen gebeuren zonder voorafgaande passendheidsbeoordeling, moet de *execution only*-dienst ten tweede worden verricht op initiatief van de cliënt<sup>371</sup>. Achteraf vaststellen van wie het initiatief uitging voor het verstrekken van een bepaalde dienst zal echter niet steeds evident zijn. Daarom werd het vermoeden ingesteld dat een dienst is verricht op initiatief van de cliënt, tenzij de cliënt om de dienst vraagt in antwoord op een gepersonaliseerde<sup>372</sup> tot die bewuste cliënt gerichte mededeling van of namens de gereglementeerde onderneming, die een uitnodiging behelst of bedoeld is om de cliënt te beïnvloeden met

betrekking tot een specifiek financieel instrument of een specifieke transactie<sup>373</sup>. Er wordt daarbij verduidelijkt dat een dienst kan worden beschouwd als verricht op initiatief van de cliënt niettegenstaande het feit dat de cliënt daarom vraagt op grond van een mededeling die een promotie of aanbieding van financiële instrumenten bevat, verricht met om het even welk middel en dat “uit zijn aard van algemene aard”<sup>374</sup> is en tot het publiek of tot een brede groep of categorie (bestaande of potentiële) cliënten gericht is<sup>375</sup> (en dus geen gepersonaliseerde tot een bepaalde cliënt gerichte mededeling uitmaakt).

### (c) Derde voorwaarde

**167.** Als derde voorwaarde wordt ten slotte gesteld dat de cliënt er duidelijk van in kennis gesteld moet zijn dat de gereglementeerde onderneming bij het verrichten van deze dienst niet verplicht is de passendheid<sup>376</sup> van de te verrichten of aangeboden dienst of het aangeboden instrument te beoordelen en dat hij of zij derhalve niet de bescherming van de toepasselijke gedragsregels geniet. Men mag veronderstellen dat met “de toepasselijke gedragsregels” bedoeld wordt “de passendheidsbeoordeling”<sup>377</sup>. Deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt.

### (d) Vierde voorwaarde

**168.** Opdat een gereglementeerde onderneming *execution only*-diensten zou mogen aanbieden zonder voorafgaande passendheidsbeoordeling, dient zij ten slotte ook de belangenconflictenregeling na te komen<sup>378</sup>. Deze laatste voor-

<sup>368</sup> Art. 27 § 6, eerste streepje wet van 2 augustus 2002. Zie CESR/05-290b, 34.

<sup>369</sup> Onder een gelijkwaardige markt van een derde land wordt verstaan de markt die voorkomt op de door de Europese Commissie met toepassing van art. 19 § 6 MiFID bekendgemaakte lijst. Deze lijst werd tot op heden echter niet opgesteld (zie Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 86).

<sup>370</sup> Hoewel elders in het MiFID-K.B. de ruimere term “ICB's” gebruikt wordt, duidt het gebruik van de afkorting “icbe” in deze bepaling erop dat hier enkel de ICB's die voldoen aan de voorwaarden van richtlijn 85/611/EEG worden geïntendeerd.

<sup>371</sup> Art. 26 § 6, tweede streepje wet van 2 augustus 2002.

<sup>372</sup> Om vast te stellen of een mededeling al dan niet gepersonaliseerd is, moet worden nagegaan wat de *perceptie* van de ontvanger is. Een mededeling die naar talrijke cliënten gestuurd is, maar door de inhoud de indruk wekt gepersonaliseerd te zijn, zou op die manier toch gekwalificeerd kunnen worden als “gepersonaliseerd” in het licht van deze bepaling. Zie M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 180.

<sup>373</sup> Wanneer er een duidelijk persoonlijk contact is tussen de cliënt en de gereglementeerde onderneming, zal het moeilijk zijn te argumenteren dat de dienst op initiatief van de cliënt verricht is, ook al is de initiële persoonlijke benadering door de gereglementeerde onderneming gebeurd in verband met *andere* financiële instrumenten dan die waarin uiteindelijk een transactie werd uitgevoerd. Enkel indien de gereglementeerde onderneming in een dergelijk geval kan bewijzen dat, hoewel de cliënt benaderd was voor een ander financieel instrument, de cliënt uiteindelijk de financiële instrumenten gekocht heeft zonder enige interventie van de gereglementeerde onderneming, kan de dienst als *execution only* beschouwd worden (Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 72). Het lijkt er dus op dat indien de cliënt persoonlijk benaderd geworden is, hoewel met betrekking tot een ander financieel instrument dan hetgene waarin hij of zij naar aanleiding van die benadering belegd heeft, het vermoeden in verband met het initiatief van de transactie wordt omgekeerd.

<sup>374</sup> “Uit zijn aard van algemene aard” is bv. reclame in kranten of op een vrij toegankelijke website. E-mails en brieven daarentegen kunnen van algemene aard zijn, maar zijn dit niet uit hun aard (zie M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 181).

<sup>375</sup> Art. 19 MiFID-K.B., dat de omzetting is van considerans nr. 30 MiFID.

<sup>376</sup> Art. 19(6) MiFID waarvan art. 27 § 6 wet van 2 augustus 2002 de omzetting is, gebruikte in de plaats van de term “passendheid” de term “geschiktheid”. Het lijkt inderdaad logischer dat gewaarschuwd wordt dat geen passendheidsbeoordeling wordt uitgevoerd, aangezien dit het toepasselijke regime zou zijn, mochten de voorwaarden voor het *execution only*-regime niet voldaan zijn.

<sup>377</sup> Immers, er valt o.i. moeilijk in te zien waarom in die omstandigheden andere gedragsregels, zoals informatieverplichtingen en de verplichting tot optimale uitvoering, niet zouden moeten worden nageleefd door de gereglementeerde onderneming.

<sup>378</sup> Art. 27 § 6, vierde streepje. Zie voor een korte bespreking van de belangenconflictenregeling randnrs. 73-78.



waarde lijkt wat overbodig. De belangenconflictenregeling moet uiteraard altijd worden nagekomen door een gereglementeerde onderneming die beleggings- of nevendiensten verstrekt aan cliënten en uiteraard ook indien wél een passendheidsbeoordeling moet worden verricht.

#### 4.4.5. Het verrichten van diensten via een andere onderneming

169. De vraag rijst wie verantwoordelijk is voor de ken-uw-client-verplichtingen indien een gereglementeerde onderneming diensten verricht via een andere gereglementeerde onderneming. Het MiFID-K.B. heeft dit in detail geregeld<sup>379</sup>. De gereglementeerde onderneming die via een andere gereglementeerde onderneming een instructie krijgt om beleggings- of nevendiensten voor rekening van een cliënt te verrichten, mag afgaan op de cliëntgegevens die haar worden verstrekt door de onderneming die de instructie doorgeeft<sup>380</sup> en op eventuele aanbevelingen betreffende de dienst of transactie die door een andere gereglementeerde onderneming aan de cliënt zijn gedaan<sup>381</sup>.

170. De gereglementeerde onderneming die de instructie doorgeeft, blijft derhalve verantwoordelijk voor de volledigheid en juistheid van de verstrekte gegevens<sup>382</sup> en voor de geschiktheid van de aan de cliënt verstrekte aanbevelingen of adviezen<sup>383</sup>. De gereglementeerde onderneming die via een andere gereglementeerde onderneming instructies of orders van een cliënt ontvangt, is anderzijds verantwoordelijk voor het op basis van deze gegevens of aanbevelingen verrichten van de dienst of van de transactie<sup>384</sup> in overeenstemming met de desbetreffende bepalingen<sup>385</sup>.

## 4.5. De dossierplicht

### Artikel 27 § 7 wet van 2 augustus 2002

*De gereglementeerde onderneming die een nieuwe niet-professionele cliënt een andere beleggingsdienst dan beleggingsadvies verleent, gaat met de cliënt een schriftelijke basisovereenkomst aan, op papier of op een andere duurzame drager, waarin de belangrijkste rechten en plichten van de onderneming en de cliënt zijn vastgelegd. De rechten en plichten van beide partijen bij de overeenkomst kunnen worden opgenomen door middel van verwijzing naar andere documenten of wetteksten.*

*De Koning kan, op advies van de CBFA, nadere regels bepalen in verband met de inhoud van de met cliënten af te sluiten overeenkomsten. Deze regels doen geen afbreuk aan de gemeenrechtelijke rechten en verplichtingen, met dien verstande dat zij mogen bepalen dat de overeenkomsten van vermogensbeheer geen vermindering van de gemeenrechtelijke aansprakelijkheid van de gereglementeerde onderneming mogen inhouden.*

### 4.5.1. Dossierplicht

171. Ten aanzien van zowel professionele als niet-professionele cliënten werd een “dossierplicht” ingevoerd. Dit houdt in dat de gereglementeerde onderneming de tussen de onderneming en de cliënt overeengekomen documenten waarin de rechten en plichten van beide partijen worden beschreven, moet bijhouden, alsmede de overige voorwaarden waaronder de onderneming diensten voor de cliënt zal verrichten<sup>386</sup>.

### 4.5.2. Verplichting tot het afsluiten van een schriftelijke overeenkomst

172. Enkel ten aanzien van niet-professionele cliënten is deze dossierplicht vervolgens uitgewerkt tot een plicht om een schriftelijke (*i.e.* op papier of een andere duurzame drager)<sup>387</sup> basisovereenkomst aan te gaan, waarin de “belangrijkste rechten en plichten” van de onderneming en van de cliënt zijn vastgelegd<sup>388</sup>. Ook voor 1 november 2007 moesten verstrekkers van beleggingsdiensten<sup>389</sup> met bepaalde cliënten een schriftelijke overeenkomst afsluiten<sup>390</sup>. Het toepassingsgebied van de nieuwe regels terzake is echter enger in die zin dat (i) enkel met *niet-professionele cliënten* verplicht een schriftelijke overeenkomst moet worden geslo-

<sup>379.</sup> Zie bovendien art. 17 e.v. van het reglement van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen van 5 juni 2007 betreffende organisatorische voorschriften voor instellingen die beleggingsdiensten verstrekken, *B.S.* 27 juni 2007.

<sup>380.</sup> Art. 30, eerste lid MiFID-K.B.

<sup>381.</sup> Art. 30, tweede lid MiFID-K.B.

<sup>382.</sup> Art. 30, eerste lid *in fine* MiFID-K.B.

<sup>383.</sup> Art. 30, tweede lid *in fine* MiFID-K.B.

<sup>384.</sup> Art. 30, derde lid MiFID-K.B.

<sup>385.</sup> M.a.w. onder meer de “*best execution*”-verplichtingen (zie 4.9.).

<sup>386.</sup> Art. 27 § 7, eerste lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>387.</sup> Zie over dit begrip art. 5 MiFID-K.B., besproken in randnrs. 120-121. Wat betreft de vorm van deze overeenkomst is voorts bepaald dat de rechten en plichten van beide partijen kunnen worden opgenomen door middel van verwijzing naar andere documenten of wetteksten (zie art. 27 § 7, tweede lid *in fine* en derde lid wet van 2 augustus 2002).

<sup>388.</sup> Art. 27 § 7, tweede lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>389.</sup> De art. 8 en 9 van het K.B. van 5 augustus 1991 waren enkel geformuleerd als verplichtingen in hoofde van *beleggingsondernemingen*. Art. 28 van het K.B. maakte deze artikelen echter eveneens van toepassing op o.m. de kredietinstellingen die beleggingsdiensten verstrekken.

<sup>390.</sup> De minimale inhoud van deze overeenkomst was vastgelegd in de art. 8 en 9 van het K.B. van 5 augustus 1991.

ten<sup>391</sup> en dat (ii) voor diensten van beleggingsadvies dergelijke verplichting niet langer expliciet bestaat<sup>392</sup>. Anderzijds is het toepassingsgebied van de nieuwe regeling ook ruimer, doordat een overeenkomst nu ook verplicht wordt ten aanzien van niet-professionele cliënten voor *andere beleggingsdiensten*, zoals bijvoorbeeld orderuitvoering.

**173.** De verplichting om een schriftelijke basisovereenkomst aan te gaan met niet-professionele cliënten geldt voor alle beleggingsdiensten behalve beleggingsadvies. Nochtans kan men zich afvragen of het feit dat geen uitdrukkelijke verplichting bestaat om voor diensten van beleggingsadvies met niet-professionele cliënten een schriftelijke overeenkomst aan te gaan, in de praktijk veel gevolgen zal hebben. Immers, gereglementeerde ondernemingen zullen er in veel gevallen zelf belang bij hebben om een overeenkomst op te stellen waarin duidelijk de rechten en plichten van elkeen van de partijen zijn afgebakend. Bovendien geldt voor diensten van beleggingsadvies in elk geval wel de verplichting om tijdig voordat de niet-professionele cliënt gebonden is door een contract op een duurzame drager (of onder bepaalde voorwaarden via een website) informatie te verschaffen over de voorwaarden van een dergelijk contract en over de beleggingsonderneming en haar diensten aangaande dit contract of deze beleggingsdienst (zie hierboven randnr. 113)<sup>393</sup>. In de praktijk valt te verwachten dat deze uitgebreide informatieplicht er toe zal leiden dat in de meeste gevallen een schriftelijke overeenkomst wordt aangegaan.

**174.** Noch in de MiFID, noch in de Uitvoeringsrichtlijn wordt gespecificeerd welke de “belangrijkste rechten en plichten” zijn die in de schriftelijke basisovereenkomst moeten worden opgenomen. In de traditie van het bestaande Belgische regime waarbij de minimuminhoud van overeenkom-

sten van vermogensbeheer en beleggingsadvies was vastgelegd bij koninklijk besluit – het K.B. van 5 augustus 1991 – heeft België van de vrijheid die de MiFID op dit punt lijkt te laten (althans volgens de Belgische wetgever)<sup>394</sup> gebruik gemaakt om ook onder het nieuwe regime een minimuminhoud vast te stellen, zij het enkel voor overeenkomsten van vermogensbeheer met niet-professionele cliënten<sup>395</sup>. Hoewel voor overeenkomsten met betrekking tot andere beleggingsdiensten niet wettelijk is ingevuld welke de belangrijkste rechten en plichten van de partijen zijn, geeft de aanduiding daarvan voor overeenkomsten van vermogensbeheer wel een indicatie van wat hieronder begrepen kan worden in overeenkomsten met betrekking tot andere beleggingsdiensten.

**175.** De minimuminhoud van overeenkomsten van vermogensbeheer met niet-professionele cliënten is duidelijk geïnspireerd op het nu opgeheven K.B. van 5 augustus 1991<sup>396</sup>, zoals bijvoorbeeld blijkt uit de regeling inzake de beëindiging van de overeenkomst<sup>397</sup>. Daarnaast bestonden een aantal meer evidente vermeldingen ook reeds onder het oude recht – zoals het verplicht vermelden van het onderwerp van de overeenkomst<sup>398</sup>, een overzicht van de activa die in beheer zijn gegeven<sup>399</sup>, de identiteit en de functie van de bewaarder<sup>400</sup> en de duur van de overeenkomst<sup>401</sup>.

**176.** De lijst van minimumvermeldingen is echter ook aangevuld in functie van specifieke nieuwe MiFID-vereisten. Een aantal verplicht op te nemen punten zijn duidelijk geïnspireerd op de algemene informatieverplichtingen over de beleggingsonderneming en haar diensten en met name op de nieuwe MiFID-regels inzake de informatie die een gereglementeerde onderneming moet verschaffen aan haar niet-professionele cliënten indien zij diensten van vermogensbeheer

<sup>391</sup>. In bepaalde omstandigheden moet ook met professionele cliënten een schriftelijke overeenkomst worden afgesloten (zie bv. Bijlage A, I, laatste lid bij het MiFID-K.B.). Opgemerkt moet worden dat ingevolge art. 158, 1° van de (door de wet van 6 april 1995 op dit punt opgeheven) wet van 4 december 1990, de regeling van het K.B. van 5 augustus 1991 niet van toepassing was op vermogensbeheerders die hun diensten uitsluitend aan “professionelen” verleenden. Over wat in die context precies onder “professionelen” moest worden verstaan, is heel wat inkt gevloeid (zie onder meer M. DE LUYCK en T. PAELINCK, “Het K.B. van 5 augustus 1991 betreffende het vermogensbeheer en het beleggingsadvies”, *T.R.V.* 1992, 58; J.-F. ROMAIN, “La gestion de fortune et le conseil en placements: le praticien confronté au nouveau régime légal et réglementaire”, *DAOR* 1992, nr. 22, 12; M. FLAMEE en T. TILQUIN, “La gestion de fortune et le conseil en placements”, *Bank Fin.* 1991, 566). In elk geval had deze bepaling niet tot gevolg dat de plicht tot het opstellen van een schriftelijke overeenkomst in het algemeen niet zou gelden ten aanzien van deze professionelen. Indien de onderneming ook diensten aanbood aan niet-professionele cliënten, diende de volledige regeling, inclusief het aangaan van een overeenkomst inzake vermogensbeheer of beleggingsadvies, te worden nageleefd ten aanzien van zowel professionelen als niet-professionelen. Zie in die zin het Rondschrift BA/1/92 – Circulaire van de CBF inzake vermogensbeheer en beleggingsadvies van 14 augustus 1992, 8.

<sup>392</sup>. Zie in verband met de vroegere plicht tot het aangaan van een schriftelijke overeenkomst van beleggingsadvies het oude art. 8 § 2 K.B. 5 augustus 1991.

<sup>393</sup>. Art. 10 § 1 MiFID-K.B.

<sup>394</sup>. Zie het verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* 31 mei 2007, 29.290; Background Note 7.4.4. Gelet op het principe van toezicht door de lidstaat van herkomst en gelet op het feit dat België heeft aangegeven bij de omzetting geen gebruik te hebben gemaakt van art. 4 van de Uitvoeringsrichtlijn (zie hierover randnr. 51), betekent dit dat Belgische niet-professionele cliënten een overeenkomst van vermogensbeheer met een andere inhoud voorgelegd kunnen krijgen naargelang zij diensten afnemen van een Belgische gereglementeerde onderneming, dan wel van een verstrekker van beleggingsdiensten onderworpen aan de regeling van een andere EER-lidstaat.

<sup>395</sup>. Zie art. 20 MiFID-K.B.

<sup>396</sup>. Art. 8-10 KB 5 augustus 1991.

<sup>397</sup>. Art. 20 § 3 MiFID-K.B. (vgl. het vroegere art. 9 K.B. 5 augustus 1991).

<sup>398</sup>. Art. 20 § 2, 1° MiFID-K.B. (vgl. het vroegere art. 8 § 1, 1° K.B. 5 augustus 1991).

<sup>399</sup>. Art. 20 § 2, 6° MiFID-K.B. (vgl. het vroegere art. 8 § 1, 5° K.B. 5 augustus 1991).

<sup>400</sup>. Art. 20 § 2, 17° MiFID-K.B. (vgl. het vroegere art. 8 § 1, 6° K.B. 5 augustus 1991).

<sup>401</sup>. Art. 20 § 2, 18° MiFID-K.B. (vgl. het vroegere art. 8 § 1, 9° K.B. 5 augustus 1991).

verstrekt (zie randnrs. 128-129)<sup>402</sup>.

**177.** De verplichte vermelding dat de gereglementeerde onderneming, alvorens de overeenkomst af te sluiten, de noodzakelijke informatie heeft ontvangen over de kennis en de ervaring van de cliënt met betrekking tot het gevraagde vermogensbeheer alsook over zijn financiële situatie en zijn beleggingsdoelstellingen, teneinde een aan zijn of haar situatie aangepast vermogensbeheer te kunnen bieden<sup>403</sup>, heeft dan weer duidelijk betrekking op de vervulling door de gereglementeerde onderneming van haar ken-uw-client-verplichtingen (zie 4.4.).

**178.** De hiernavolgende tabel beoogt de verplichte vermeldingen te synthetiseren.

Minimuminhoud van overeenkomsten van vermogensbeheer
Onderwerp van de overeenkomst;
Vermelding dat de gereglementeerde onderneming, alvorens de overeenkomst af te sluiten, de noodzakelijke informatie heeft ontvangen over de kennis en de ervaring die de cliënt heeft inzake het gevraagde vermogensbeheer alsook over zijn of haar financiële situatie en beleggingsdoelstellingen, teneinde een aan zijn situatie aangepast vermogensbeheer te kunnen bieden;
Beheersdoelstellingen, de omvang van het risico dat zijn weerslag heeft in het gebruik door de beheerder van zijn discretie, alsmede eventuele specifieke beperkingen in deze discretie;
Beleggingsstrategieën die door de gereglementeerde onderneming met de cliënt zijn overeengekomen, rekening houdend met zijn of haar kennis, ervaring, financiële situatie en beleggingsdoelstellingen;
Een door de partijen overeengekomen criterium dat een vergelijking toelaat, zoals in voorkomend geval een referentiewaarde (benchmark), waartegen de resultaten van de portefeuille van de cliënt zullen worden afgezet <sup>1</sup> ;
Overzicht van de liquide middelen alsook een opsomming en een waardering van de financiële instrumenten die in beheer zijn gegeven <sup>2</sup> ;
Details van elke delegatie van het beheer op discretionaire basis van alle of een deel van de financiële instrumenten of gelden die de cliënt in portefeuille heeft;
De soorten financiële instrumenten die mogen worden opgenomen in de portefeuille van de cliënt, en de soorten transacties die met deze instrumenten mogen worden verricht, alsook de eventuele begrenzingen ter zake <sup>3</sup> ; indien sommige verrichtingen enkel mogen worden uitgevoerd met toestemming van de cliënt of na hem of haar verwittigd te hebben, moet dat ook worden vermeld;
De schriftelijke toestemming van de cliënt om zijn portefeuille geheel of gedeeltelijk te beleggen in rechten van deelneming in ICB's die de gereglementeerde onderneming beheert;
Details voor het overleggen aan de cliënt van de periodieke overzichten van het beheer van zijn portefeuille, en de frequentie waarmee deze overzichten worden verstuurd of meegedeeld <sup>4</sup> ;
Details voor de waardering van de financiële instrumenten en de liquide middelen die de cliënt in portefeuille heeft en die gehanteerd zullen worden voor het opstellen van de periodieke overzichten van het beheer van de betrokken portefeuille <sup>5</sup> ;

<sup>402</sup> Zie art. 20 § 2, 3<sup>o</sup>, 5<sup>o</sup>, 7<sup>o</sup>, 8<sup>o</sup>, 11<sup>o</sup> en 14<sup>o</sup> MiFID-K.B., duidelijk geïnspireerd op art. 11 § 3 MiFID-K.B. Art. 20 § 2, 8<sup>o</sup> MiFID-K.B. bepaalt ook dat de verrichtingen die enkel mits toestemming van de cliënt mogen worden uitgevoerd of na hem of haar verwittigd te hebben, moeten worden vermeld (dit aspect is dan weer overgenomen uit art. 8 § 1, 3<sup>o</sup> K.B. 5 augustus 1991). Deze bepaling lijst bovendien een aantal specifieke financiële instrumenten die slechts mogen opgenomen worden in de portefeuille indien dit uitdrukkelijk vermeld is in de overeenkomst. Daarnaast kan nog worden gewezen op art. 20 § 2, 10<sup>o</sup> MiFID-K.B. in verband met de periodieke overzichten van het beheer en de frequentie daarvan, dat betrekking heeft op art. 22 MiFID-K.B. inzake de verslagplicht (zie 4.6); art. 20 § 2, 13<sup>o</sup> i.v.m. de procedure voor informatieverstrekking aangaande transacties waarbij een voorwaardelijke verplichting wordt aangegaan, dat verwijst naar de nieuwe regel daaromtrent in art. 23 MiFID-K.B. (zie randnr. 189) en art. 20 § 2, 16<sup>o</sup> i.v.m. de vergoedingen die de gereglementeerde onderneming van derden ontvangt en betrekking heeft op de regels inzake voordelen (zie 4.2.3. en het vroegere art. 8 § 1, 10<sup>o</sup> K.B. 5 augustus 1991).

<sup>403</sup> Art. 20 § 2, 2<sup>o</sup> MiFID-K.B.

#### Minimuminhoud van overeenkomsten van vermogensbeheer

De berekeningswijze van het resultaat ( <i>performance</i> ) van de beheerde portefeuille van de cliënt;
Indien van toepassing, een specifieke procedure voor bijzondere informatieverstrekking aan de cliënt in geval van een ongedekte open positie <sup>6</sup> ;
Regels voor het vaststellen van de kosten en lasten verbonden aan het vermogensbeheer alsook van de verschuldigde vergoeding voor het vermogensbeheer en de periodiciteit van betaling;
Duidelijke beschrijving van de risico's verbonden aan een resultaatgebonden beheersvergoeding ( <i>performance fee</i> ) indien in een dergelijke vergoeding is voorzien, en van de wijze waarop deze vergoeding wordt berekend <sup>7</sup> ;
Het soort vergoedingen die de gereglementeerde onderneming, rechtstreeks of onrechtstreeks, ontvangt van derden in het kader van haar activiteit van vermogensbeheer of voor in dit kader uitgevoerde verrichtingen <sup>8</sup> ;
Vermelding dat, wanneer de vergoeding voor het vermogensbeheer vooraf wordt betaald, deze vergoeding bij de beëindiging van de overeenkomst pro rata temporis aan de cliënt dient te worden terugbetaald <sup>9</sup> ;
Identiteit en functie van de bewaarder;
Duur van de overeenkomst; en
Regels inzake de beëindiging van de overeenkomst, namelijk: (i) mogelijkheid voor de cliënt om de overeenkomst met onmiddellijke ingang te beëindigen, onverminderd de vereiste tijd voor de afwikkeling van de lopende transacties en de vereffening van de portefeuille; (ii) mogelijkheid voor de gereglementeerde onderneming om de overeenkomst te beëindigen met inachtneming van een opzeggingstermijn van twee weken, onverminderd de vereiste tijd voor de vereffening van de portefeuille; en (iii) de nadere regels voor het beëindigen van de overeenkomst <sup>10</sup> .

1. Dit criterium moet rekening houden met de beleggingsdoelstellingen van de cliënt en de soorten financiële instrumenten die hij of zij in portefeuille heeft (art. 20 § 2, 5<sup>o</sup> *in fine* MiFID-K.B.).

2. Indien bij het sluiten van de overeenkomst geen nauwkeurig overzicht kan worden opgesteld, dient de gereglementeerde onderneming hiervoor te zorgen zodra alle tegoeden daadwerkelijk in beheer zijn gegeven (art. 20 § 2, 6<sup>o</sup> *in fine* MiFID-K.B.).

3. In het geval dat "risicovolle" instrumenten worden opgenomen in de beheersportefeuille, moeten deze expliciet worden vermeld. Het gaat *in concreto* om (i) financiële instrumenten die niet worden verhandeld op een gereglementeerde markt; (ii) niet-liquide of zeer volatiele financiële instrumenten; (iii) transacties met hefboomwerking; (iv) effectenleningen en cessie-retrocesieovereenkomsten; (v) transacties waarvoor een kredietopening, margebetaling of andere waarborg is vereist; en (vi) andere bijzonder risicovolle instrumenten of transacties (art. 20 § 2, 8<sup>o</sup> *in fine* MiFID-K.B.).

4. Zie tevens hierna, 4.6., randnr. 186.

5. Hierbij dient bijzondere aandacht te worden besteed aan de waardering van de effecten die niet op een gereglementeerde markt worden verhandeld (art. 20 § 2, 11<sup>o</sup> *in fine* MiFID-K.B.).

6. Art. 20 § 2, 13<sup>o</sup> MiFID-K.B. *jo.* art. 23 MiFID-K.B.

7. Met vermelding of de niet-gerealiseerde meerwaarden al dan niet in aanmerking worden genomen voor de berekening van deze vergoeding (art. 20 § 2, 15<sup>o</sup> *in fine* MiFID-K.B.).

8. Zie evenwel de regeling met betrekking tot de voordelen (4.2.3.).

9. Art. 20 § 3, 4<sup>o</sup> MiFID-K.B.

10. Art. 20 § 2, 18<sup>o</sup> MiFID-K.B. *jo.* art. 20 § 3, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> en 3<sup>o</sup> MiFID-K.B.

### 4.5.3. Exoneratiebeding?

**179.** Vermeldenswaard is ten slotte dat ook de nieuwe regeling – net als het K.B. van 5 augustus 1991 – uitdrukkelijk bepaalt dat de gereglementeerde ondernemingen in hun overeenkomsten met hun cliënten (ongeacht op welke beleg-

gingsdienst de overeenkomst betrekking heeft<sup>404</sup>, en ongeacht of de overeenkomst al dan niet gesloten wordt met een professionele cliënt), hun gemeenrechtelijke aansprakelijkheid niet kunnen beperken<sup>405</sup>.

#### 4.6. De verslagplicht

##### Artikel 27 § 8 wet van 2 augustus 2002

*De cliënt dient van de gereglementeerde onderneming deugdelijke verslagen over de voor haar cliënten verrichte diensten te ontvangen. In voorkomend geval bevatten deze verslagen de kosten van de transacties en de diensten die voor de cliënt werden verricht.*

**180.** Net als de precontractuele informatieverplichtingen zijn ook de rapporteringsverplichtingen tijdens en na de uitvoering van het contract sterk uitgewerkt in de nieuwe gedragsregels. Het algemene wettelijke principe is dat de gereglementeerde onderneming deugdelijke verslagen moet toesturen aan haar cliënten, met in voorkomend geval vermelding van de kosten van de transacties en de diensten die voor de cliënt werden verricht<sup>406</sup>.

**181.** Het MiFID-K.B. voorziet in een diversificatie in functie van de vraag welke beleggingsdienst verricht wordt. Een onderscheid wordt gemaakt tussen diensten van vermogensbeheer enerzijds en de uitvoering van orders anderzijds<sup>407</sup>.

**182.** Ten aanzien van cliënten van diensten van vermogensbeheer dient de gereglementeerde onderneming op duurzame drager een periodiek overzicht te verstrekken van de vermogensbeheeractiviteiten die namens hem of haar zijn uitgevoerd (tenzij een dergelijk overzicht al door een andere persoon wordt verstrekt)<sup>408</sup>. De cliënt kan evenwel ook verzoeken per uitgevoerde transactie informatie te ontvangen. In dat geval verstrekt de vermogensbeheerder de cliënt bij

uitvoering van een transactie onmiddellijk op een duurzame drager de belangrijkste informatie over deze transactie<sup>409</sup>.

**183.** Voor wat betreft de uitvoering van orders geldt daarentegen als algemene regel dat de gereglementeerde onderneming de cliënt onmiddellijk op duurzame drager de belangrijkste informatie over de uitvoering van het order dient te bezorgen<sup>410</sup>. Bovendien moet de gereglementeerde onderneming de cliënt desgevraagd te allen tijde informatie over de status van diens order verstrekken<sup>411</sup>.

**184.** Deze algemene regels zijn gedetailleerd uitgewerkt ten aanzien van niet-professionele cliënten. Daarbij is ingevuld op welk tijdstip de kennisgeving inzake orderuitvoering en de periodieke rapporten inzake vermogensbeheer moeten worden verzonden en wat de inhoud ervan moet zijn<sup>412</sup>.

**185.** Ten aanzien van niet-professionele cliënten is vooreerst preciezer ingevuld wanneer de kennisgeving van de orderuitvoering *c.q.* het periodieke overzicht van het vermogensbeheer moet worden verschaft. Ingeval diensten van orderuitvoering worden verstrekt – of, indien de cliënt verzocht heeft om per uitgevoerde transactie informatie te ontvangen, diensten van vermogensbeheer – moet deze informatie zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk de eerste werkdag na uitvoering van de transactie, worden verstrekt<sup>413</sup>. Deze regel kan eveneens worden toegepast bij orders voor een niet-professionele cliënt die betrekking hebben op rechten van deelneming of aandelen in een ICB en die periodiek worden uitgevoerd. In dat geval kan de gereglementeerde onderneming er evenwel ook voor opteren de cliënt slechts (ten minste) om de zes maanden de informatie over de transacties in kwestie te verschaffen, die anders uiterlijk de eerste werkdag na uitvoering van de transactie had moeten worden verschaft<sup>414</sup>.

<sup>404</sup>. De bepaling is inderdaad zo ruim geformuleerd dat ze o.i. ook van toepassing is indien een schriftelijke overeenkomst gesloten wordt buiten elke wettelijke verplichting om (bv. inzake beleggingsadvies).

<sup>405</sup>. Art. 20 § 4 MiFID-K.B. Art. 27 § 7, vierde lid wet van 2 augustus 2002 bepaalt dat de Koning nadere regels kan vaststellen in verband met de inhoud van de met cliënten af te sluiten overeenkomsten, waarin onder meer mag worden bepaald dat de overeenkomsten van vermogensbeheer geen vermindering van de gemeenrechtelijke aansprakelijkheid van de gereglementeerde onderneming mogen inhouden. Hoewel een uitvoerings-K.B. in principe niet verder kan gaan dan de wettelijke bepaling die het uitvoert, lijkt art. 20 § 4 MiFID-K.B. toch ruimer geformuleerd: "[d]e gereglementeerde ondernemingen kunnen in hun overeenkomsten met hun cliënten, hun gemeenrechtelijke aansprakelijkheid niet beperken".

<sup>406</sup>. Art. 27 § 8 wet van 2 augustus 2002 (vgl. het oude art. 36 § 1, 6° *in fine* wet van 6 april 1995).

<sup>407</sup>. Dit betekent echter niet dat voor andere beleggingsdiensten, zoals beleggingsadvies, geen verslagplicht zou gelden. De uitvoeringsmaatregelen beperken immers op geen enkele manier de principeregels (zie Europese Commissie, "MiFID Q&A", Vraag 44). CESR heeft geen implementatiebepalingen van de verslagplicht voorgesteld i.v.m. beleggingsadvies omdat in de meerderheid van de gevallen het verlenen van advies aan de cliënt op zichzelf een adequaat verslag aan de cliënt voor doeleinden van de principebepaling zal uitmaken (CESR/05-024c, 66).

<sup>408</sup>. Art. 22 § 1 MiFID-K.B.

<sup>409</sup>. Art. 22 § 4 MiFID-K.B.

<sup>410</sup>. Art. 21 § 1, a) MiFID-K.B. Dit geldt echter niet wanneer voor rekening van cliënten uitgevoerde orders betrekking hebben op obligaties ter financiering van hypotheekleningovereenkomsten met genoemde cliënten, in welk geval uiterlijk een maand na uitvoering van de order bij de mededeling van de voorwaarden van de hypotheeklening kennis wordt gegeven van de transactie (art. 21 § 1, derde lid).

<sup>411</sup>. Art. 21 § 2 MiFID-K.B.

<sup>412</sup>. Zie art. 21 § 1, a) en b) en § 4 MiFID-K.B. voor wat betreft het uitvoeren van orders en art. 22 § 2 en § 3 MiFID-K.B. voor wat betreft periodieke rapportering inzake vermogensbeheer.

<sup>413</sup>. Indien de gereglementeerde onderneming een bevestiging ontvangt van een derde, uiterlijk de eerste werkdag na ontvangst van de bevestiging van deze derde; zie art. 21 § 1, b) en art. 22 § 4, tweede lid MiFID-K.B. Dit geldt echter niet wanneer de bevestiging dezelfde informatie zou bevatten als een bevestiging die door een derde onmiddellijk aan de niet-professionele cliënt wordt toegezonden (art. 21 § 1, tweede lid en art. 22 § 4, derde lid MiFID-K.B.). Zie voor een tweede uitzondering voetnoot 410.

<sup>414</sup>. Art. 21 § 3 MiFID-K.B.

**186.** Bij diensten van vermogensbeheer, moeten de periodieke rapporten aan niet-professionele cliënten eens in de zes maanden worden verstrekt<sup>415</sup>. Op deze regel bestaan drie uitzonderingen. Vooreerst moet het periodieke overzicht eenmaal per kwartaal worden verstrekt, indien de cliënt daarom verzoekt<sup>416</sup>. Indien de niet-professionele cliënt ten tweede per uitgevoerde transactie informatie wenst te ontvangen (zie randnr. 182), moeten alsnog ook periodieke overzichten worden bezorgd, doch slechts ten minste eenmaal per jaar<sup>417</sup>. Wanneer de vermogensbeheersovereenkomst tussen een gereglementeerde onderneming en een niet-professionele cliënt ten slotte een portefeuille met hefboomwerking<sup>418</sup> toestaat, moet het periodieke overzicht eenmaal per maand worden verstrekt.

**187.** Wat begrepen moet worden onder “de belangrijkste informatie over de uitvoering” van een order *c.g.* wat de minimale inhoud van de periodieke overzichten inzake vermogensbeheer moet zijn, is ten aanzien van niet-professionele cliënten eveneens gedetailleerd ingevuld<sup>419</sup>. De principeregel dat de essentiële informatie moet verstrekt worden blijft daarbij echter aanvullend werken, in de mate dat bepaalde zaken niet aan bod komen in de gedetailleerde lijst<sup>420</sup>.

**188.** Indien een cliënt het niet eens is met het feit dat of de manier waarop een transactie werd uitgevoerd of met het gevoerde beheer, zal hij of zij kort op de bal moeten reageren. Er is o.i. geen reden waarom de bestaande rechtspraak zou veranderen waarbij, gelet op het volatiele karakter van

de waarde van financiële instrumenten, geoordeeld werd dat dergelijk protest “onmiddellijk” dient te gebeuren<sup>421</sup>.

**189.** Een voor de bescherming van niet-professionele cliënten belangrijke nieuwe regel betreft transacties waarbij voorwaardelijke verplichtingen<sup>422</sup> worden aangegaan die kunnen resulteren in ongedekte open posities<sup>423</sup>. Wanneer een gereglementeerde onderneming transacties in het kader van vermogensbeheer verricht voor niet-professionele cliënten of rekeningen van niet-professionele cliënten beheert waarbij sprake is van een ongedekte open positie als gevolg van een dergelijke transactie, moet de gereglementeerde onderneming de niet-professionele cliënt in kennis stellen van verliezen die uitstijgen boven een van tevoren tussen de onderneming en de cliënt overeengekomen drempel<sup>424</sup>. Deze nieuwe regel lijkt op het eerste gezicht meer duidelijkheid te zullen scheppen: door het vaststellen van deze drempel moet de cliënt aanduiden welk niveau van potentiële verliezen hij of zij aanvaardbaar vindt. Dit moet ertoe leiden dat zodra deze grens overschreden wordt, de cliënt wordt ingelicht en kan beslissen hoe hij of zij op deze situatie reageert: het verlies nemen en de positie verkopen dan wel hopen op beterschap en de positie behouden, met het risico op een nog verder oplopend verlies. Discussies waarbij de cliënt de financiële instelling verweet hem of haar te laat op de hoogte te hebben gebracht van de (grootte van de) geleden verliezen<sup>425</sup> zouden hierdoor in de toekomst kunnen worden vermeden. De Europese Commissie is echter van mening dat er geen uitdrukkelijke verplichting is om een dergelijke drempel overeen te komen<sup>426</sup>. Pre-MiFID werden dergelijke drempels zelden

<sup>415</sup>. Art. 22 § 3 MiFID-K.B.

<sup>416</sup>. Art. 22 § 3, eerste lid, a) MiFID-K.B. Gereglementeerde ondernemingen dienen hun niet-professionele cliënten erop te wijzen dat zij het recht hebben om een dergelijk verzoek in te dienen (art. 22 § 3, tweede lid MiFID-K.B.).

<sup>417</sup>. Art. 22 § 3, eerste lid, b) MiFID-K.B. Deze uitzondering geldt echter niet voor transacties in financiële instrumenten die onder art. 1, eerste lid, 1<sup>o</sup>, d) tot j) of 31<sup>o</sup>, c), van de wet van 2 augustus 2002 vallen (m.a.w. de afgeleide financiële instrumenten die als *per se* complex worden beschouwd – zie randnr. 164) (art. 22 § 3, derde lid MiFID-K.B.).

<sup>418</sup>. De term “portefeuille met hefboomwerking” kan volgens de Europese Commissie twee zaken betekenen. Het viseert vooreerst de situatie waarin geleend werd om de belegging te financieren. De term wordt ook gebruikt voor portefeuilles die afgeleide producten of gestructureerde producten bevatten die resulteren in beleggingen met hefboomwerking (Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 116).

<sup>419</sup>. Zie over de informatie inzake orderuitvoering: art. 21 § 4 MiFID-K.B., en over de inhoud van de periodieke overzichten inzake vermogensbeheer: art. 22 § 2 MiFID-K.B. Gereglementeerde ondernemingen mogen de informatie inzake orderuitvoering middels standaardcodes verstrekken als zij ook een toelichting op de gebruikte codes geeft (zie hieromtrent ook Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 138).

<sup>420</sup>. M. ELDERFIELD *e.a.*, *o.c.*, 248. Zie ook Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 44.

<sup>421</sup>. Zie *bv.* Gent 13 december 2001, *B.F.R.* 2002, 171 noot S. DEJONGHE, waarin geoordeeld werd dat een protest binnen de 48 uur na ontvangst van de rekeninguittreksels, maar twee dagen na raadpleging daarvan online via thuisbankieren, laattijdig was. Zie ook Gent 18 februari 2004, *NjW* 2004, 806, noot; Kh. Bergen 22 februari 2001, *T.B.H.* 2003, 63, noot.

<sup>422</sup>. *I.e.* een transactie die voor de cliënt feitelijke of mogelijke verplichtingen meebrengt die verder gaan dan de aanschaffingskosten van het instrument (considerans nr. 63 Uitvoeringsrichtlijn).

<sup>423</sup>. Een typisch voorbeeld zijn optiecontracten. Volgens de Europese Commissie moet een “ongedekte open positie” ruim worden geïnterpreteerd: “[t]his means that in order to be ‘covered’ a contingent liability position has to be fully hedged” (zie Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 49).

<sup>424</sup>. En dit uiterlijk aan het eind van de werkdag waarop de drempel wordt overschreden of wanneer de drempel op een niet-werkdag wordt overschreden aan het eind van de eerstvolgende werkdag. Zie art. 23 MiFID-K.B.

<sup>425</sup>. Zie *bv.* Gent 18 juni 2007, 2006/AR/1150, *niet gepubliceerd*; Gent 17 maart 1999, *T.R.V.* 2001, 330, noot J. TYTECA; Brussel 4 september 2007, 2005/AR/400, *niet gepubliceerd*.

<sup>426</sup>. Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 49 (sub-deel 4): “*there is no express obligation [...] to fix such a threshold*”. O.i. is er echter veel voor te zeggen dat er wel minstens impliciet een dergelijke verplichting is. De Commissie leidt het feit dat deze bepaling enkel zou gelden *indien* er een drempel is afgesproken, af uit de Engelse tekst “*any losses exceeding any predetermined threshold, agreed between the firm and the client*”, waarbij “*any predetermined threshold*” erop zou duiden dat er niet *noodzakelijk* dergelijke drempel moet zijn. De Franse versie “*elles informant aussi le client de détail de toute perte excédant un seuil prédéterminé convenu avec lui*” lijkt echter net als de Nederlandse versie te impliceren dat dergelijke drempel steeds moet worden overeengekomen. Dit lijkt ons bovendien de in functie van bescherming van niet-professionele beleggers meest logische interpretatie (zie ook randnr. 129 in verband met de benchmark die moet worden vastgesteld inzake vermogensbeheer, wat o.i. eveneens geformuleerd is als een verplichting).

vastgesteld<sup>427</sup>; het is dan ook maar de vraag hoe vaak dergelijke drempels zullen worden vastgesteld indien dit geacht moet worden geen verplichting uit te maken.

#### 4.7. Complexe financiële producten

##### Artikel 27 § 9 wet van 2 augustus 2002

*Wanneer een beleggingsdienst wordt aangeboden als onderdeel van een financieel product dat reeds ressorteert onder andere bepalingen van de communautaire wetgeving of onder gemeenschappelijke Europese normen betreffende kredietinstellingen en betreffende consumentenkredieten op het stuk van risicobeoordeling van cliënten en/of informatievereisten, zijn de verplichtingen van dit artikel niet eveneens van toepassing op deze dienst.*

**190.** Artikel 27 § 9 van de wet van 2 augustus 2002 is geen inhoudelijke gedragsregel, maar formuleert integendeel een uitzondering op de toepassing van de andere gedragsregels. De bedoeling van de bepaling is lovenswaardig: de regel wil vermijden dat een dienst tegelijkertijd onderworpen zou zijn aan twee eventueel conflicterende beschermingsregimes (zoals bv. de regeling inzake consumentenkrediet en de MiFID-bepalingen)<sup>428</sup>.

**191.** De praktische toepassing van deze regel is een stuk minder evident. Op het eerste gezicht zouden de gevolgen van deze regel immers bijzonder verregaand kunnen zijn, en lijken met toepassing van deze regel beleggingsdiensten met betrekking tot bepaalde erg risicovolle financiële constructies – zoals effectenlease<sup>429</sup> – aan de toepassing van de strenge MiFID-gedragsregels te kunnen worden onttrokken. Dit is des te vreemder daar de bestaande regeling inzake bijvoorbeeld consumentenkrediet op communautair niveau<sup>430</sup> weliswaar regels bevat inzake informatievereisten, die echter veel minder verregaand zijn dan de MiFID-bepalingen, maar nauwelijks andere regels gelijkaardig aan de MiFID-gedragsregels. Ook het beschermingsregime voorzien in het intussen meermaals gewijzigde ontwerp van nieuwe Richtlijn Consumentenkrediet<sup>431</sup> is verre van vergelijkbaar met de MiFID-gedragsregels.

**192.** Gelet op deze vaststelling en gelet op het feit dat noch in de voorbereidende werken van de MiFID, noch binnen het kader van de Belgische omzetting omtrent deze regel verdere toelichting wordt gegeven, hebben wij een vraag gesteld aan de Europese Commissie naar de draagwijdte van deze regel. De Commissie heeft daarop geantwoord dat de uitzondering voorzien in deze gedragsregel restrictief geïnterpreteerd moet worden. Deze regel mag volgens de Commissie met name enkel worden toegepast in die gevallen waar de beleggingsdienst deel uitmaakt van een ander financieel product. De uitzondering geformuleerd in deze gedragsregel zou bijgevolg niet van toepassing zijn ingeval de beleggingsdienst het essentiële of het hoofdbestanddeel van het financieel product is, of ingeval een combinatie van een beleggings- en een nevendienst wordt verstrekt (bv. het aankopen van een financieel instrument en het verstrekken van een krediet). De uitzondering zou enkel kunnen worden toegepast indien de beleggingsdienst bijkomstig is in het financieel product (bv. indien een obligatie wordt uitgegeven om een hypotheek werkbaar te maken)<sup>432</sup>.

#### 4.8. Orderverwerking

##### Artikel 27 § 10 wet van 2 augustus 2002

*De gereglementeerde ondernemingen met een vergunning om orders voor rekening van cliënten uit te voeren, passen procedures en regelingen toe die een onmiddellijke, billijke en vlotte uitvoering van orders van cliënten garanderen ten opzichte van orders van andere cliënten of de handelsposities van de gereglementeerde onderneming. Deze procedures of regelingen moeten een gereglementeerde onderneming in staat stellen om overigens vergelijkbare orders van cliënten in de volgorde van het tijdstip van ontvangst uit te voeren.*

**193.** Gereglementeerde ondernemingen met een vergunning om orders voor rekening van cliënten uit te voeren, dienen procedures en regelingen toe te passen die een onmiddellijke, billijke en vlotte uitvoering van orders van cliënten ten opzichte van orders van andere cliënten of de handelsposities van de gereglementeerde onderneming garanderen<sup>433</sup>. Deze procedures of regelingen moeten een gereglementeerde onderneming in staat stellen om overigens verge-

<sup>427</sup> Hoewel art. 8, 4° van het K.B. van 5 augustus 1991 ook reeds voorzag dat “het aanvaarde risico en, in voorkomend geval, de limieten inzake verliezen waarbij de cliënt dient te worden ingelicht”, moesten worden opgenomen in overeenkomsten van vermogensbeheer (waarbij dergelijke limiet niet verplicht moest worden overeengekomen).

<sup>428</sup> Het is niet echt duidelijk of ook andere regelingen dan consumentenkrediet gevisieerd worden. De algemene bewoordingen van de tekst (“betreffende kredietinstellingen”) lijken dit wel in bepaalde mate toe te laten. Zie ook het voorbeeld gegeven door de Europese Commissie in haar antwoord op Vraag 152.1: een obligatie die wordt uitgegeven om een hypotheek werkbaar te maken (zie Europese Commissie, “MiFID Q&A”, *l.c.*, Vraag 152.1).

<sup>429</sup> Zie bv. de beruchte *Dexia-Legioplease*-zaak in Nederland.

<sup>430</sup> Richtlijn 87/102/EEG van de Raad van 22 december 1986 betreffende de harmonisatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der lidstaten inzake het consumentenkrediet, *P.B.* L. 42 van 12 februari 1987, 48-53.

<sup>431</sup> Zie het gewijzigd voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 23 november 2005 betreffende consumentenkredietovereenkomsten en tot wijziging van richtlijn 93/13/EEG van de Raad, Com. (2005) 483 definitief. Zie daaromtrent T. VAN DYCK en J. STUYCK, “Op naar een nieuw consumentenkredietrecht? Het (gewijzigd) voorstel van de richtlijn consumentenkrediet nader bekeken”, in E. TERRY (ed.), *Handboek consumentenkrediet*, Brugge, die Keure, 2007, 571-590.

<sup>432</sup> Zie Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 152.1. Een gelijkaardige interpretatie was voordien reeds gegeven door de FSA, zie Financial Services Authority, “Reforming Conduct of Business Regulation”, Consultation Paper, oktober 2006, COBS Appendix 1, Part 2. In dezelfde zin: M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 101. De Europese Commissie heeft ons tevens bevestigd dat dergelijke uitleg niet terug te vinden is in de voorbereidende werken van de MiFID, maar gebaseerd is op een interpretatie gegeven door de Europese Commissie in de context van workshops in het kader van de omzetting van de MiFID (correspondentie beschikbaar bij de auteurs).

<sup>433</sup> Art. 27 § 10, eerste lid wet van 2 augustus 2002.

lijkbare orders van cliënten in de volgorde van het tijdstip van ontvangst uit te voeren<sup>434</sup>.

**194.** Deze gedragsregel biedt een tweede erg duidelijk voorbeeld van de verwantschap tussen gedragsregels en de regels inzake belangenconflicten. Zoals uit de uitwerking hieronder nog duidelijker zal blijken, beoogt deze gedragsregel een aantal specifieke belangenconflicten te vermijden<sup>435</sup>.

**195.** In uitvoering van dit principe dient de gereglementeerde onderneming vooreerst de orders die voor rekening van cliënten worden uitgevoerd, onmiddellijk correct te registreren en toe te wijzen<sup>436</sup>. Vergelijkbare orders van cliënten moeten daarbij in volgorde van ontvangst en onmiddellijk worden uitgevoerd, tenzij de aard van de order of de heersende marktomstandigheden dit onmogelijk maken of in het belang van de cliënt anders moet worden gehandeld<sup>437</sup>. Orders van cliënten die langs verschillende dragers worden ontvangen en niet in volgorde van ontvangst kunnen worden afgehandeld, worden voor doeleinden van deze bepalingen niet als “overigens vergelijkbaar” beschouwd<sup>438</sup>.

**196.** De regels inzake orderuitvoering gelden in het algemeen voor zowel professionele als niet-professionele cliënten. Het MiFID-K.B. voorziet echter in één bijkomende bepaling die enkel ten aanzien van niet-professionele cliënten geldt. De gereglementeerde onderneming moet niet-professionele cliënten namelijk op de hoogte brengen van elk probleem dat een correcte uitvoering van een order ernstig belemmert, zodra zij daar kennis van neemt<sup>439</sup>.

**197.** Wanneer een gereglementeerde onderneming verantwoordelijk is voor het toezicht op of de regeling van de afwikkeling van een uitgevoerde order, neemt zij alle redelijke maatregelen om ervoor te zorgen dat alle financiële instrumenten of gelden van een cliënt die bij de afwikkeling van deze uitgevoerde order worden ontvangen, onmiddellijk en op correcte wijze op de rekening van de juiste cliënt worden bijgeschreven<sup>440</sup>.

**198.** In uitvoering van deze principeregel inzake orderuit-

voering wordt ten tweede het probleem van “*frontrunning*” aangepakt, waarbij een onderneming misbruik maakt van informatie over lopende orders van cliënten<sup>441</sup>. Hiertoe wordt bepaald dat een gereglementeerde onderneming geen misbruik mag maken van informatie over lopende orders van cliënten en alle redelijke maatregelen dient te nemen om misbruik van dergelijke informatie door haar relevante personen te voorkomen<sup>442</sup>. Het feit dat een gereglementeerde onderneming informatie over een lopende order van een cliënt gebruikt om voor eigen rekening te handelen in de financiële instrumenten waarop de order betrekking heeft, of in gelieerde financiële instrumenten, moet als misbruik van deze informatie worden aangemerkt<sup>443</sup>. Het loutere feit dat *market makers* of instanties die als tegenpartij mogen optreden, zich beperken tot hun legitieme bedrijf van koop en verkoop van financiële instrumenten of dat personen die bevoegd zijn om orders namens derden uit te voeren, zich beperken tot het naar behoren uitvoeren van een order, mag op zichzelf echter niet als misbruik van informatie worden aangemerkt<sup>444</sup>.

**199.** Een derde reeks uitvoeringsregels stelt strikte voorwaarden aan het samenvoegen van cliëntenorders met orders van andere cliënten of met transacties voor eigen rekening van de gereglementeerde onderneming. De regeling voorziet enerzijds in informatieverplichtingen en anderzijds in de verplichting een toewijzingsbeleid op te stellen dat het principe huldigt dat enkel de cliënt voordeel moet hebben bij de samenvoeging van orders<sup>445</sup>.

**200.** De gereglementeerde onderneming mag een order van een cliënt of een transactie voor eigen rekening niet samen met een andere order van een cliënt uitvoeren, tenzij voldaan is aan de volgende voorwaarden<sup>446</sup>: (i) het moet onwaarschijnlijk zijn dat de samenvoeging van de orders en transacties al met al nadelig uitpakt voor enige cliënt van wie een order wordt samengevoegd; (ii) een cliënt van wie een order wordt samengevoegd, moet ervan op de hoogte worden gebracht dat samenvoeging bij een bepaalde order voor hem of haar nadelig kan uitpakken; (iii) er moet een ordertoewijzingsbeleid<sup>447</sup> vastgesteld en geïmplementeerd worden dat voldoende nauwkeurig voorziet in een billijke toewijzing

<sup>434</sup>. Art. 27 § 10, tweede lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>435</sup>. Zie ook CESR/05-290b, 43. Het verwondert dan ook niet dat de art. 47-49 van de Uitvoeringsrichtlijn die de pricipebepaling van art. 22 (1) MiFID uitvoeren, niet alleen gebaseerd zijn op dit art. 22 (1), maar ook op art. 19 (1) MiFID, dat het loyauteitsbeginsel verwoordt (dat, zoals hierboven in punt 4.2.2. aangetoond, nauw verwant is aan de regels inzake belangenconflicten).

<sup>436</sup>. Art. 27 § 1, a) MiFID-K.B.

<sup>437</sup>. Art. 27 § 1, b) MiFID-K.B.

<sup>438</sup>. Considerans nr. 78 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>439</sup>. Art. 27 § 1, c) MiFID-K.B.

<sup>440</sup>. Art. 27 § 2 MiFID-K.B.

<sup>441</sup>. Background Note 7.8.

<sup>442</sup>. Art. 27 § 3 MiFID-K.B. Zie voor het begrip “relevante personen” voetnoot 183.

<sup>443</sup>. Considerans nr. 78 Uitvoeringsrichtlijn. Een gereglementeerde onderneming mag ook meer algemeen geen misbruik maken van haar kennis over de *orderflow* van haar cliënten om eigen orders vóór deze van cliënten te plaatsen (Background Note 7.8).

<sup>444</sup>. *Idem*.

<sup>445</sup>. *Idem*.

<sup>446</sup>. Art. 28 § 1 MiFID-K.B.

<sup>447</sup>. Te onderscheiden van het orderuitvoeringsbeleid waarvan sprake in het kader van de regels inzake optimale uitvoering (zie randnrs. 204 e.v.). C. VERIS, *l.c.*, 442 wijst er evenwel op dat het ordertoewijzingsbeleid in de praktijk vaak wordt geïntegreerd in het orderuitvoeringsbeleid.

van samengevoegde orders en transacties, en dat onder meer aangeeft hoe het volume en de prijs van orders bepalend zijn voor de toewijzingen, en de behandeling van gedeeltelijke uitvoeringen preciseerd.

**201.** Indien de gereglementeerde onderneming transacties voor eigen rekening heeft samengevoegd met één of meer orders van cliënten, mag zij de desbetreffende handelstransacties niet toewijzen op een voor de cliënt nadelige wijze<sup>448</sup>. De herallocatie van transacties moet als nadelig voor een cliënt worden aangemerkt als de gereglementeerde onderneming of een bepaalde cliënt daarmee onrechtmatig wordt bevoordeeld<sup>449</sup>. De gereglementeerde onderneming moet ervoor zorgen dat in het kader van het ordertoewijzingsbeleid procedures worden opgenomen die dit voorkomen<sup>450</sup>. Indien de samengevoegde order slechts ten dele wordt uitgevoerd, geeft de gereglementeerde onderneming de cliënt bij de toewijzing van de desbetreffende handelstransacties voorrang op de onderneming<sup>451</sup>. Op deze laatste regel bestaat één uitzondering. Als de onderneming aannemelijk kan maken dat zij de order niet tegen dezelfde voorwaarden of zelfs helemaal niet had kunnen uitvoeren als deze niet was samengevoegd met orders voor eigen rekening, mag zij de transactie voor eigen rekening naar evenredigheid toewijzen overeenkomstig haar orderbeleid<sup>452</sup>.

**202.** Wanneer een gereglementeerde onderneming een order samenvoegt met één of meer andere orders van cliënten en de samengevoegde order slechts ten dele wordt uitgevoerd, dient zij de desbetreffende handelstransacties toe te wijzen overeenkomstig haar ordertoewijzingsbeleid ter zake<sup>453</sup>.

## 4.9. De verplichting tot optimale uitvoering van orders (“best execution”)

### Artikel 28 § 1 wet van 2 augustus 2002

*In het kader van de op haar toepasselijke bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden neemt de gereglementeerde onderneming bij het uitvoeren van orders [...] alle redelijke maatregelen om het best mogelijke resultaat voor haar cliënten te behalen, rekening houdend met de prijs, de kosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard van het order en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten. In geval van een specifieke instructie van de cliënt is de gereglementeerde onderneming evenwel verplicht de order volgens die specifieke instructie uit te voeren.*

**203.** Nieuw in deze expliciete wettelijke vorm<sup>454</sup> is de verplichting voor beleggingsondernemingen om orders van cliënten tegen de voor de cliënt voordeligste voorwaarden uit te voeren (“best execution”). Deze gedragsregel wordt als een erg belangrijke component van beleggersbescherming gezien, daar deze zowel marktefficiëntie in het algemeen<sup>455</sup> als het best mogelijke resultaat voor individuele beleggers moet bevorderen<sup>456</sup>. Daartoe dient de gereglementeerde onderneming (i) een orderuitvoeringsbeleid op te stellen en te implementeren; (ii) haar cliënten in te lichten over dit beleid; en (iii) dit beleid regelmatig te toetsen en bij te stellen.

### 4.9.1. Het orderuitvoeringsbeleid

#### Artikel 28 § 2, § 3 en § 5 wet van 2 augustus 2002

*§ 2. De gereglementeerde onderneming bepaalt en handhaaft doeltreffende regelingen om aan [art. 28 § 1] te voldoen. Zij bepaalt en past inzonderheid een beleid inzake orderuitvoering toe dat haar in staat stelt om voor de orders van haar cliënten het best mogelijke resultaat te behalen overeenkomstig het bepaalde in [art. 28 § 1].*

*§ 3. Het orderuitvoeringsbeleid omvat voor elke klasse van instrumenten, informatie over de verschillende plaatsen waar de gereglementeerde onderneming de orders van haar cliënten uitvoert en de factoren die de keuze van de plaats van uitvoering beïnvloeden. Het omvat ten minste de plaatsen van uitvoering die de gereglementeerde onderneming in staat stellen om consistent het best mogelijke resultaat voor de uitvoering van orders van cliënten te behalen. [...]*

*§ 5. De gereglementeerde onderneming toont haar cliënten desgevraagd aan dat zij hun orders heeft uitgevoerd in overeenstemming met het orderuitvoeringsbeleid van de onderneming.*

<sup>448</sup> Art. 29 § 1 MiFID-K.B.

<sup>449</sup> Considerans nr. 77 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>450</sup> Art. 29 § 3 MiFID-K.B.

<sup>451</sup> Art. 29 § 2, eerste lid MiFID-K.B.

<sup>452</sup> Art. 29 § 2, tweede lid MiFID-K.B.

<sup>453</sup> Art. 28 § 2 MiFID-K.B.

<sup>454</sup> Impliciet werd een soort van “best execution rule” al wel afgeleid uit het oude art. 36 § 1, 2° (zie L. VAN BEVER, “Gedragsregels voor financiële tussenpersonen, herbekeken in het licht van ISD 2 (2004)”, in H. COUSY e.a., *Financiële wetgeving. De tussenstand 2004*, 279, nr. 73, voetnoot 207). Art. 36 § 3 bepaalde vervolgens dat de verplichting van art. 36 § 1, 2° vermoed werd te zijn nagekomen wanneer de transactie op een gereglementeerde markt werd uitgevoerd overeenkomstig de op die markt geldende regels. Dit was de zogenaamde “concentratieregel”, die er in de praktijk toe leidde dat de overgrote meerderheid van de beurstransacties op een gereglementeerde markt plaatsvond (zie L. VAN BEVER, *l.c.*, 281), anders dan in landen waar dergelijke concentratieregels niet bestond (zie M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 191). Ingevolge de nieuwe regels inzake best execution, bestaat deze concentratieregels niet langer.

<sup>455</sup> De afschaffing van de concentratieregels zou immers een verhoogde concurrentie tussen plaatsen van uitvoering met zich mee moeten brengen, wat de marktefficiëntie uiteindelijk ten goede zou moeten komen.

<sup>456</sup> CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 3.



**204.** Een gereglementeerde onderneming is er toe gehouden alle redelijke maatregelen te nemen om het best mogelijke resultaat voor haar cliënten te behalen<sup>457</sup>. Dat een gereglementeerde onderneming alle *redelijke* maatregelen moet nemen, betekent *ipso facto* dat de gereglementeerde onderneming geen resultaatsverbintenis aangaat om per individuele transactie het best mogelijke resultaat te bereiken. Wel betekent het dat de onderneming een doeltreffende regeling moet vaststellen en handhaven om dit doel na te streven<sup>458</sup>. De gereglementeerde onderneming dient daartoe een orderuitvoeringsbeleid vast te stellen dat haar in staat stelt om voor de orders van haar cliënten het best mogelijke resultaat te behalen<sup>459</sup>.

**205.** De verplichting om bij de uitvoering van orders van cliënten het best mogelijke resultaat te behalen, geldt voor alle soorten financiële instrumenten. Wel kan het, gezien de onderling uiteenlopende structuren van markten en financiële instrumenten, moeilijkheden opleveren om een uniforme voor alle categorieën geldende, effectieve standaard en procedure inzake optimale uitvoering vast te stellen. Daarom moeten de voorschriften inzake optimale uitvoering zodanig worden toegepast dat rekening kan worden gehouden met het feit dat de omstandigheden per soort financieel instrument verschillen<sup>460</sup>. Het orderuitvoeringsbeleid dient voor elke klasse van instrumenten<sup>461</sup> twee elementen te bevatten. Vooreerst moet het beleid voor elke klasse van instrumenten informatie bevatten over de verschillende plaatsen waar de gereglementeerde onderneming de orders van haar cliënten uitvoert<sup>462</sup>. Belangrijk om op te merken is

dat een gereglementeerde onderneming daarbij niet alle mogelijke plaatsen van uitvoering dient op te nemen<sup>463</sup>. Wel dient zij ten minste de plaatsen van uitvoering op te nemen die haar in staat stellen om consistent het best mogelijke resultaat voor de uitvoering van orders van cliënten te behalen<sup>464</sup>. Het tweede element dat voor elke klasse van instrumenten beschreven moet worden, is informatie over de factoren die de keuze van de plaats van uitvoering beïnvloeden<sup>465</sup>, met name de prijs, de kosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard van de order en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten<sup>466</sup>.

**206.** Het relatieve gewicht dat de gereglementeerde onderneming toekent aan die factoren bij het opstellen van maatregelen om optimale uitvoering te bereiken, moet worden bepaald aan de hand van volgende criteria: (i) de kenmerken van de cliënt (waaronder diens indeling in de categorie niet-professionele dan wel professionele cliënt); (ii) de kenmerken van de order van de cliënt; de kenmerken van de financiële instrumenten die het voorwerp zijn van de order; en (iii) de kenmerken van de plaatsen van uitvoering<sup>467</sup> waar de order kan worden geplaatst<sup>468</sup>.

**207.** Ten aanzien van niet-professionele cliënten moet de totale tegenprestatie echter de doorslaggevende factor zijn bij de keuze van de plaats van uitvoering<sup>469</sup> (wat echter niet betekent dat de totale tegenprestatie niet eveneens van groot belang zou zijn voor professionele cliënten<sup>470</sup>). Onder “totale tegenprestatie” moet worden begrepen de prijs van

<sup>457</sup>. Art. 28 § 1 wet van 2 augustus 2002.

<sup>458</sup>. CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 6, Q3.

<sup>459</sup>. Art. 28 § 2 wet van 2 augustus 2002. Uitvoeringsmaatregelen moeten daarbij begrepen worden als de *middelen* die een gereglementeerde onderneming aanwendt om het best mogelijke resultaat te bereiken bij het uitvoeren van orders, terwijl het uitvoeringsbeleid kan worden begrepen als een *document* dat de belangrijkste of meest relevante elementen van die uitvoeringsmaatregelen beschrijft (CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 6, Q5).

<sup>460</sup>. Considerans nr. 70 Uitvoeringsrichtlijn. Als voorbeeld wordt gegeven transacties in een financieel OTC-instrument op maat in het kader van een bijzondere contractuele relatie die op de situatie van de cliënt en de gereglementeerde onderneming toegesneden is. Een dergelijk financieel instrument is vanuit het oogpunt van optimale uitvoering wellicht niet vergelijkbaar met transacties in aandelen die op gecentraliseerde plaatsen van uitvoering worden verhandeld.

<sup>461</sup>. CESR heeft gespecificeerd dat het aantal onderverdelingen in het uitvoeringsbeleid onder meer zal afhangen van de types cliënten die een onderneming bedient, de types financiële instrumenten waarvoor orders aanvaard worden en de relevante uitvoeringsplaatsen en entiteiten die beschikbaar zijn voor deze instrumenten. Het uitvoeringsbeleid zal ten minste moeten differentiëren in functie van de verschillende klassen van instrumenten waarvoor de gereglementeerde onderneming orders uitvoert. Voorbeelden van dergelijke klassen zijn aandelen, schuldinstrumenten, eenheden in ICB's en afgeleide producten (waarbinnen indien nodig verder gedifferentieerd moet worden) (CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 7, Q7).

C. VERIS, *l.c.*, 435, heeft aangegeven dat het orderuitvoeringsbeleid kan bestaan uit één enkel document met verschillende onderverdelingen in functie van de gemaakte differentiaties, dan wel uit verschillende deeldocumenten. Gelet op mogelijke toekomstige evoluties, wijst ze erop dat het nuttig is om een zekere flexibiliteit en een goed versiebeheer te voorzien.

<sup>462</sup>. Art. 28 § 3, eerste lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>463</sup>. Considerans nr. 66 Uitvoeringsrichtlijn. In bepaalde gevallen kan het zelfs volstaan om slechts één plaats van uitvoering op te nemen, indien die consistent het best mogelijke resultaat oplevert (zie CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 7, Q8; Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 12).

<sup>464</sup>. Art. 28 § 3, eerste lid *in fine* wet van 2 augustus 2002.

<sup>465</sup>. Art. 28 § 3, eerste lid wet van 2 augustus 2002.

<sup>466</sup>. Art. 28 § 1 wet van 2 augustus 2002.

<sup>467</sup>. *I.e.* een gereglementeerde markt, een MTF, een systematische internaliseerder, een *market maker* of andere liquiditeitsverschaffer of een entiteit die in een derde land een soortgelijke functie uitoefent als deze van één van de voornoemde partijen (art. 24 § 2 MiFID-K.B.).

<sup>468</sup>. Art. 24 § 1 MiFID-K.B.

<sup>469</sup>. Art. 24 § 3 MiFID-K.B.

<sup>470</sup>. Zie CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 8-9: “CESR considers that the concept of total consideration is relevant for the assessment of best execution for professional client orders too, because in practice a firm is unlikely to be acting reasonably if it gives a low relative importance to the net cost of a purchase to the net proceeds of a sale. There may be circumstances, however, where other factors will be more important for professional clients and MiFID clearly allows firms flexibility in this regard”.

het financiële instrument en de uitvoeringskosten, die alle uitgaven omvatten die ten laste komen van de cliënt en rechtstreeks verband houden met de uitvoering van de order<sup>471</sup>. Ook de eigen provisies en kosten van de onderneming voor de uitvoering van de order, op elk van de in aanmerking komende plaatsen van uitvoering, moeten daarbij in rekening gebracht worden<sup>472</sup>. Een gereglementeerde onderneming mag haar provisies uiteraard niet zo structureren of in rekening brengen dat de verschillende plaatsen van uitvoering op onbillijke wijze ongelijk worden behandeld<sup>473</sup>. Snelheid, waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, omvang en aard van de order, markteffect en eventuele andere transactiekosten mogen alleen voorrang krijgen boven de directe prijs- en kostenoverwegingen voor zover ze ertoe bijdragen dat voor de niet-professionele cliënt het best mogelijke resultaat wordt behaald gelet op de totale tegenprestatie<sup>474</sup>. Deze elementen, die beschouwd kunnen worden als *impliciete* kosten, kunnen vooral relevant zijn indien een niet-professionele cliënt bijvoorbeeld een groot order in een relatief illiquide aandeel plaats<sup>475</sup>.

**208.** Wanneer een cliënt zelf instructies geeft over hoe en waar hij of zij wenst dat een order wordt uitgevoerd, heeft dit echter voorrang op het uitvoeringsbeleid van de gereglementeerde onderneming, en wordt het principe van optimale uitvoering geacht te zijn nageleefd als de instructies van de cliënt werden gevolgd<sup>476</sup>. Dit geldt echter enkel voor het deel of het aspect van de order waarop de instructies van de cliënt betrekking hebben<sup>477</sup>. Een gereglementeerde onderneming mag uiteraard niet via haar algemene voorwaarden (of anderszins) proberen haar verplichtingen inzake optimale uitvoering te omzeilen door de cliënt aan te moedigen instructies te geven waardoor de gereglementeerde onderneming haar gedragsregels en regeling inzake optimale uitvoering kan negeren<sup>478</sup>.

**209.** Indien bij het plaatsen van een order een correct opgesteld en gehandhaafd orderuitvoeringsbeleid werd nageleefd, *c.q.* de instructies van de cliënt werden gevolgd, is het principe van optimale uitvoering voldaan<sup>479</sup>. Een gereglementeerde onderneming moet haar cliënten desgevraagd wel kunnen aantonen dat zij hun orders heeft uitgevoerd in overeenstemming met haar orderuitvoeringsbeleid<sup>480</sup>.

**210.** Als specifieke grond voor aansprakelijkheid zal het *best execution*-principe o.i. beperkt blijven. Tenzij de gereglementeerde onderneming haar orderuitvoeringsbeleid niet heeft nageleefd, *c.q.* de instructies van de cliënt niet heeft gevolgd, moet een cliënt immers aantonen dat het orderuitvoeringsbeleid van de onderneming *systematisch* niet tot optimale uitvoering leidt om een schending van de *best-execution*-plicht te kunnen aantonen. Bovendien zal de cliënt in principe vooraf hebben ingestemd met dit orderuitvoeringsbeleid, zodat het niet evident zal zijn om dit achteraf aan te vechten (zie randnr. 211 hieronder).

#### 4.9.2. Inlichten van cliënten aangaande het orderuitvoeringsbeleid

##### Artikel 28 § 3 wet van 2 augustus 2002

[...] De gereglementeerde onderneming verstrekt haar cliënten deugdelijke informatie over haar orderuitvoeringsbeleid. De gereglementeerde onderneming verkrijgt vooraf de instemming van haar cliënten met haar orderuitvoeringsbeleid. Wanneer het orderuitvoeringsbeleid voorziet in de mogelijkheid om orders buiten een gereglementeerde markt of een MTF uit te voeren, brengt de gereglementeerde onderneming haar cliënten of potentiële cliënten met name van deze mogelijkheid op de hoogte. De gereglementeerde onderneming behoeft de uitdrukkelijke toestemming van haar cliënten alvorens orders van cliënten buiten een gereglementeerde markt of een MTF uit te voeren. De gereglementeerde onderneming kan deze toestemming hetzij in de vorm van een algemene overeenkomst, hetzij met betrekking tot afzonderlijke transacties verkrijgen.

<sup>471</sup>. Zoals vergoedingen aan de plaats van uitvoering, verrekenings- en vereffeningsvergoedingen en alle andere vergoedingen die worden betaald aan derden die bij de uitvoering van de order zijn betrokken (art. 24 § 3 *in fine* MiFID-K.B.).

<sup>472</sup>. Art. 24 § 3, tweede lid MiFID-K.B. Deze moeten echter niet in rekening worden gebracht om te bepalen welke plaatsen van uitvoering in het uitvoeringsbeleid moeten worden opgenomen (considerans nr. 72 Uitvoeringsrichtlijn).

<sup>473</sup>. Art. 24 § 4, eerste lid MiFID-K.B. Een onderneming wordt geacht haar provisies zodanig te structureren of in rekening te brengen dat zij plaatsen van uitvoering op onbillijke wijze ongelijk behandelt, als zij voor de uitvoering van orders op de diverse plaatsen van uitvoering vergoedingen of *spreads* in rekening brengt die onderling uiteenlopen, zonder dat deze verschillen samenhangen met feitelijke verschillen in kosten die de ondernemingen voor de uitvoering van orders op deze plaatsen maakt (art. 24 § 4, tweede lid MiFID-K.B.).

<sup>474</sup>. Considerans nr. 67 Uitvoeringsrichtlijn; zie ook Europese Commissie, "MiFID Q&A", Vraag 114.2. Voor een individuele niet-professionele cliënt die doorgaans kleinere orders plaatst, zal de kostprijs meestal zwaarder doorwegen, aangezien deze een relatief groot percentage van de aankoopprijs van het financieel instrument bedragen, terwijl voor een professionele cliënt de snelheid en de mogelijkheid een groot volume te verhandelen, belangrijker kunnen zijn (M. ELDERFIELD e.a., *o.c.*, 193, voetnoot 12).

<sup>475</sup>. Zie CESR, "Best Execution", Q&A, *l.c.*, 8.

<sup>476</sup>. Art. 24 § 2 MiFID-K.B.

<sup>477</sup>. Considerans nr. 68 Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>478</sup>. Considerans nr. 68 Uitvoeringsrichtlijn: "[e]en gereglementeerde onderneming mag een cliënt er niet toe aanzetten om een instructie te geven om een order op een bepaalde wijze uit te voeren, door de inhoud van de instructie expliciet of impliciet aan de cliënt kenbaar te maken, wanneer de onderneming redelijkerwijs zou moeten weten dat zij door een instructie van die strekking wordt belet het best mogelijke resultaat voor de cliënt te behalen. Dit hoeft een onderneming echter niet te beletten een cliënt te vragen een keuze te maken tussen twee of meer specifiek handelsplatforms, mits deze platformstroken met het uitvoeringsbeleid van de onderneming".

<sup>479</sup>. In uitzonderlijke gevallen mag een gereglementeerde onderneming echter afwijken van haar orderuitvoeringsbeleid om de overkoepelende verplichting tot optimale uitvoering na te leven, indien een cliënt bv. verzoekt om een transactie in een ongewoon instrument uit te voeren (CESR, "Best Execution", Q&A, *l.c.*, 6, Q4).

<sup>480</sup>. Art. 28 § 5 wet van 2 augustus 2002.

**211.** Een gereglementeerde onderneming moet haar cliënten deugdelijke – of misschien beter “passende”<sup>481</sup> – informatie verschaffen over haar uitvoeringsbeleid en vooraf de instemming van haar cliënten met dit beleid verkrijgen<sup>482</sup>. Bedoeling daarvan is dat cliënten in staat zouden zijn om een goed geïnformeerde beslissing te nemen over de vraag of zij al dan niet van de diensten van de onderneming gebruik wensen te maken<sup>483</sup>. De gereglementeerde onderneming dient haar cliënten ook op de hoogte te brengen van “wezenlijke” wijzigingen in haar orderuitvoeringsregelingen of haar orderuitvoeringsbeleid<sup>484</sup>.

**212.** Ten aanzien van niet-professionele cliënten werd ingevuld welke informatie in dit verband minimaal moet worden verstrekt en hoe en wanneer dit moet gebeuren. Tijdig<sup>485</sup> voor de verrichting van de dienst dient de gereglementeerde onderneming haar niet-professionele cliënten op duurzame drager of via een website<sup>486</sup> de volgende informatie te verstrekken:

Informatie omtrent het orderuitvoeringsbeleid <sup>1</sup>
Uitleg over het relatieve gewicht dat de gereglementeerde onderneming overeenkomstig de in randnummer 206 genoemde criteria toekent aan de factoren die het uitvoeringsbeleid bepalen, of over de wijze waarop de onderneming het relatieve gewicht van deze factoren bepaalt;
Overzicht van de plaatsen van uitvoering waarop de onderneming een aanzienlijk beroep doet om haar verplichting na te komen om alle redelijke maatregelen te nemen teneinde bij de uitvoering van orders van cliënten op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen;
Duidelijke waarschuwing dat specifieke instructies van een cliënt de onderneming kunnen beletten de door haar vastgestelde en in haar uitvoeringsbeleid opgenomen maatregelen te nemen om bij de uitvoering van de desbetreffende orders het best mogelijke resultaat te behalen voor de elementen waarvoor deze instructies gelden;
Desgevallend, vermelding dat orders ook buiten een gereglementeerde markt of MTF kunnen worden uitgevoerd.

1. Art. 26 § 2, eerste lid MiFID-K.B. en art. 28 § 3, derde lid wet 2 augustus 2002.

<sup>481.</sup> Zie het Engelse equivalent “appropriate” (art. 21 (3) tweede lid MiFID). CESR heeft in verband met deze informatieverstrekking gesteld: “[a]n investment firm should provide appropriate information about its (execution) policy, rather than the full detail of its execution arrangements and/or policy. In this way, MiFID strikes a balance between requiring firms to disclose a lengthy trading manual which would be of limited utility to clients and information that is too high level to enable an adequate understanding of a firm’s (execution) policy by clients. CESR considers that firms should disclose sufficient information, reflecting any relevant differentiation of the firm’s execution policy, to enable clients to make a properly informed decision about whether to utilize the services offered by the firm”.

<sup>482.</sup> Art. 28 § 3, tweede lid wet van 2 augustus 2002. Hoe deze instemming gegeven moet worden, moet worden beoordeeld op basis van de algemene regels terzake in elke lidstaat (CESR, “Best Execution”, Q&A, l.c., 11, Q20). Uit het feit dat in art. 28 § 3, derde lid sprake is van “uitdrukkelijke” instemming kan worden afgeleid dat de instemming bedoeld in art. 28 § 3, tweede lid niet noodzakelijk uitdrukkelijk dient te gebeuren. Minstens in sommige jurisdicties kan deze toestemming ook stilzwijgend gebeuren en worden afgeleid uit het gedrag van de cliënt, zoals het doorsturen van een order na ontvangst van de informatie over het uitvoeringsbeleid van de onderneming (CESR, “Best Execution”, Q&A, l.c., 11-12, Q21). Naar Belgisch recht zal daartoe de theorie van het omstandig stilzwijgen moeten worden toegepast. Interessant in dit verband is nog dat de toezichhoudende overheid de bevoegdheid heeft om een bewijs te vragen dat een cliënt stilzwijgend toegestemd heeft (CESR, “Best Execution”, Q&A, l.c., 12, Q21).

<sup>483.</sup> CESR, “Best Execution”, Q&A, l.c., 10, Q14. Het is echter maar de vraag in hoeverre – vooral niet-professionele cliënten – daadwerkelijk een gegronde evaluatie van het orderuitvoeringsbeleid kunnen maken.

<sup>484.</sup> Art. 28 § 3, derde lid *in fine* wet van 2 augustus 2002. CESR heeft daarbij verduidelijkt dat een wijziging wezenlijk is wanneer de kennisgeving ervan noodzakelijk is om een cliënt in staat te stellen een goed geïnformeerde beslissing te nemen over de vraag of hij of zij de diensten van de onderneming verder wil blijven gebruiken (CESR, “Best Execution”, Q&A, l.c., 11, Q18).

<sup>485.</sup> Over wat onder “tijdig” begrepen moet worden, zie randnr. 111.

<sup>486.</sup> Art. 26 § 2 laatste lid MiFID-K.B. Zie over deze concepten randnr. 120-122.

<sup>487.</sup> Met uitdrukkelijke toestemming wordt bedoeld dat een echte uiting van instemming moet worden gegeven door de cliënt, wat kan gebeuren door een geschreven handtekening, of gelijkwaardige middelen (elektronische handtekening), door een muisklik op een website of mondeling per telefoon of *in persona*, waarbij de gegevens op gepaste wijze moeten worden bijgehouden (“record keeping”) (CESR, “Best Execution”, Q&A, l.c., 12, Q21.1).

<sup>488.</sup> Art. 28 § 3, derde lid wet van 2 augustus 2002; zie ook Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 136.

<sup>489.</sup> Art. 28 § 4 wet van 2 augustus 2002.

<sup>490.</sup> Art. 26 § 1, eerste lid MiFID-K.B.

**213.** Indien het orderuitvoeringsbeleid bepaalt dat orders ook buiten een gereglementeerde markt of MTF kunnen worden uitgevoerd, moeten cliënten hiervan met name op de hoogte worden gebracht, en moet bovendien hun uitdrukkelijke toestemming<sup>487</sup> verkregen worden alvorens orders effectief buiten een gereglementeerde markt of een MTF mogen worden uitgevoerd. De gereglementeerde onderneming kan deze toestemming hetzij in de vorm van een algemene overeenkomst hetzij met betrekking tot afzonderlijke transacties verkrijgen<sup>488</sup>.

### 4.9.3. Evaluatie van het orderuitvoeringsbeleid

#### Artikel 28 § 4 wet van 2 augustus 2002

*De gereglementeerde onderneming houdt toezicht op de doeltreffendheid van haar regelingen en beleid voor orderuitvoering om in voorkomend geval mogelijke tekortkomingen te achterhalen en recht te zetten. Zij gaat inzonderheid op gezette tijden na of de in het orderuitvoeringsbeleid opgenomen plaatsen van uitvoering tot het best mogelijke resultaat voor de cliënt leiden dan wel of zij haar uitvoeringsregelingen moet wijzigen. De gereglementeerde onderneming geeft haar cliënten kennis van wezenlijke wijzigingen in haar orderuitvoeringsregelingen of haar orderuitvoeringsbeleid.*

**214.** De gereglementeerde onderneming moet haar uitvoeringsbeleid ten slotte regelmatig toetsen en eventueel bijstellen<sup>489</sup>. Daartoe dient zij toezicht te houden op de doeltreffendheid van haar regelingen en beleid voor orderuitvoering om in voorkomend geval mogelijke tekortkomingen te achterhalen en recht te zetten.

**215.** Daarenboven moet de gereglementeerde onderneming haar uitvoeringsbeleid en haar orderuitvoeringsmaatregelen jaarlijks aan een evaluatie onderwerpen<sup>490</sup>, evenals telkens wanneer zich een wezenlijke verandering voordoet in de

mogelijkheden van de onderneming om op consistente basis het best mogelijke resultaat te behalen op de plaatsen van uitvoering die in haar uitvoeringsbeleid zijn opgenomen<sup>491</sup>.

**216.** Het onderscheid tussen het toezicht houden op de doeltreffendheid van de regelingen en het beleid enerzijds en de jaarlijkse evaluatie van dit beleid anderzijds moet als volgt gezien worden. Toezicht houden bestaat in het op regelmatige basis toetsen of *specifieke transacties* werden uitgevoerd in overeenstemming met het orderuitvoeringsbeleid en of dit ook tot het optimale resultaat voor de cliënt heeft geleid<sup>492</sup>. Tijdens de jaarlijkse evaluatie moet daarentegen *in het algemeen* worden nagegaan of de in het orderuitvoeringsbeleid opgenomen plaatsen van uitvoering tot het best mogelijke resultaat voor de cliënten leiden. De gereglementeerde onderneming moet daarbij verifiëren of zij op een consistente wijze betere uitvoering zou kunnen geven aan orders indien (i) bijkomende of andere uitvoeringsplaatsen of entiteiten zouden worden opgenomen; (ii) een ander relatief belang zou worden toegekend aan de factoren waarmee rekening gehouden moet worden om optimale uitvoering te bereiken; of (iii) andere aspecten van haar uitvoeringsbeleid of uitvoeringsmaatregelen zouden worden gewijzigd<sup>493</sup>.

#### 4.9.4. Optimale uitvoering via andere entiteiten

**217.** Om te vermijden dat in het kader van een optimale uitvoering dubbel werk wordt verricht<sup>494</sup>, geldt een aangepaste, lichtere regeling inzake optimale uitvoering – gebaseerd op de verplichting van gereglementeerde ondernemingen om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt<sup>495</sup> – voor gereglementeerde ondernemingen (i) die bij de verrichting van de dienst van vermogensbeheer bij andere entiteiten

orders ter uitvoering plaatsen<sup>496</sup> of (ii) die bij de verrichting van de dienst van het ontvangen en het doorgeven van orders, de orders van cliënten ter uitvoering aan andere entiteiten doorgeven<sup>497</sup>.

**218.** De regels zijn vrij analoog aan de in 4.9.1.-4.9.3. beschreven regeling<sup>498</sup>. Gereglementeerde ondernemingen die diensten van vermogensbeheer aanbieden en transacties voor rekening van cliënten ter uitvoering aan andere entiteiten doorgeven of die orders van cliënten ten uitvoering plaatsen bij andere entiteiten, moeten eveneens maatregelen nemen om een optimale uitvoering te bekomen en daarbij rekening houden met de in randnummer 205 genoemde factoren, waarvan het relatieve gewicht bepaald wordt aan de hand van de in randnummer 206 genoemde criteria<sup>499</sup>.

**219.** De inhoud van het orderuitvoeringsbeleid is echter enigszins anders, gelet op het feit dat deze gereglementeerde ondernemingen niet zelf instaan voor de uitvoering van orders, maar daarvoor een beroep doen op andere entiteiten. In de plaats van informatie over de verschillende plaatsen van uitvoering, moeten voor alle categorieën instrumenten de *entiteiten* worden geïdentificeerd waarbij de orders worden geplaatst of waaraan de gereglementeerde onderneming orders ter uitvoering doorgeeft. Deze entiteiten moeten beschikken over een orderuitvoeringsregeling die de gereglementeerde onderneming in staat stelt aan haar verplichtingen inzake optimale uitvoering te voldoen wanneer zij orders ter uitvoering plaatst bij of doorgeeft aan de betrokken entiteit<sup>500</sup>. De gereglementeerde onderneming moet de uitvoeringsmaatregelen van de entiteiten die deze wenst te gebruiken, onderzoeken om na te gaan of deze de onderneming toelaten om te voldoen aan haar verplichtingen inzake optimale uitvoering<sup>501</sup>.

<sup>491</sup>. Art. 26 § 1, tweede lid MiFID-K.B.

<sup>492</sup>. Dit kan onder meer inhouden dat gelijkaardige transacties vergeleken worden (i) op dezelfde plaats van uitvoering, om na te gaan of het oordeel van de gereglementeerde onderneming over hoe de orders via die plaats van uitvoering worden uitgevoerd, correct is, of (ii) op verschillende plaatsen van uitvoering gekozen uit deze opgenomen in het uitvoeringsbeleid van de onderneming, om na te gaan of de beste plaats van uitvoering gekozen wordt voor een gegeven type transactie. Zie CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 13, Q24.

<sup>493</sup>. Zie CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 13, Q23.

<sup>494</sup>. Namelijk door een eerste gereglementeerde onderneming die orders ontvangt en doorgeeft of vermogen beheert, en een tweede gereglementeerde onderneming waaraan de eerste haar orders ter uitvoering doorgeeft. Zie considerans nr. 75 Uitvoeringsrichtlijn; CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 12, Q22.

<sup>495</sup>. Zie de bewoordingen van art. 25 § 1-3 MiFID-K.B.

<sup>496</sup>. Die voorvloeien uit beslissingen van de gereglementeerde onderneming om voor rekening van de cliënt te handelen in financiële instrumenten (zie art. 25 § 1 MiFID-K.B.).

<sup>497</sup>. Art. 25 § 2 MiFID-K.B. Indien de gereglementeerde onderneming die vermogen beheert en/of orders ontvangt en doorgeeft, ook instaat voor de uitvoering van de ontvangen orders of van de beslissingen om voor rekening van haar cliënten transacties te verrichten met betrekking tot het vermogen van deze cliënten, is het onder randnrs. 204 e.v. beschreven regime onverkort van toepassing (art. 25 § 7 MiFID-K.B.).

<sup>498</sup>. Zie ook Europese Commissie, “MiFID Q&A”, Vraag 101.

<sup>499</sup>. Art. 25 § 4 en § 6 MiFID KB. Specifieke instructies van de cliënt hebben ook in dit geval voorrang op het orderuitvoeringsbeleid van de onderneming (art. 25 § 4, tweede lid MiFID-K.B.) en cliënten moeten “voldoende informatie” over dit beleid krijgen (art. 25 § 5, tweede lid MiFID-K.B.).

<sup>500</sup>. Art. 25 § 5 MiFID-K.B. De gereglementeerde onderneming dient ook periodiek toezicht te houden op de effectiviteit van haar beleid en met name op de uitvoeringskwaliteit van de in dit beleid opgenomen entiteiten, en verhelpt eventuele tekortkomingen. De onderneming moet haar beleid jaarlijks aan een evaluatie onderwerpen evenals telkens zich een wezenlijke verandering voordoet in de mogelijkheden van de onderneming om steeds het best mogelijke resultaat voor haar cliënten te behalen (art. 25 § 6 MiFID-K.B.).

<sup>501</sup>. CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 12, Q22. CESR bepaalt daarbij ook de criteria die bij deze beoordeling relevant zijn. De entiteiten op wie de gereglementeerde onderneming een beroep doet, moeten zelf niet noodzakelijk onderworpen zijn aan de MiFID-bepalingen (bv. dienstverleners van buiten de EER), maar in dat geval moet de gereglementeerde onderneming er wel van overtuigd zijn dat via deze entiteit toch voldaan kan worden aan haar *best-execution*-verplichting.

**220.** In dit verband moet trouwens worden opgemerkt dat alle gereglementeerde ondernemingen, om te voldoen aan hun loyaleitsverplichting, moeten overwegen om cliëntenorders door te geven aan een andere entiteit – voor zover de

onderneming daartoe een vergunning heeft – in plaats van ze zelf uit te voeren, indien dat een beter resultaat zou opleveren voor de cliënt<sup>502</sup>.

## 5. CONCLUSIE

**221.** Op 1 november 2007 zijn de Richtlijn Markten voor Financiële Instrumenten (MiFID), de Uitvoeringsrichtlijn en de Uitvoeringsverordening in België – en in alle andere EER-lidstaten – in werking getreden. Deze rechtsinstrumenten beogen een verregaande harmonisatie van de regels inzake beleggingsdiensten in de EER-lidstaten en vervangen op Europees niveau de Beleggingsdienstenrichtlijn – de “ISD” – van 1993, die slechts minimale harmonisatie beoogde.

**222.** In dit artikel werd vooreerst de context van de MiFID toegelicht. We stelden daarbij vast dat, vanuit het standpunt van het Belgisch recht, de MiFID mee heeft geleid tot een ware “Europeanisering” van het recht inzake beleggingsdiensten. De rechtspracticus kan zich niet meer beperken tot Belgische rechtsinstrumenten, maar moet voortaan ook rekening houden met Europese instrumenten.

**223.** In een tweede deel werd het toepassingsgebied van de Belgische MiFID-omzettingbepalingen onderzocht. Achtereenvolgens werd ingegaan op het personeel toepassingsgebied (wie is de “leverancier van beleggingsdiensten” en de “ontvanger van beleggingsdiensten?”), het materieel toepassingsgebied (welke zijn de “beleggingsdiensten en -activiteiten” en de “nevendiensten?”), het territoriaal toepassingsgebied (waar zijn de nieuwe regels van toepassing, voor de leverancier van beleggingsdiensten en de ontvanger van beleggingsdiensten, en hoe werkt het Europees paspoort?) en ten slotte het temporeel toepassingsgebied (vanaf wanneer zijn de nieuwe regels van toepassing en wat is de invloed op bestaande statuten en op lopende contracten?).

**224.** Het toepassingsgebied, en vooral dan het personele toepassingsgebied van de MiFID-bepalingen blijkt daarbij verre van intuïtief. Complexe en delicate onderscheiden dringen zich op. Zo verschilt het personeel toepassingsgebied van de MiFID-vergunningsvereisten van het personeel toepassingsgebied van de MiFID-bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden. De precieze toepassing van de MiFID-bepalingen op, bijvoorbeeld, *private equity*-fondsen, ICB’s en hun beheervennootschappen, of verzekeringsondernemingen en verzekeringstussenpersonen, blijkt daarbij niet evident vast te stellen.

**225.** Vertrekkende vanuit de analyse van het toepassingsgebied werd vervolgens de draagwijdte van de nieuwe, en ingevolge de MiFID sterk uitgewerkte gedragsregels onderzocht, en met name het loyaleitsbeginsel, de informatieverplichtingen, de “ken-uw-client”-vereisten, de dossierplicht, de verslagplicht, de regel inzake toepassing van gedragsregels ten aanzien van complexe financiële producten, de regels inzake orderverwerking en de “*best execution*”-verplichting. In dit kader werd ook aandacht besteed aan de delicate interactie tussen deze gedragsregels – vooral het loyaleitsbeginsel – en de regels ter identificatie en beheersing van belangenconflicten.

**226.** Gedragsregels bestonden uiteraard ook reeds vóór de inwerkingtreding van de nieuwe regelgeving. Naast enkele belangrijke inhoudelijke vernieuwingen, zoals de afschaffing van de concentratiereguleer in het kader van de “*best execution*”-verplichting, vallen de nieuwe gedragsregels vooral op door hun tekstuele omvang en de daarmee gepaard gaande mate van detail en uitwerking van de regels. Dit is enerzijds te verklaren vanuit de verregaande harmonisatie-doelstelling van de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn. Een andere belangrijke oorzaak is dat het toepassingsgebied van de gedragsregels op een dubbele wijze is gediversifieerd: andere of meer gedetailleerde gedragsregels gelden in functie van de hoedanigheid van de belegger (de personele diversificatie) en in functie van de beleggingsdienst die aan de cliënt wordt verstrekt (de materiële diversificatie).

**227.** Deze omvangrijke gedragsregels hebben als uitdrukkelijke doelstelling beleggersbescherming, naast de andere doelstellingen die aan de MiFID ten grondslag liggen, namelijk het bewerkstelligen van marktintegriteit en marktintegratie. Door de verhoging van de algemene welvaart in West-Europa, de onzekerheid over de pensioenen, en recenter de lage interestvoeten op traditionele spaarrekeningen, worden meer en meer mensen er immers toe bewogen te investeren in financiële instrumenten<sup>503</sup>. Recente financiële schandalen met internationale impact illustreren bijzonder goed de keerzijde van deze democratisering voor particuliere beleggers en de noodzaak om het verlenen van beleggingsdiensten met een efficiënte regelgeving op supranationaal niveau te omkaderen. De MiFID

<sup>502</sup>. CESR, “Best Execution”, Q&A, *l.c.*, 7-8, Q8.

<sup>503</sup>. Committee of Wise Men, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15 februari 2001 (115 p.), 9 e.v.

en haar uitvoeringsbepalingen hebben hierop ingespeeld<sup>504</sup>. Of de nieuwe regels ook effectief hun ambi-

euze doelstellingen zullen bereiken, zal de toekomst moeten uitwijzen.

---

<sup>504</sup> In de Verenigde Staten heeft de Securities and Exchange Commission in dit licht de zogenaamde Regulation NMS (zie [www.sec.gov/spotlight/reg-nms.htm](http://www.sec.gov/spotlight/reg-nms.htm)) uitgevaardigd, met weliswaar niet dezelfde, maar wel soortgelijke ambities als de MiFID. Zie ook R. CAMPOS, "The Challenge of MiFID in the United States", 10 mei 2007: "*Reg NMS and MiFID are rooted in the same soil. They each aim to facilitate a fair, efficient and transparent market for investors. The implementation of Reg NMS and MiFID will result in increased competition in their respective markets*" ([www.sec.gov/news/speech/2007/spch051007rcc.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch051007rcc.htm)).