

5.2.3. Over het aangevoerde belangenconflict

97. Eisende partijen voeren een belangenconflict aan in hoofde van Fortis.

Wanneer Fortis een renteswap afsluit, zal Fortis in uitvoering van haar regulatoire verplichtingen (o.a. Circ. CBF D1 94/3 aan de kredietinstellingen (richtlijnen voor het risicobeheer inzake afgeleide producten) d.d. 1 september 1994, raadpleegbaar op www.nbb.be/doc/cp/nl/ki/circ/pdf/d1943.pdf) zich op haar beurt tegen het marktrisico daarvan indekken door doorgaans met een andere tegenpartij in de markt een tegenindekking af te sluiten, waarbij deze tegenpartij aan Fortis een vlottende rente betaalt en Fortis aan die tegenpartij een vaste rente betaalt, berekend op hetzelfde notioneel bedrag.

Wanneer Fortis in het kader van de indekking van haar marktrisico bedragen ontvangt in periodes waarin de vlottende rentevoet hoger is dan de bedongen vaste rentevoet, dekken deze bedragen de betalingen die Fortis verricht aan eisende partijen in uitvoering van de renteswap.

Omgekeerd, wanneer ingevolge een daling van de vlottende rente eisende partijen aan Fortis rentebedragen moeten betalen, dan gaat Fortis met deze bedragen haar tegenpartij betalen.

De indekking door Fortis van haar marktrisico heeft per definitie voor gevolg dat Fortis bij de swaptransacties die zij afsluit geen zakelijk belang heeft bij een stijging noch bij een

daling van de variabele EURIBOR-rente. Fortis kan dan ook niet haar eigen belangen hebben vooropgesteld t.a.v. de belangen van haar klant. Er is in deze dan ook geen belangenconflict in de zin van MiFID.

Eisende partijen voeren aan dat Fortis de indekking niet bewijst. Fortis is daartoe regulatorisch verplicht en staat daarvoor onder intern en extern toezicht (onder intern toezicht van de Head of Trading, de CEO Merchant Bank en het Risk Department van de Bank, en onder extern toezicht van het FSMA).

Fortis deelde ook van bij de aanvang aan eisende partijen mee dat zij haar marktrisico indekt. Reeds in juni 2006 werd dit door de heer Hofman (corporate dealer van Fortis) aan eisende partijen toegelicht. In het kader van de uitleg van een inflatieswap bevestigde deze bij mail van 9 juni 2006 aan eisende partijen dat e.e.a. afhankelijk was van tegenpartijen in de markt: “*Het is ook zo dat we hier met een marktgegeven zitten. Indien men in de markt maar tegenpartijen vindt die bereid zijn om 1,70 te betalen, kan het ook maar afgestaan worden aan dit tarief.*” (stuk 2.5 bundel verwerende partij).

98. Uit het bovenstaande volgt dat de vorderingen van eisende partijen in nietigverklaring van de indekkingscontracten dan wel tot betaling van schadevergoeding wegens schending van gedragsregels ongegrond zijn.

(...)

Noot

Renteswaps: twee ruilen, één huilen?

1. Situering

1. Begin augustus 2014 stuurde Unizo een persbericht de wereld in onder de uitdagende titel “de ‘renteswap’, een duur betaalde grap”¹¹⁴. Daarin bericht de ondernemersorganisatie dat tal van haar leden vanaf 2007 met hun bankier zgn. renteswaps hadden gesloten om zich in te dekken tegen een stijging van de variabele rente onder hun kredieten. De ondernemers ruilden aldus de in het krediet bepaalde variabele rente in voor een vaste rente. Unizo verhaalt dat de rentevoeten vervolgens gestaag zijn gaan dalen, maar dat deze daling enkel ten goede kwam van de banken, die via de renteswap immers de verplichting tot betaling van de variabele

rente op zich hadden genomen. Unizo wijst ook op de hoge kosten die verbonden zijn aan een voortijdige verbreking van de swaps. Zij roept de “slachtoffers” op zich bij haar te melden ten einde de problematiek in kaart te brengen.

2. De problematiek beperkt zich zeker niet tot België. In de ons omringende landen blijken de banken deze producten in dezelfde periode op grote schaal bij (semi-) publieke kredietnemers, grote ondernemingen en KMO’s te hebben gecommmercialiseerd. Dit heeft met name in Nederland¹¹⁵ en het Verenigd Koninkrijk¹¹⁶ aanleiding gegeven tot onderzoeken en aanbevelingen van de toezichthouder¹¹⁷.

¹¹⁴. Persbericht Unizo, “De renteswap, een duurbetaalde grap”, d.d. 7 augustus 2014, raadpleegbaar op de website www.unizo.be/ondernemersnieuws/.

¹¹⁵. AFM-rapportage rentederivaten, dienstverlening aan semi-publieke instellingen en het professionele MKB d.d. september 2013 en AFM aanbeveling rentederivatendienstverlening voor een passende dienstverlening aan het niet-professionele MKB d.d. februari 2014, raadpleegbaar op de website www.afm.nl.

¹¹⁶. Financial Services Authority (thans Financial Conduct Authority): Interest rate hedging products, Pilot findings, maart 2013, raadpleegbaar op de website www.fca.org.uk/.

¹¹⁷. Voor een samenvatting van deze onderzoeken, zie: I. DE MEULENEERE, “*Capita selecta* inzake advies en distributie” in V. COLAERT en A. LECOCQ (eds.), *De levenscyclus van bank-, beleggings-, en verzekeringsproducten*, Brussel, Larcier, 2014, 85-92.

2. De aan de orde gestelde rentederivaten

3. De hierboven weergegeven beslissing heeft dus zeker een hoge actualiteitswaarde: zij werd nl. gewezen in een zaak waarin twee ondernemingen zich beklaagden over de negatieve waarde van de rente-indekkingsinstrumenten die zij einde 2006-2007 met hun kredietverlener hadden gesloten. Deze ondernemingen hadden verschillende kredieten met een variabele¹¹⁸ rentevoet gesloten (roll-over-kredieten) en wensten zich tegen (bepaalde) renteschommelingen in te dekken.

4. Daartoe had hun bankier hen de volgende types van rentederivaten voorgesteld:

- *renteswap*: een renteswap wordt gedefinieerd als een overeenkomst waarbij de partijen overeenkomen voor een bepaalde periode rentevooraanwaarden uit te wisselen (bv. vaste rente tegen variabele rente), en dit via een mechanisme van wederzijdse rentebetalingen op tussentijdse vervaldagen, waarbij deze rentebetalingen berekend worden op [één of meer] hoofdsommen die niet uitgewisseld worden maar slechts als referentiebedragen dienen¹¹⁹.

In casu sloten de cliënten in de periode 2006-2007 4 swaps op grond waarvan zij er zich toe verbonden om op de tussentijdse vervaldagen een vaste rente aan de bank te betalen, terwijl de bank de op dat ogenblik geldende variabele rente aan de cliënten zou betalen. De cliënten verzekerden zich aldus *de facto* van een vaste rentevoet onder hun kredieten en beschermden zich *de facto* tegen het risico dat de variabele rentevoet die in hun krediet was bedongen, zou uitstijgen boven het niveau van de in de swap bedongen vaste rentevoet;

- *cap*: bij een cap koopt de kredietnemer een optie die de bank bij uitoefening ervan verplicht om het renteververschil uit te betalen wanneer de variabele rente boven een bepaald plafond (“cap”) uitstijgt. Meestal betaalt de cliënt hiertoe een vaste eenmalige premie bij aankoop van de optie¹²⁰. Bij een cap vindt geen ruil plaats van een variabele rente tegen een vaste rente, zodat de cliënt – anders dan bij een swap – blijft genieten van een daling van de in de kredietovereenkomst bedongen variabele rente.

Ofschoon de bank de cliënten op verschillende tijdstip-

pen had voorgesteld om een cap te kopen, zijn zij daarop nooit ingegaan.

Het spiegelbeeld van een cap is trouwens een floor. Het is een optie die een partij – hier de cliënt – tegen ontvangst van een premie verkoopt aan een andere partij – doorgaans de kredietverlener – die de eerste verplicht om aan de laatste het renteververschil te betalen telkens de variabele rente onder een bepaalde “bodem” zakt;

- *collar*: dit is een combinatie van de voornoemde cap en de voornoemde floor. Bij stijging van de variabele rentevoet boven de cap kan de cliënt de bank verplichten om hem het renteververschil uit te betalen, terwijl de bank bij het dalen van de rentevoet beneden de floor de cliënt kan verplichten om het renteververschil te betalen;
- *zero cost collar*: wanneer “cap” en “floor” in de collar zo bepaald worden dat de premies elkaar compenseren en er dus bij aanvang niets betaald moet worden, dan spreekt men van een zero cost collar¹²¹. Collars bieden de kredietnemer (weliswaar binnen bepaalde bandbreedtes) zowel bescherming tegen een stijging, als tegen een daling van de variabele rente. *In casu* deed de bank de cliënten meermaals het voorstel om een zero cost collar af te sluiten, maar ook daarop wensten zij niet in te gaan.

5. De door de cliënten gesloten renteswaps hadden tot einde 2007 voor hen een positieve waarde: de variabele rente die de bank onder de swap diende te betalen, lag toen stelselmatig hoger dan de vaste rente die de cliënten daaronder dienden te betalen. Vanaf 2008 keerde de situatie echter, nu de EURIBOR ten gevolge van de financiële crisis een grote terugval kende. Hierdoor werden de cliënten van netto-ontvangers, netto-betalers onder de swaps. Het is vanaf dan dat zij een aantal verwijten aan het adres van de bank richtten.

6. De swaptransacties vonden zowel vóór als na de inwerkingtreding van MiFID¹²² plaats. De rechtbank diende zich dan ook over beide juridische regimes uit te spreken. In beide gevallen kwam zij echter tot hetzelfde resultaat: een afwijzing van de vordering. Hoewel de geannoteerde uitspraak op nuttige wijze een aantal principes in herinnering brengt i.v.m. beleggingsadvies zoals dat in het pre-MiFID-

¹¹⁸ Deze rentevoet bestond uit een (vlottende) EURIBOR-rentevoet, vermeerderd met een vaste marge.

¹¹⁹ G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 150, nr. 141.

¹²⁰ I. DE MEULENEERE, “*Capita selecta* inzake advies en distributie” in V. COLAERT en A. LECOCQ (eds.), *De levenscyclus van bank-, beleggings-, en verzekeringsproducten*, Brussel, Larcier, 2014, 88.

¹²¹ In de hier besproken beslissing is er ook sprake van een zgn. “double spread collar” (een precieze omschrijving ontbreekt echter). Dit lijkt een zgn. “structured collar” te zijn. D.i. een collar waarin de floor zonder enige additionele premieaanrekening wordt verlaagd, maar de cliënt in ruil daarvoor, bij het overschrijden van de floor een meerkost (in termen van het te betalen renteververschil) dient te betalen (zie hierover nader: I. DE MEULENEERE, “*Capita selecta* inzake advies en distributie” in V. COLAERT en A. LECOCQ (eds.), *De levenscyclus van bank-, beleggings-, en verzekeringsproducten*, Brussel, Larcier, 2014, 89).

¹²² Markets in Financial Instruments Directive (richtlijn 2004/39/EC, hierna “MiFID-richtlijn”) en de richtlijn tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/39/EC, hierna de “MiFID-uitvoeringsrichtlijn”).

tijdperk gereglementeerd was^{123,124}, wordt hierna voornamelijk stilgestaan bij de beoordeling van de *verwijten vanuit het MiFID-regime* (verwijten m.b.t. de laatst gesloten swap).

3. Hoofdverwijt bekeken vanuit de MiFID-reglementering

7. Het hoofdverwijt van de cliënten bestond erin dat de renteswap hen weliswaar beschermd tegen een stijging van de rentevoeten, maar – dit zou hen verzwegen zijn – niet liet profiteren van een daling van de rentevoeten. Zij riepen m.a.w. een schending van *artikel 27, § 2* wet op het financieel toezicht en de financiële diensten (hierna: *WFT*) in (verplichting om de belegger niet-misleidende informatie te verschaffen).

De rechtbank kent voor dit verwijt weinig genade. Zij wijst erop dat de bank de cliënten herhaaldelijk had voorgesteld om in te tekenen op instrumenten die wel toelieten om van een daling van de variabele rente te blijven genieten (een cap en een zero cost collar), maar dat de cliënten welbewust de keuze hadden gemaakt om daar niet op in te gaan en enkel de interest wensten te “fixeren” (zie m.n. overw. 80 in het vonnis). De cliënten wisten m.a.w. dat zij maar van een daling zouden kunnen profiteren, mits zij op andere instrumenten dan de swaps zouden intekenen. In die omstandigheden konden de cliënten uiteraard moeilijk misleiding pleiten.

8. De rechtbank oordeelt ook dat de *specifieke informatieverplichting uit artikel 27, § 3 WFT* werd nageleefd. Die gedragsregel verplicht de gereglementeerde onderneming om de cliënten in een voor hen begrijpelijke vorm passende informatie te verstrekken, m.n. over de financiële instrumenten en voorgestelde beleggingsstrategieën (hieronder vallen ook een passende toelichting en waarschuwingen over de risico’s verbonden aan beleggingen in deze instrumenten of aan bepaalde beleggingsstrategieën).

Zij motiveert haar beslissing door te verwijzen naar (i) het gegeven dat op de website waartoe de cliënt toegang had, een brochure was gepubliceerd waarop de instrumenten stonden uitgelegd, (ii) de deelname door de cliënt aan een

door de bank georganiseerd seminarie over rentederivaten (en de ontvangst van de schriftelijke neerslag daarvan) en (iii) het gegeven dat de cliënt bij het sluiten van de laatste swap al kennis had van de “*elementen en de werking van de te sluiten swapovereenkomst*” vermits hij reeds eerder een nagenoeg identieke transactie had afgesloten en in dat kader reeds uitgebreid was geïnformeerd.

9. Het loont de moeite om bij die laatste redengeving kort stil te staan. Zoals de rechtbank aangeeft, verplicht artikel 27, § 3 de gereglementeerde onderneming slechts om “*passende*” informatie over te maken zodat cliënten “*redelijkerwijze in staat zijn (...) met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen*”. Deze regel wordt uitgewerkt in artikel 12 van het MiFID-KB¹²⁵ dat in zijn paragraaf 1 de gereglementeerde ondernemingen o.a. verplicht om cliënten (zowel professionele als niet-professionele) “*een algemene beschrijving van de aard en risico’s van financiële instrumenten*” te verstrekken.

Paragraaf 2 van deze bepaling werkt dit verder uit door de elementen¹²⁶ op te sommen die deze beschrijving van de risico’s dient te omvatten. Het preciseert daarbij echter dat dit slechts geldt “*voor zover dit van belang is voor het specifieke soort instrument in kwestie en voor de status en het kennisniveau van de cliënt*”. Het is precies uit die laatste toevoeging in artikel 12, § 2 van het KB en uit het gebruik van het woord “*passend*” in artikel 27, § 3 van de wet dat de rechtbank afleidt dat “er bij de informatieverplichting rekening moet worden gehouden met de kennis van de eisende partijen zelf”.

10. De aangehaalde MiFID-normen mogen dus naar het oordeel van de rechtbank – in functie van de kennis in hoofde van de cliënt – met de nodige flexibiliteit worden toegepast, en dit ook in verhouding tot niet-professionele cliënten, zo lijkt het. De rechtbank staat in haar uitspraak weliswaar niet expliciet stil bij het onderscheid professioneel/niet-professioneel, maar uit de door haar toegepaste normen – artikel 16, laatste lid van het MiFID-KB¹²⁷ – blijkt toch dat zij ervan uitgaat dat de cliënten niet-professionelen waren.

^{123.} De rechtbank bevestigt dat de loutere vaststelling dat er adviezen werden verstrekt niet volstaat om tot het bestaan van een gereglementeerde overeenkomst van beleggingsadvies te spreken in de zin van het (intussen opgeheven) KB van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en het beleggingsadvies. De belegger dient ook aan te tonen dat er een specifieke vergoeding werd bedongen en dat de partijen de wil hadden om zich door dergelijke (minstens mondelinge) overeenkomst gebonden te weten (zie naast de in het vonnis vermelde rechtspraak ook mijn noot in deze kroniekkreeks onder Brussel 23 september 2010, *TBH* 2012, 364).

^{124.} De rechtbank bevestigt ook dat bij afwezigheid van een dergelijke overeenkomst van beleggingsadvies de gedragsregels uit art. 36, § 1 van de wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op beleggingsondernemingen die specifiek betrekking hebben op beleggingsadvies (vierde en vijfde lid van die bepaling), niet van toepassing zijn, ook al werd er occasioneel advies verstrekt (zie reeds in die zin: Brussel 17 september 2009, *TBH* 2011, 331, kritische noot R. HARDY; Brussel 4 februari 2009, *BFR* 2009, 236; Brussel 21 maart 2002, *TBH* 2002, 194; Kh. Brussel 28 januari 2011, *BFR* 2011, afl. 6, 363-375; Kh. Brussel 12 januari 2011, *KBC Bank / FL Systems, onuitg.*, p. 23; Kh. Brussel 17 januari 2006, *TBH* 2008, 94, goedkeurende noot F. LONGFILS; Kh. Bergen 22 februari 2001, *TBH* 2003, 63).

^{125.} Voluit: KB van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten.

^{126.} Enigszins vereenvoudigend gesteld: risico’s met inbegrip van hefboomwerking, volatiliteit, liquiditeit, ev. aanwezigheid van voorwaardelijke verplichtingen en margeverplichtingen.

^{127.} Volgens deze bepaling dienen gereglementeerde ondernemingen ten aanzien van een cliënt die reeds voor de inwerkingtreding van MiFID een reeks transacties in een bepaald soort product heeft verricht, niet te toetsen of de betrokken over de nodige ervaring en kennis beschikt om de aan de transactie verbonden risico’s te begrijpen. Ten aanzien van professionele cliënten dient die (passendheids-)toets echter hoe dan ook niet te worden nageleefd (zie het voorlaatste lid van art. 16).

De bedrijvigheid en de omvang van de cliënten lieten alvast het tegendeel niet vermoeden¹²⁸.

11. Een aantal auteurs hebben het bestaan van de voornoemde flexibiliteit (althans op het niveau van art. 27, § 3) erkend, maar hebben dat meteen afgezwakt door te stellen dat er “gelet op de uitvoerige uitvoeringsbepalingen van artikel 27, § 3 WFT in het MiFID-KB van die flexibiliteit nog maar weinig overblijft ten aanzien van niet-professionele cliënten”¹²⁹. Mij overtuigt die stelling niet. Wat de (hier aan de orde zijnde) informatieverstrekking i.v.m. de aard en de risico’s van financiële instrumenten betreft, geldt dat de meeste bepalingen uit het MiFID-KB zowel op professionelen als op niet-professionelen van toepassing zijn¹³⁰. De voornoemde flexibiliteit speelt dus ten volle ten aanzien van beide categorieën van cliënten. Alleszins verzetten de bewoordingen waarin artikel 27, § 3 WFT en artikel 12 MiFID-KB zijn opgevat, zich ertegen dat men deze bepalingen in die zin leest dat zij een gereglementeerde onderneming zouden verplichten om een belegger (professioneel of niet) informatie te verschaffen die hij *in concreto* niet nodig heeft.

12. De oplossing waartoe de rechtbank hier komt, valt alleszins toe te juichen. Zij knoopt aan bij een regel uit het gemeen recht, nl. dat de intensiteit van de informatieplicht die op een partij weegt, afhangt van de informatiebehoefte van de wederpartij. De rechtbank erkent en hanteert die regel overigens ook in het deel van haar uitspraak m.b.t. de pre-MiFID-transacties (in overw. 64).

13. De rechtbank onderzoekt ook of de bank haar “Know Your Customer”-verplichting onder artikel 27, § 4 WFT heeft nageleefd. Die bepaling verplicht gereglementeerde ondernemingen, wanneer zij beleggingsadvies verstrekken, om van de cliënt de nodige informatie te bekomen m.b.t. (i) zijn kennis en ervaring m.b.t. het specifieke soort product en (ii) zijn financiële situatie en zijn beleggingsdoelstellingen, om voor hem geschikte financiële instrumenten te kunnen aanbevelen.

M.b.t. de laatste, onder MiFID vallende, transactie maakt de rechtbank nuttig gebruik van de zgn. “overgangsmaatregel” voorzien in artikel 16 *in fine* van het MiFID-KB, dat bepaalt: “van een cliënt die vóór de datum van toepassing van dit besluit een reeks transacties in één bepaalde soort product of dienst heeft verricht, [mag] worden aangenomen dat deze

over de nodige ervaring en kennis beschikt om te begrijpen welke risico’s verbonden zijn aan dit product of deze beleggingsdienst”. Vermits de cliënt hier reeds op 20 oktober 2006 en 23 juli 2007 vergelijkbare swaps had afgesloten, mocht de bank uitgaan van het vermoeden dat hij vertrouwd was met de risico’s ervan. Bij de inwerkingtreding van MiFID diende zij de cliënt in dat verband dus niet over zijn kennis en ervaring te ondervragen.

Voor het overige stelt de rechtbank vast dat de bank vanwege de cliënten wel degelijk de nodige informatie had bekomen ten einde hun beleggingsdoelstellingen (vragenlijst cliëntenprofiel) en financiële situatie (kredietdossier) te kennen.

14. De rechtbank besluit ook dat het gegeven advies niet ongeschikt kon worden genoemd, nu het advies precies het doel dat de cliënten zich hadden gesteld – de rente op hun kredieten te “fixeren” – had bereikt. De rechtbank weerhoudt dus *geen adviesfout* in hoofde van de bank.

4. Bijkomend verwijt i.v.m. de swaptions

15. Bijkomend maakten de cliënten de bank nog een aantal andere verwijten i.v.m. de door hen geschreven “swaptions”. Een swaption is een call-optie op het sluiten, met de schrijver van de optie, van een renteswapovereenkomst waarvan de voorwaarden overeengekomen worden bij het ontstaan van het optierecht, en die strekt tot uitwisseling van een vaste rente tegen variabele rente¹³¹. Een swaption is dus een optiecontract dat de betaling van een premie veronderstelt.

In casu hadden de cliënten gelijktijdig met het sluiten van hun renteswaps – en in ruil voor een verlaging van de interest op die swaps (= de premie) – een “payer swaption” verkocht aan de bank. Deze optie liet de bank toe om de cliënt op de eerste verjaardag van de betrokken swaps, en daarna op periodieke basis¹³², te verplichten om voor de resterende duur van de swaps in te stappen in een nieuwe swap waarvan de modaliteiten precies het spiegelbeeld van de initiële swap vormden. Het lichten van de swaption heeft dan tot gevolg dat de initiële swap wordt herroepen (ge-“called”).

16. In haar communicaties naar de cliënt had de bank weliswaar steeds aangegeven dat zij niet verplicht was om de swap te call-en. Gelijktijdig had zij echter ook melding gemaakt van de hypothese waarin zij dat wel zou doen, nl. wanneer na het eerste jaar de vaste rente die op dat ogenblik

¹²⁸ Zij zijn geen overheden, schijnen ook niet professioneel op de markten actief te zijn (zoals banken, verzekeraars, ...) en lijken ook geen grote ondernemingen in de zin van Bijlage A.1 bij het MiFID-KB te zijn.

¹²⁹ V. COLAERT, “Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?” in M.-D. WEINBERGER (red.), *MiFID Bijzondere Vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 136-137, nr. 10; V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH*, 2008/3, 252-253, nr. 108.

¹³⁰ Wat art. 12 MiFID-KB betreft, zijn enkel de § 3 (verplichting om de vindplaats van de prospectus mee te delen) en 5 (informatieverstrekking omtrent de garantieggever en de garantie) niet van toepassing op professionelen (enkel op niet-professionelen).

¹³¹ G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 196, nr. 186.

¹³² D.i. de zogeheten “Bermudan option style”, die ligt tussen een “European style” (de optie kan slechts op een enkel tijdstip gelicht worden) en een “American style” (zij kan op eender welk moment worden uitgeoefend).

geboden wordt voor een vergelijkbare IRS over 9 jaar, hoger zou liggen dan de vaste rente die in de initiële swap was bedongen. De bank had er zelfs aan toegevoegd dat er gelet op het huidige niveau van de IRS, een grote kans was dat de cliënt maar 1 jaar onder de swap ingedekt zou blijven.

De allereerste swap die de cliënten hadden gesloten, werd inderdaad na een jaar ge-called. Van de 3 swaps die daarop werden gesloten, herriep de bank echter, ofschoon de voornoemde hypothese zich meermaals voordeed, geen enkele (intussen was de bank ten gevolge van de daling van de EURIBOR netto-ontvanger onder de swaps geworden). De cliënten verweten de bank dan ook de gemaakte afspraken te hebben miskend, of toch bij het afsluiten van de callable swaps een misleidende voorstelling van zaken te hebben gegeven.

17. De rechtbank verwerpt ook deze aanspraken. Uit een kritische e-mail die de afgevaardigde bestuurder van de cliënten naar aanleiding van een van de voornoemde communicaties naar de bank had gestuurd, bleek immers dat hij bewust was van het feit dat de bank het recht had, maar nooit de plicht om de swap te herroepen. In diezelfde mail gaf hij ook aan ervan uit te gaan dat de bank de call in de door haar geschetste hypothese (zie *supra*) toch niet zou uitoefenen indien de door de bank onder de initiële swap verschuldigde variabele rente op dat ogenblik lager zou liggen dan de in die swap vastgelegde (door de cliënt verschuldigde) vaste rente (m.a.w. zolang de bank netto-ontvanger onder de swap bleef). In haar reactie op die mail diende de bank dat laatste inderdaad te bevestigen.

18. De bank wist zich hier dus op het nippertje uit de slag te trekken. Inderdaad, de analyse van de rechtbank zou er mogelijk anders hebben uitgezien, mocht de bank te maken hebben gehad met een minder onderlegde cliënt. Een cliënt die niet zou hebben doorgevraagd naar een sub-hypothese van de hypothese waarin de bank – naar eigen zeggen – de swaps zou herroepen, zou mogelijk wel hebben kunnen argumenteren erop te hebben vertrouwd dat de bank in de geschetste hypothese de swaptions steeds zou uitoefenen.

In het reeds hoger aangehaalde onderzoek heeft de Nederlandse toezichthouder vastgesteld dat bij de informatieverstrekking omtrent rentederivaten negatieve scenario's wel eens vaker onderbelicht blijven¹³³.

5. “Execution only” wanneer de bank gelijktijdig krediet verleent aan een KMO?

19. In de hier besproken beslissing lijkt de rechtbank ook duidelijk aan te nemen dat de bank hier de beleggingsdienst van beleggingsadvies aan de cliënt had geleverd^{134,135}.

Het kan echter ook gebeuren dat een cliënt een dergelijke renteswap op een “execution only”-basis afsluit, d.w.z. zonder dat hij geadviseerd wordt.

In dat geval heeft de geregementeerde onderneming zich slechts te gedragen volgens de beperktere “Know Your Customer”-regel uit artikel 27, § 5 WFT, en kan zij het hoger vermelde artikel 27, § 4 terzijde laten. Zij dient dan slechts na te gaan of de financiële instrumenten “passend” zijn voor de cliënt in die zin dat deze gelet op zijn kennis en ervaring in staat is om er zelf de geschiktheid van te beoordelen. Zij dient dan, anders dan bij beleggingsadvies, niet na te gaan of de instrumenten – gelet op de financiële situatie en beleggingsdoelstelling van de cliënt – “geschikt” zijn.

20. Wanneer renteswaps zoals in casu gebruikt worden om renteschommelingen op kredieten in te dekken, dan is naast de reglementering inzake financiële diensten, ook rekening te houden met de reglementering inzake kredietverlening.

De recente wet KMO-financiering¹³⁶ speelt op dat vlak een niet te onderschatten rol¹³⁷. Deze wet voorziet voortaan in een aantal formaliteiten en informatie(inwinnings)plichten die bij de totstandkoming van een kredietovereenkomst met KMO's en qua omvang vergelijkbare vrije beroepers¹³⁸ zijn na te leven. Daarnaast verplicht artikel 6 de kredietgevers om “voor de kredietovereenkomsten die zij gewoonlijk aanbieden (...), het krediet dat qua soort het best is aangepast, [te zoeken] rekening houdend met de financiële toestand van de onderneming op het ogenblik van het sluiten van de kre-

¹³³. AFM-rapportage, p. 5; I. DE MEULENEERE, “Capita selecta inzake advies en distributie” in V. COLAERT en A. LECOCQ (eds.), *De levenscyclus van bank-, beleggings-, en verzekeringsproducten*, Brussel, Larcier, 2014, 92.

¹³⁴. Een en ander is niet strijdig met de vaststelling in het eerste deel van de uitspraak waarin de rechtbank oordeelde dat de cliënten slechts occasionele adviezen hadden ontvangen, maar niet verbonden waren door een overeenkomst van beleggingsadvies. Onder MiFID wordt ook het verlenen van punctuele of occasionele adviezen onder de noemer beleggingsadvies begrepen.

¹³⁵. Het Hof van Justitie verduidelijkte onlangs nog dat ook het aanbieden van een swap ter dekking van het risico van wijziging van de rentevoet van een financieel product waarop de cliënt heeft ingetekend, een beleggingsadvies kan vormen. Daartoe is vereist dat de “aanbeveling betreffende de intekening op een dergelijke swap aan deze cliënt wordt gedaan in diens hoedanigheid van belegger, zij wordt voorgesteld als een aanbeveling die geschikt is voor die cliënt of op een afweging van diens persoonlijke omstandigheden berust en zij niet uitsluitend wordt gedaan via distributiekkanalen of bestemd is voor het publiek” (HvJ 30 mei 2013, *BFR* 2013, IV, 217). Over de draagwijdte van deze uit art. 52 MiFID-uitvoeringsrichtlijn stammende begrippen, zie mijn bijdrage in deze kroniekkreeks, “Het begrip beleggingsadvies ‘gescreend’: Post- versus Pre-MiFID”, *TBH* 2013, 647-648.

¹³⁶. Wet van 21 december 2013 betreffende diverse bepalingen inzake de financiering voor kleine en middelgrote ondernemingen (de wet is van toepassing op kredietovereenkomsten gesloten na 10 januari 2014).

¹³⁷. Zie in verband met deze wet: Y. VAN WASSENHOVE, “Kredietverlening aan KMO's. Nieuw wettelijk kader”, *NJW* 2014, 626-636; C. BIQUET-MATHIEU, “Le droit des obligations et du crédit” in Y.-H. LELEU (coord.), *Chroniques notariales*, Vol. 59, Brussel, Larcier, 2014, 168-179; D. BRULOOT en M. DE MUYNCK, “New rules for SME lending in Belgium”, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Sweet & Maxwell, 2014, Vol. 29, Issue 6, 365-369.

¹³⁸. De ondernemingen en vrije beroepers die vallen binnen de criteria van art. 15, § 1 W.Venn.

dietovereenkomst en met het doel van het krediet". De wet legt de kredietgever m.a.w. op om telkens de geschiktheid van het aangeboden krediet na te gaan.

De feiten in de hier besproken zaak speelden zich af vóór de inwerkingtreding van de wet. Op vandaag is echter wel rekening te houden met de weerslag van deze wet. Nemen we het voorbeeld van een KMO-cliënt die zijn bankier vraagt om een offerte op te maken voor een krediet met een variabele rentevoet alsook voor een renteswap op grond waarvan deze variabele rentevoet kan worden ingeruild voor een vaste rentevoet.

Wanneer men de zaken geïsoleerd bekijkt, dan zou de bankier onder MiFID aan de verplichting kunnen ontsnappen om de geschiktheid van de swap na te gaan (wegens dienstverlening "execution only"). Onder de wet KMO-financiering blijft hij echter hoe dan ook gehouden om de geschiktheid van de voorgestelde kredietformule na te gaan¹³⁹. De bankier zal zich in dat kader wellicht moeten afvragen of de cliënt die – gelet op zijn vraag naar een swap zijn rentevoet duidelijk wenst te "fixeren" – niet beter gediend is met een krediet met een vaste rentevoet. Per slot van rekening zijn er aan het sluiten van swaps naast voordelen, ook duidelijke nadelen verbonden (de ev. noodzaak om collateral voor de swap te stellen, de juridische autonomie van de swap, de hoge kost verbonden aan de voortijdige verbreking van een swap¹⁴⁰, ...) die vermeden worden wanneer er een krediet met een vaste rentevoet (zonder swap) wordt gesloten.

Ik meen dan ook dat de nieuwe wet KMO-financiering het de kredietverlener in de geschetste omstandigheden heel moeilijk maakt om onder MiFID nog (*de facto*) "execution only" op te treden: de kredietverlener is nl. krachtens de wet verplicht om de meest geschikte kredietvorm aan te bevelen, en gelet op de verknochtheid van beide kwesties, zal een aanbeveling op dat vlak impliciet ook een aanbeveling op het vlak van het financieel instrument inhouden, of toch minstens als dusdanig door de cliënt gepercipieerd worden¹⁴¹.

21. Zou men dan niet aan de toepassing van de MiFID-gedragsregels kunnen ontsnappen door te argumenteren dat de dienstverlening m.b.t. de swap slechts een onderdeel vormt van het aan de cliënt aangeboden krediet dat onderworpen is aan de wet KMO-financiering? Ik betwijfel dat dit mogelijk is.

MiFID stelt immers zeer restrictieve voorwaarden opdat in een dergelijk geval de toepassing van de gedragsregels zou-

den worden uitgeschakeld. Artikel 27, § 9 WFT bepaalt in navolging van artikel 19, 9. MiFID-richtlijn nl. het volgende: "*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*".

De wet KMO-financiering is een strikt Belgisch initiatief, zodat de daaraan onderworpen kredieten wellicht niet kunnen aanzien worden als ressorterend "*onder andere bepalingen van communautaire wetgeving of (...) gemeenschappelijke Europese normen*".

Het Hof van Justitie oordeelde recent trouwens – precies in een zaak waarin een swap was aangeboden ter dekking van het renterisico op een ander financieel product – dat de uitzondering van artikel 19, 9. MiFID strikt moet worden uitgelegd¹⁴². De bewoordingen "*als onderdeel van een financieel product*" betekenen volgens het Hof dat de beleggingsdienst een "*integrerend onderdeel van een financieel product*" is. Vormen volgens het Hof aanwijzingen voor het ontbreken van dat verband: (i) het feit dat de looptijd van het financieel instrument waarmee de dienst verband houdt, die van het financieel product overschrijdt, (ii) dat één financieel instrument wordt gebruikt voor verschillende financiële producten die aan dezelfde cliënt worden aangeboden of (iii) dat het instrument en het product in verschillende contracten worden aangeboden.

6. Belangenconflict onder MiFID?

22. Tot slot nog enkele korte bedenkingen over het laatste MiFID-argument dat de cliënten hadden aangevoerd: in hoofde van de bank zou er een belangenconflict hebben bestaan.

De rechtbank verwerpt dit door aan te nemen dat de bank de posities die ze op de cliënten had verworven op haar beurt in de markt had ingedekt (ge-hegded). Deze redengeving lijkt pertinent. Ingeval de posities werden ingedekt, kon de bank inderdaad "*geen financieel gewin behalen ten koste van de cliënt*" en had de bank "*ook geen belang bij het resultaat van de ten behoeve van de cliënt verrichte dienst of namens hem verrichte transactie, dat verschilt van het belang van de*

¹³⁹. De *memorie van toelichting* heeft het over een "suitability" verplichting en geeft aan dat ook met het vast of variabel karakter van de rentevoet rekening moet worden gehouden (*MvT, Parl.St. Doc. 53-3088/001, p. 11-12*).

¹⁴⁰. Dit nadeel dreigt zich in de toekomst vaker te manifesteren, nu de wetgever in art. 9 van de wet een recht op gehele of gedeeltelijke vervroegde terugbetaling van het kapitaalsaldo heeft gecreëerd dat de kredietgever enkel nog afhankelijk mag maken van de betaling van de door de wet geplafonneerde wederbeleggingsvergoeding.

¹⁴¹. Onder MiFID speelt de bij de cliënt gewekte perceptie inderdaad een grote rol om te besluiten of er sprake is van beleggingsadvies (zie mijn bijdrage in deze kroniekkreeks, "Het begrip beleggingsadvies 'gescreend': Post- versus Pre-MiFID", *TBH* 2013, 647-648).

¹⁴². HvJ 30 mei 2013, *BFR* 2013, IV, 217.

cliënt bij dit resultaat” (cf. de omschrijving van belangenconflicten in art. 81 MiFID-KB¹⁴³).

23. Het is overigens onduidelijk wat de cliënten met dit argument onder de MiFID-reglementering precies wensten te bereiken. Onder MiFID bestaat er nl. niet langer een gedragsregel die de gereguleerde onderneming in eerste instantie verplicht om elk mogelijk belangenconflict te vermijden (vgl. met art. 36, § 1, 6° van de wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten uit het pre-MiFID-tijdperk).

Zoals in de rechtsleer wordt aangegeven, is de aanpak thans overwegend prudentieel, in die zin dat de financiële instelling via interne procedures zo georganiseerd moet zijn dat kan worden voorkomen dat belangenconflicten de belangen van cliënten schaden¹⁴⁴.

Hoe moet er dan gehandeld worden wanneer de toepassing van deze procedures ontoereikend is om redelijkerwijs te mogen aannemen dat het risico dat de belangen van de cliënt

worden geschaad, zal worden voorkomen? Dan dient de betrokken instelling overeenkomstig artikel 80 van het MiFID-KB op heldere wijze de algemene aard en/of de bronnen van belangenconflicten bekend te maken aan de cliënt alvorens voor zijn rekening zaken te doen.

24. Men kan zich ten slotte de vraag stellen wat de bankier concreet zou moeten onthullen wanneer hij met de cliënt – uitzonderlijk¹⁴⁵ – een niet-ingedekte renteswap zou aangaan. Moet hij dan inderdaad uitdrukkelijk melden dat zijn winst onder de swap noodzakelijkerwijze ten koste van de cliënt zal worden behaald of mag hij ervan uitgaan dat de cliënt wel vertrouwd zal zijn met het gezegde “twee ruilen, één huilen?”. Mogelijk ligt de waarheid in het midden en moet de bankier enkel het loutere feit dat de swap ongedekt is, onthullen.

Oliver Stevens
Advocaat

¹⁴³. De moeilijkheid om hier de grens te trekken, wordt geïllustreerd in de volgende beslissing, gewezen in een zaak waarin de cliënt een collar met de bank had gesloten: “*le fait que la rémunération des établissements financiers soit fonction de l’importance du prix payé par le client (soit en l’espèce, la prise en charge du risque lié à la baisse des taux sous un seuil déterminé) pour un service déterminé (soit en l’espèce une couverture à la hausse des taux) ne révèle pas de conflit d’intérêt sauf à considérer que toute transaction rémunérée révèle pareil conflit, quod non*” (Kh. Brussel 9 februari 2011, JT 2011, 403).

¹⁴⁴. M. KRUIHOF, “De bank als distributeur van ICB’s, adviseur van de belegger, en pandhouder van zijn effectenportefeuille: belangenconflict of alleen maar conflicterende belangen?”, *BFR* 2010/II, 71, nr. 20.

¹⁴⁵. Bankinstellingen dekken zich normalerwijze in tegen dergelijke posities, hetzij één op één door het afsluiten van een back-to-back-swap met de markt, hetzij – en dit is vaker het geval – door dergelijke risico’s op portefeuillebasis te hedgen (G. WALKER, *Mastering finance-linked swaps*, Financial Times Prentice Hall, 2003, 3 en 8).