

Privaatrechtelijke remedies tegen inbreuken op reglementaire gedragsregels inzake beleggingsdiensten: zorgplicht, *know your customer* en *best execution*

MARC KRUTHOF

Docent aan de Rechtsfaculteit van de Universiteit Gent,
Vakgroep Burgerlijk Recht, Centrum voor Verbintenissenrecht

Inleiding

1. Deze bijdrage analyseert de privaatrechtelijke werking van enkele reglementaire gedragsregels betreffende beleggingsdiensten.¹ Meer bepaald wordt nagegaan of een individuele cliënt privaatrechtelijke remedies kan aanwenden tegen een financiële instelling² die volgens hem

¹ De hier besproken reglementaire gedragsregels zijn van toepassing op het voor cliënten verrichten van beleggingsdiensten en/of, in voorkomend geval, nevendiensten (zie art. 27 Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, hierna kort de “Wet Financieel Toezicht 2002” genoemd). Beleggingsdiensten omvatten het ontvangen en doorgeven van orders m.b.t. financiële instrumenten, m.i.v. het met elkaar in contact brengen van beleggers waardoor tussen hen een verrichting tot stand kan komen, het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten, het handelen voor eigen rekening, vermogensbeheer, beleggingsadvies, het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met of zonder plaatsingsgarantie, en het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten (art. 46, 1° Wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, hierna kort de “Wet Beleggingsondernemingen 1995” genoemd). Nevendiensten omvatten de bewaring en het beheer van financiële instrumenten voor rekening van cliënten, m.i.v. bewaarneming en daarmee samenhangende diensten, het verstrekken van kredieten of leningen aan een belegger om deze in staat te stellen een transactie in financiële instrumenten te verrichten waarbij de kredietverstrekker betrokken is, advisering aan ondernemingen inzake kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, alsmede advisering en dienstverrichting op het gebied van fusies en overnames van ondernemingen, valutawisseldiensten voor zover deze samenhangen met het verrichten van beleggingsdiensten, onderzoek op beleggingsgebied en financiële analyse of andere vormen van algemene aanbevelingen in verband met transacties in financiële instrumenten, en diensten in verband met het overnemen van financiële instrumenten (art. 46, 2° Wet Beleggingsondernemingen 1995). Vermits het onderscheid tussen beleggingsdiensten en nevendiensten in het kader van de hier gemaakte analyse niet relevant is, worden voor de vlotte leesbaarheid in deze tekst de termen “beleggingsdienst” en “dienst” gebruikt voor de gehele categorie van beleggingsdiensten en nevendiensten.

² De hier besproken reglementaire gedragsregels zijn van toepassing op het verrichten van beleggingsdiensten door kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en beheervernootschappen van instellingen voor collec-

- (1) zich bij het verlenen van beleggings- of nevendiensten niet op loyale, billijke en professionele wijze heeft ingezet voor zijn belangen, en dus een inbreuk heeft gepleegd op artikel 27, § 1, Wet Financieel Toezicht 2002 (*infra* Afdeling 2),
- (2) onvoldoende informatie over hem heeft vergaard waardoor de door hem of voor zijn rekening verrichte beleggings- of nevendienst of de door of voor hem gemaakte beleggingsbeslissing voor hem niet geschikt was, en dus een inbreuk heeft gepleegd op artikel 27, § 4-5, Wet Financieel Toezicht 2002 (*infra* Afdeling 3), of
- (3) bij de uitvoering van verrichtingen in financiële instrumenten voor zijn rekening een onvoldoende gunstig resultaat heeft gerealiseerd, en dus een inbreuk heeft gepleegd op artikel 28, Wet Financieel Toezicht 2002 (*infra* Afdeling 4).

Op de vraag welke remedies een individuele cliënt kan aanwenden in de gevallen waarin hij van mening is dat zijn dienstverlener

- (4) hem onvoldoende heeft geïnformeerd zodat hij niet in staat was de risico's van aangeboden diensten of instrumenten te begrijpen en hierdoor zijn beslissingen niet met kennis van zaken heeft kunnen nemen, en dus een inbreuk heeft gepleegd op artikel 27, § 2 of 3, Wet Financieel Toezicht 2002, of
- (5) na de uitvoering van een dienst hierover niet adequaat heeft gerapporteerd, en dus een inbreuk heeft gepleegd op artikel 27, § 8, Wet Financieel Toezicht 2002,

wordt hier niet ingegaan.³ Ook wordt hier niet nagegaan welke de privaatrechtelijke gevolgen zijn van inbreuken op de in uitvoering van de reglementaire algemene zorgplicht gespecificeerde bijzondere gedragsregels betreffende door de dienstverlener ontvangen voordelen (*inducements*).⁴

tieve belegging (art. 26 Wet Financieel Toezicht 2002). Voor de vlottere leesbaarheid van deze bijdrage worden deze instellingen in de verdere tekst alternerend aangeduid als "gereguleerde ondernemingen" of kortweg "ondernemingen", "financiële instellingen" of "instellingen", "financiële dienstverleners" of "dienstverleners".

³ Dit onderwerp hoort eerder thuis in de bijdrage van Reinhard STEENNOT opgenomen in dit boek; zie ook V. COLAERT, "Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?" in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 5-64, pp. 134-168.

⁴ Art. 7 KB van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, BS 18 juni 2007 (hierna kort het "KB Nadere Regels MiFID 2007" genoemd). Ik neem me voor de mogelijkheden van privaatrechtelijke remediëring van deze regels in een in de nabije toekomst te publiceren afzonderlijke studie te analyseren, omdat deze regels betrekking hebben op de motivering van het gedrag van de dienstverleners, op hun eventuele loyaliteitsplicht jegens cliënten en op mogelijke belangenconflicten in hun hoofde, gegevens waarbij de privaatrechtelijke remediëring bijzondere facetten vertoont die essentieel verschillen van deze relevant bij inbreuken op zorgplichten, besproken in deze bijdrage.

2. De vermelde wettelijke bepalingen maken deel uit van de omzetting van de MiFID 2004 in ons recht.⁵ Deze regeling voorziet geen uitdrukkelijke civielrechtelijke sancties of remedies tegen inbreuken.⁶ De vraag of de Europeesrechtelijke gedragsregels een privaatrechtelijke werking moeten of kunnen hebben en wat hiervan de gevolgen zijn voor de mate waarin het privaatrecht van toepassing op de relatie tussen een individuele cliënt en een financiële instelling in feite door de MiFID werd geharmoniseerd, wordt hier niet onderzocht.⁷ Deze bespreking is beperkt tot het identificeren van de privaatrechtelijke gevolgen van de hierboven specifiek vermelde wetsartikelen naar Belgisch positief recht.

Afdeling 1

De relevante privaatrechtelijke remedies

3. Naar Belgisch recht is er een vrij algemene consensus dat een inbreuk op deze wettelijke of reglementaire bepalingen – ook al behoren deze tot het geheel van toezichtnormen dat in eerste instantie het reglementair statuut van de instelling en

⁵ Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, 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, *Pb.L.* 145/1 van 30 april 2004. In deze tekst wordt voor alle duidelijkheid de verkorte naam “MiFID 2004” gebruikt, omdat een herziening van deze richtlijn op til is waarbij het de bedoeling is de MiFID van 2004 te vervangen door een nieuwe richtlijn met dezelfde benaming. Zie Europese Commissie, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad (Herschikking), COM(2011) 656 definitief, 20 oktober 2011.

Het vermelde art. 27 Wet Financieel Toezicht 2002 vormt de omzetting van art. 19 MiFID 2004, terwijl art. 28 Wet Financieel Toezicht 2002 de omzetting is van art. 21 MiFID 2004. De MiFID 2004-bepalingen werden nader gepreciseerd in 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, *Pb.L.* 241/26 van 2 september 2006 (hierna kort de “MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006” genoemd). De betreffende bepalingen in de Wet Financieel Toezicht 2002 werden verder gepreciseerd in het reeds vermelde KB Nadere Regels MiFID 2007.

⁶ Cf. P. VAN CLEYNENBREUGEL, “Gedragsregels in het financieel recht. Enkele beschouwingen over gedragsregels als rechtsbron naar aanleiding van de implementatie van MiFID in het Belgisch recht”, *Jura Falc.* 2008-09, 77-118, p. 90 (“Gedragsregels vormen voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, maar tegelijk wordt de belegger beschermd, zonder dat melding gemaakt wordt van een eventuele mogelijkheid voor een belegger om zich individueel te beschermen”). Dit was ook het geval met de wettelijke gedragsregels zoals deze in ons recht bestonden voor de omzetting van de MiFID 2004, met name in oud art. 36, § 1 Wet Beleggingsondernemingen 1995. Zie P. LEFEBVRE, “Civielrechtelijke gevolgen van inbreuken op de nieuwe financiële wetgeving: de Wet van 6 april 1995” in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, 403-441, nr. 29, p. 426.

⁷ Dit vormt het onderwerp van een zusterbijdrage van deze studie, “De privaatrechtelijke werking van de MiFID 2004 gedragsregels: een analyse van de mate waarin zij de wederzijdse rechten en plichten van dienstverlener en cliënt kunnen aanvullen en beperken”, die zal worden gepubliceerd in het nog bij Intersentia te verschijnen referatenboek van de door het Instituut Financieel Recht van de Universiteit Gent onder de benaming “IFR-Dagen: Financieel Recht Anno 2011” georganiseerde studienamiddagen, waarvan de boektitel op het ogenblik van het afwerken van deze bijdrage nog niet gekend was.

dus haar relatie met de overheid betreft⁸ – de basis kan vormen voor een privaatrechtelijke vordering.⁹ Ons buitencontractueel aansprakelijkheidsrecht hanteert immers geen relatief onrechtmatigheidsbegrip,¹⁰ zodat elk niet-naleven van een bij materiële wet opgelegde norm een onrechtmatige daad inhoudt,¹¹ en dit ten aanzien van iedereen.¹² Overeenkomsten binden de partijen niet alleen tot wat zij onderling uitdrukkelijk hebben afgesproken, maar tevens tot alle gevolgen die eraan worden gehecht door de wet en de gewoonte.¹³ Een onderneming die zich bij haar dienstverlening niet

⁸ Het niet naleven van deze gedragsregels die deel uitmaken van de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden aan financiële instellingen opgelegd in het kader van hun gereguleerd statuut door een contractueel aangestelde gevolmachtigde agent van een financiële instelling kan ook de basis vormen voor de eenzijdige verbrekking van deze agentuurovereenkomst door de principalen wegens wanprestatie. Zie bv. Brussel 25 oktober 2005, *TBH* 2007, afl. 1, 73, met noot J.-P. BUYLE en M. DELIERNEUX.

⁹ W. VANDEVOORDE, "De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de 'MiFID-Richtlijn') en Richtlijn 2006/73", *BFR* 2007/VI, 367-395, p. 382; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 233, p. 166.

Dit werd ook reeds aanvaard met betrekking tot de gedragsregels zoals ze voor de omzetting van de MiFID 2004 waren opgenomen in oud art. 36 Wet Beleggingsondernemingen 1995. Zie A. VAN OEVELEN, "De contractuele en de buitencontractuele rechtsbescherming van de particuliere belegger in financiële instrumenten", *BFR* 2003, 118-135, nr. 13, p. 124; B. FERON, "La réforme de la bourse. Aperçu général de la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, aux statuts des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et aux conseillers en placement", *RPS* 1995, nr. 6681, 308-339, pp. 336-337; M. MEY, "La nouvelle réforme de la bourse – Principaux aspects de la Loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.* 1995/9, 522-534, nr. 48, p. 531; E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers. L'article 36 de la loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.* 1995/10, 574-592, nr. 3-5, p. 576; F. LONGFILS, "La responsabilité des intermédiaires financiers" in *Responsabilités. Traitè théorique et pratique*, Titre II / Livre 27, Waterloo, Kluwer, 2006, nr. 71, p. 32 en nr. 168, pp. 59-60.

¹⁰ Naar Belgisch recht wordt geen normbestemmingsleer gehanteerd. Zie Cass. 28 april 1972, *Arr.Cass.* 1972, 815, *Pas.* 1972, I, 797; zie algemeen H. BOCKEN en I. BOONE, *Inleiding tot het schadevergoedingsrecht. Buitencontractueel aansprakelijkheidsrecht en andere schadevergoedingsstelsels*, Brugge, die Keure, 2011, nr. 77, pp. 58-59, en nr. 147, p. 102; L. CORNELIS, *Beginselen van het Belgische buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht: de onrechtmatige daad*, Reeks Aansprakelijkheidsrecht nr. 7, Antwerpen, Maklu Uitgevers, 1989, nr. 154, p. 266-267.

¹¹ De overtreding van een door de overheid opgelegde rechtsnorm (onwettig gedrag) is echter alleen op zichzelf onrechtmatig indien de betreffende materiële wetsbepaling een *welbepaald* of *specifiek* gedrag oplegt of verbiedt. Zie Cass. 13 mei 1982, *Arr.Cass.* 1982, 1134; Cass. 22 september 1988, *Arr.Cass.* 1988-89, 94, *RW* 1989-90, 433, *Pas.* 1989, I, 83; Cass. 3 oktober 1994, *RW* 1996-97, 1227, *JT* 1995, 26, *JLMB* 1995, 616; H. VANDENBERGHE, "Overzicht van rechtspraak – Aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad (2000-2008) Deel II: Foutvereiste, algemene kenmerken", *TPR* 2010, 1749-2145, nr. 12, p. 1780 *et seq.* Er zal dus telkens moeten worden nagegaan of de overtreden reglementaire gedragsregel aan deze voorwaarde voldoet.

¹² Zie L. CORNELIS, *Beginselen van het Belgische buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht: de onrechtmatige daad*, Reeks Aansprakelijkheidsrecht nr. 7, Antwerpen, Maklu Uitgevers, 1989, nr. 40, pp. 59-62; R.O. DALCQ, "Appréciation de la faute en cas de violation d'une obligation déterminée", *RCJB* 1990, 207-214, i.h.b. p. 209; cf. R.O. DALCQ, "Unité ou dualité des notions de faute et d'illégalité", *RCJB* 1984, 19-31.

¹³ Art. 1135 BW. Er werd overigens ook geargumenteed dat de hier besproken gedragsregels inzake beleggingsdiensten in die zin als gewoonten kunnen of moeten worden beschouwd. Zie M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 156, p. 110; zie ook Scheids.Uitspr. Brussel 29 maart 1996, *TBH* 1996, 1078, p. 1085:

"Attendu que, comme en d'autres matières essentiellement professionnelles, qui font l'objet d'une législation spécifique, la législation nouvelle n'a fait que consacrer les usages, l'expérience, voire la déontologie, en regard du droit commun;

Que le législateur de 1990 n'a rien inventé et s'est borné à consacrer des règles non écrites que la pratique et la jurisprudence avaient dégagées, tout en leur donnant une portée normative."

gedraagt zoals de wet haar oplegt zich tegenover haar cliënten te gedragen, zal hierdoor dus een contractuele fout begaan.¹⁴ Dit sluit ook aan bij de geëxpliciteerde bedoeling die de regering had bij het oorspronkelijke voorstel om dit type gedragsregels in de Belgische wetgeving op te nemen.¹⁵

De privaatrechtelijke remedies die in aanmerking komen om door een individuele belegger te worden aangewend tegen de inbreuk van de financiële dienstverlener op de hier besproken wettelijke bepalingen, kunnen als volgt kort worden gesitueerd.

4. Wanneer de inbreuk door de dienstverlener werd gepleegd zonder dat er tussen de belegger en deze onderneming (reeds) een contract was gesloten, dan is een eerste mogelijke remedie de schadeloosstelling van de door de belegger ten gevolge van de inbreuk geleden schade.¹⁶ Indien de inbreuk echter plaatsvond in het kader van een precontractuele relatie, dan kan de remediëring – naast uit schadeloosstelling op basis van de *culpa in contrahendo*¹⁷ – tevens bestaan in het vorderen van de nietigheid van de tussen de belegger en de financiële instelling tot stand gekomen overeenkomst of rechtshandeling.¹⁸

¹⁴ Zie ook S. JANIN, "Impacts de la directive MIF sur la responsabilité des sociétés de gestion", *Bulletin Joly Bourse* 2007, §65, 306-311, p. 307; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 200, p. 143; F. LONGFILS, "La responsabilité des intermédiaires financiers" in *Responsabilités. Traité théorique et pratique*, Titre II / Livre 27, Waterloo, Kluwer, 2006, nr. 56, p. 27 en nr. 168, p. 60.

¹⁵ De toenmalige minister van Financiën had op het laatste ogenblik ervoor gekozen de algemene principes voorgeschreven in art. 11 Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *Pb.L.* 141/27 van 11 juni 1993 (de voorganger van de MiFID 2004, kortweg de "ISD" genoemd) om te zetten in een expliciete wettelijke bepaling om zo te verzekeren dat cliënten in geval van een inbreuk een burgerlijke remedie zouden kunnen aanwenden. Zie Verslag namens de Commissie voor de Financiën uitgebracht door de heer DEPREZ bij het Ontwerp van Wet inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs, *Parl.Doc.* Senaat 1994-95, nr. 1352-2, p. 96:

"aangezien deze regels in een wet zijn opgenomen, [kan] degene die het slachtoffer wordt van een beroepsfout, gemakkelijk schadeloosstelling [...] krijgen, omdat op dat ogenblik wettelijke bepalingen worden overtreden. Het valt hem dus gemakkelijker te bewijzen dat het om een echte fout gaat die schade tot gevolg heeft gehad, zodat hij minder moeilijkheden zal ondervinden om een vordering in te stellen op basis van artikel 1382 van het Burgerlijk Wetboek om schadevergoeding te krijgen".

Ook bij de voorbereiding van de enige gedragsregel opgenomen in oud art. 22 Wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten (hier kort de "Wet Financiële Transacties en Markten 1990" genoemd), werd ervan uitgegaan dat een inbreuk kon worden geredimeerd met een vordering tot schadeloosstelling. Zie Memorie van Toelichting bij het wetsontwerp op de financiële transacties en de financiële markten, *Parl.Doc.* Kamer 1989-90, nr. 1156/1, p. 25.

¹⁶ Een dergelijke vordering zal moeten worden gebaseerd op art. 1382 BW, *casu quo* art. 1384, lid 3 BW.

¹⁷ Ook deze vordering zal moeten worden gebaseerd op de in de vorige voetnoot vermelde wettelijke bepalingen. Zie algemeen A. DE BERSAQUES, "La culpa in contrahendo", *RCJB* 1964, 277-287; zie echter L. CORNELIS, *Beginselen van het Belgische buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht: de onrechtmatige daad*, Reeks Aansprakelijkheidsrecht nr. 7, Antwerpen, Maklu Uitgevers, 1989, nr. 66-68, pp. 112-118, die de *culpa in contrahendo* in heel wat gevallen als een geval van rechtsmisbruik behandeld zou willen zien.

¹⁸ Het zal hier gaan om een vordering tot nietigverklaring van de gesloten overeenkomst op basis van een wilsgebrek, dwaling of bedrog, zoals voorzien in de artikelen 1109-1110, 1116-1117, en 1304 BW. Voor een uitgebreide bespreking van deze remedie, zie I. CLAEYS, "Nietigheid van contractuele verbintenissen in bewe-

Werd de inbreuk op de reglementaire gedragsregels gepleegd bij de uitvoering door de dienstverlener van een contractuele verbintenis tegenover zijn cliënt, dan kunnen de gebruikelijke contractuele remedies in aanmerking komen, met name de dwanguitvoering *in natura* indien mogelijk,¹⁹ de uitvoering bij equivalent, dus een schadevergoeding,²⁰ en de ontbinding van de overeenkomst, eventueel gecombineerd met een bijkomende schadevergoeding.²¹

5. In veel gevallen zullen de voor rekening van cliënten gestelde beleggingstransacties door de tussenkommende financiële instelling in eigen naam worden aangegaan tegenover de derde tegenpartij bij deze verrichting betrokken.²² Beschouwd vanuit het standpunt van de belegger vormen voor hem gestelde transacties in dat geval de uitvoering van het tussen hem en de dienstverlener bestaande commissiecontract. Indien een dergelijke verrichting gepaard gaat met of het gevolg is van een inbreuk op de gedragsregels, dan kan het door de cliënt gevorderde herstel *in natura* de vorm aannemen van de niet-toerekening van deze verrichting aan hem.²³ In dat geval hoeft

ging" in *Sancties en nietigheden*, Brussel, Larcier, 2003, 267-332. Zie bv. Advies 2009.2066, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN – KREDIET – BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2010*, p. 27 *et seq.*

¹⁹ Zoals bekend, wordt aangenomen dat art. 1142 BW een onhandige formulering is van het principe dat niemand door middel van geweld zal worden gedwongen tot het stellen van bepaalde handelingen in uitvoering van een verbintenis, en staat deze bepaling er niet aan in de weg dat in ons recht verbintenissen in eerste instantie door middel van uitvoering *in natura* moeten worden nagekomen. Zie algemeen W. VAN GERVEN en S. COVEMAER, *Verbintenissenrecht*, 2de editie, Leuven, Acco, 2006, pp. 182-185.

²⁰ Art. 1146 *et seq.* BW; zie algemeen W. VAN GERVEN en S. COVEMAER, *Verbintenissenrecht*, 2de editie, Leuven, Acco, 2006, pp. 185-188.

²¹ Art. 1184 BW, vermits het bij contracten voor het verlenen van beleggingsdiensten steeds om wederkerige overeenkomsten zal gaan. Zie algemeen W. VAN GERVEN en S. COVEMAER, *Verbintenissenrecht*, 2de editie, Leuven, Acco, 2006, pp. 196-202.

²² Bij effectenhandel treedt de financiële instelling doorgaans als commissionair op; verrichtingen in naam van de cliënt zijn uitzonderlijk. Zie J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, Tome IV, Bruylant, Brussel, 2de uitgave, 1988, nr. 260, p. 184; zie ook J. TYTECA, "De verhandeling van effecten, andere instrumenten en deviezen" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe beurswetgeving – Commentaar bij de wet van 4 december 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*, Kalmthout, Biblo, 1991, 191-283, nr. 43, p. 228; J.-M. GOLLIER en D. VALSCHAERTS, "Les transactions sur valeurs mobilières cotées ou non cotées", *RPS* 1992, nr. 6588, 5-45, nr. 28, p. 36; J. CERFONTAINE en J. VREYS, "Bemiddeling bij transacties in financiële instrumenten", *Bank Fin.* 1996/6, 352-361, nr. 38, p. 358; E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers. L'article 36 de la loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.* 1995/10, 574-592, nr. 17, p. 580; X. DIEUX, "Questions relatives à l'intermédiation financière en droit positif" in B. GLANSORFF (ed.), *Les intermédiaires commerciaux*, Brussel, Ed. Jeune Barreau, 1990, 291-321, p. 292.

²³ Dit kan worden gebaseerd op art. 1143, BW. Dat de derde tegenpartij bij de door de dienstverlener gestelde rechtshandeling niet op de hoogte is of moet zijn van de inbreuk door de commissionair op zijn verplichtingen, speelt hier geen rol. Dit is alleen relevant om het geldige bestaan van de tussen de dienstverlener en deze derde rechtshandeling te beoordelen op basis van de vertrouwensleer, die hier niet wordt betwist, maar speelt geen rol in de relatie tussen de commissionair en de opdrachtgever, waar de regels inzake lastgeving worden toegepast. Zie B. TILLEMANS, *Lastgeving*, A.P.R., Gent-Leuven, Story-Scientia, 1997, nr. 499, p. 277.

de cliënt de nietigheid van de beleggingsverrichting zelf – dit is de met de derde voor zijn rekening maar in naam van de financiële instelling gesloten overeenkomst – niet te vorderen, vermits in dat geval het toch alleen de financiële instelling is die contractueel gehouden is tegenover de tegenpartij.²⁴

Afdeling 2

De reglementaire algemene zorgplicht

6. De reglementaire algemene gedragsnorm, waarvan de andere in de wetgeving opgenomen meer specifieke gedragsregels verbijzonderingen zijn, eist van een financiële instelling dat deze zich bij het verlenen van diensten

“op loyale, billijke en professionele wijze inzet voor de belangen van haar cliënten.”²⁵

7. De primaire juridische functie die deze wettelijke regel in het geheel van ons rechtstelsel vervult, is de financiële dienstverleners als onderdeel van hun gereguleerde (publiekrechtelijk) statuut de plicht te geven de door hen aan hun cliënteel aangeboden dienstverlening correct uit te voeren. Wat als een correcte uitvoering van een geboden beleggingsdienst kan worden beschouwd, zal vanzelfsprekend afhangen van de precieze inhoud en kwalificatie van de gemeenrechtelijke verbintenissen in het kader van die concrete dienstverlening.²⁶ Artikel 27, § 1 Wet Financieel Toezicht 2002 geeft de FSMA²⁷ de mogelijkheid om door middel van administratieve sancties in te grijpen bij tekortkomingen van dienstverleners aan hun plichten tegenover cliënten.²⁸ Het naleven van de verbintenissen tegenover cliënten wordt zo, naast een *gemeenrecht-*

²⁴ Het woord “vernietiging” in art. 1143 BW dient bij een toepassing in deze situatie dan niet te worden opgevat als verwijzend naar de “nietigverklaring” van de voor rekening van de cliënt gestelde verrichting maar wel als een “ongedaan maken” van wat in strijd met de verbintenis werd verricht, *in casu* het gebonden zijn van de cliënt die bij een commissierelatie alleen tussen de committent en de commissionair bestaat.

²⁵ Art. 27, § 1, Wet Financieel Toezicht 2002, de omzetting van art. 19(1), MiFID 2004.

²⁶ Voor een uitgebreide argumentatie voor deze invulling van de reglementaire zorgplicht als basis voor financieelrechtelijke reflexwerking van gemeenrechtelijke plichten, zie M. KRUIJTHOF, *Belangenconflicten in financiële instellingen. Conceptueel juridisch onderzoek van het fenomeen en analyse van de financieelrechtelijke regulering*, doctoraatsproefschrift UGent, 2009, Deel I, nr. 303-307, pp. 326-328.

²⁷ Het toezicht op de financiële markten en beleggingsinstrumenten, alsook op de naleving van de gedragsregels van de financiële spelers, het toezicht op de commercialisatie van de financiële producten en de bescherming van de consumenten van financiële diensten wordt sinds de invoering van het zogenaamde *Twin Peaks* model door het KB van 3 maart 2011 betreffende de evolutie van de toezichtsarchitectuur voor de financiële sector (BS 9 maart 2011) uitgeoefend door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten, met als korte benaming het initiaalwoord op basis van de Engelstalige benaming, *Financial Services and Markets Authority*.

²⁸ Een niet-naleven van de reglementaire gedragsregels is immers een inbreuk waartegen de toezichthoudende overheid kan optreden op basis van haar toezichtbevoegdheden, en waartegen de sancties en remedies mogelijk zijn hiervoor bij wet mogelijk gemaakt (zie artt. 8 en 51, MiFID 2004). Zo bepaalt art. 33 Wet Financieel Toezicht 2002 dat de FSMA toeziet op de naleving van deze regels, en krijgt zij de daarvoor nodige bijzondere controlebevoegdheden in artt. 34-35, en sanctiemogelijkheden in artt. 36-37 Wet Financieel Toezicht 2002.

telijke plicht tegenover die cliënten, tevens een *toezichtrechtelijke* plicht tegenover de overheid.²⁹

Het is hierbij belangrijk dat alleen de in het privaatrecht gebruikte *gedragsnorm* in de reglementering werd opgenomen, en niet de andere *toepassingsvoorwaarden* voor het aanwenden van privaatrechtelijke *remedies* tegen inbreuken op deze gedragsnorm, zoals de aanwezigheid van schade en causaal verband als voorwaarde voor een aansprakelijkheidsvordering of de aanwezigheid van een causaal verband voor het vorderen van een nietigverklaring. De FSMA kan dus, indien zij dit opportuun acht, administratief optreden bij inbreuken op de gedragsnorm die nog geen schade hebben veroorzaakt of onrechtmatige winst opgeleverd, waardoor een preventief beleid mogelijk is.³⁰

8. De formulering van deze wettelijke bepaling laat er weinig twijfel over bestaan dat het hier niet om een resultaatsverbintenis maar slechts om een middelenverbintenis gaat.³¹ Inhoudelijk kan deze norm dan ook worden begrepen als niets meer dan een toepassing van de algemene zorgvuldigheidsnorm of de vereiste van uitvoering van overeenkomsten te goeder trouw in deze professionele context.³²

²⁹ Dit is verantwoord in de mate dat het niet naleven van verplichtingen tegenover cliënten de integriteit en efficiëntie van de markt kan bedreigen en vooral een invloed kan hebben op het publieke vertrouwen in de financiële tussenpersonen en bij uitbreiding de financiële markten in hun geheel. Zie M. KRUITHOFF, "Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?" in L. THÉVENOZ en R. BAHAR (eds.), *Conflicts of Interest – Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen a/d Rijn, Kluwer Law International, 2007, 277-335, pp. 296-303; zie ook K.J. HOPT, "Trusteeship and Conflicts of Interest in Corporate, Banking, and Agency Law: Toward Common Legal Principles for Intermediaries in the Modern Service-Oriented Society" in G. FERRARINE, K.J. HOPT et al. (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 51-88, p. 63; L. ENRIQUES, "Conflicts of Interest in Investment Services: The Price and Uncertain Impact of MiFID's Regulatory Framework" in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 321-338, p. 324.

³⁰ R. BAHAR en L. THÉVENOZ, "Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market" in L. THÉVENOZ en R. BAHAR (eds.), *Conflicts of Interest – Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen a/d Rijn, Kluwer Law International, 2007, 1-29, p. 5; zie algemeen S. SHAVELL, "The Optimal Structure of Law Enforcement", *Journal of Law and Economics* 1993, vol. 36, 255-287, pp. 263-271.

³¹ Zie in die zin reeds ten aanzien van de voorganger van deze gedragsregel in het oude art. 36, § 1, 2° Wet Beleggingsondernemingen 1995, die de dienstverleners verplichtte "zich optimaal in te zetten voor de belangen van hun cliënten met de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding, rekening houdend met de mate van professionele kennis van die cliënten", L. CORNELIS en J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten, getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht" in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, 621-685, nr. 10-11, pp. 634-636; A. VAN OEVELEN, "De contractuele en de buitencontractuele rechtsbescherming van de particuliere belegger in financiële instrumenten", *BFR* 2003/II-III, 118-135, nr. 14, p. 125; B. FERON, "Les règles de conduite applicables aux intermédiaires financiers", *BFR* 2003/II-III, 85-117, nr. 13, p. 89; J.-F. ROMAIN, "La responsabilité des intermédiaires financiers" in C. JASSOGNE en G. BLOCK (eds.), *Traité pratique de droit commercial*, Tome 5, *Droit bancaire et financier*, Titres 3 à 5, Brussel, Kluwer, 2003, 1-53, nr. 1020, p. 17; D. ROGER en M. SALMON, "Réflexions relatives à la responsabilité contractuelle des gérants de fortune et des conseillers en placements", *JT* 1998, 393-402, nr. 21-22, pp. 396-397.

³² Zie Brussel 19 februari 2008, *RABG* 2009, afl. 15, 1070, met noot S. DUERINCKX, "Het foutcriterium bij overeenkomsten van vermogensbeheer in het licht van de benchmark-verplichting", waarin het hof over equivalente gedragsregels opgenomen in oud art. 36, § 1, Wet Beleggingsondernemingen 1995, zei: deze "wettelijke bepalingen illustreren en verduidelijken de inspanningsverbintenis die de bank diende na te leven"; Kh. Brussel (21ste kamer) 12 januari 2011, inzake *NV FL Systems t. KBC*, A.R. 2009/6547, (nog) niet gepubliceerd, waarin

Hierdoor blijkt dat deze gedragsregel aan de individuele belegger eigenlijk geen bijkomende *privaatrechtelijke* bescherming biedt in vergelijking met deze die hij al geniet op basis van het gemeen recht.³³ Er is immers geen twijfel dat een financiële instelling

de rechtbank over de reglementaire algemene gedragsregel opgenomen in oud art. 36, § 1, 2°, Wet Beleggingsondernemingen 1995, schreef: “deze bepaling bevestigt slechts de krachtens het gemeen recht op de bankier wegende zorgplicht”; Brussel 23 april 2007, DAOR 2008, afl. 86, 164, met noot D. BLOMMAERT; zie algemeen W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de ‘MiFID-Richtlijn’) en Richtlijn 2006/73”; BFR 2007/VI, 367-395, pp. 385-386 (“Bij de beoordeling van de ‘loyale, billijke en professionele wijze’ waarop de beleggingsonderneming zich moet inzetten kan worden verwezen naar het criterium van de ‘normaal voorzichtig en redelijke beleggingsonderneming’”); S. DELAËY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: Op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, nr. 262, p. 243; F. LONGFILS, “La responsabilité des intermédiaires financiers” in *Responsabilités. Traité théorique et pratique*, Titre II / Livre 27, Waterloo, Kluwer, 2006, nr. 76, p. 33; J.-F. ROMAIN, “La responsabilité des intermédiaires financiers” in C. JASSOGNE en G. BLOCK (eds.), *Traité pratique de droit commercial*, Tome 5, *Droit bancaire et financier*, Titres 3 à 5, Brussel, Kluwer, 2003, 1-53, nr. 1020, p. 17; V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 226-279, nr. 71, p. 244 (deze regel kan “worden opgevat als een specifieke verwoording in het domein van de beleggingsdiensten van de algemene zorgvuldigheidsverplichting”).

Deze laatste auteurs noemen deze norm volgens mij echter ten onrechte een loyaliteitsbeginsel, vermits of een financiële instelling tegenover een cliënt tot loyaliteit is gehouden of niet (over de kenmerken van een loyaliteitsverbintenis in het algemeen, zie M. KRUIJTHOF, “Wanneer vormen tegenstrijdige belangen een belangenconflict?” in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 575-598, nrs. 21-23, pp. 591-593) afhangt van de specifieke inhoud van de concrete beleggingsdienst die wordt verleend. Doordat de inhoud van de mogelijk te verstrekken beleggingsdiensten door de MiFID 2004 en de Belgische reglementering niet beperkend werd vastgelegd, kan deze bepaling ook niet worden begrepen als een werkelijke loyaliteitsnorm. Zo bevestigt de MiFID 2004 en de erop gebaseerde Belgische wetgeving zelf dat de dienstverlener bij het verstrekken van beleggingsadvies en vermogensbeheer gehouden is tot het nagaan van de geschiktheid van de voorgenomen verrichtingen, terwijl dit bij andere beleggingsdiensten niet is vereist (vergelijk *infra* randnr. 16 met randnr. 27). Immers, het is om die reden dat de ken-uw-client-vereisten afhankelijk zijn van de vraag welke beleggingsdienst wordt verstrekt (dit wordt terecht specifiek benadrukt in V. COLAERT, “Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?” in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 67, p. 168). Indien art. 27, § 1, Wet Financieel Toezicht 2002, een loyaliteitsplicht zou opleggen ongeacht het type dienst dat wordt verstrekt, *quod non*, dan zou de financiële instelling ook bij andere diensten dan advies en vermogensbeheer gehouden zijn de belangen van de cliënt te maximaliseren, en dit is duidelijk niet het geval. Zie hierover M. KRUIJTHOF, *Belangenconflicten in financiële instellingen. Conceptueel juridisch onderzoek van het fenomeen en analyse van de financieelrechtelijke regulering*, doctoraatsproefschrift UGent, 2009, Deel I, nr. 293-300, pp. 314-324.

³³ Zie M. KRUIJTHOF, “Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?” in L. THÉVENOZ en R. BAHAR (eds.), *Conflicts of Interest – Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen a/d Rijn, Kluwer Law International, 2007, 277-335, pp. 307-308, en hiermee instemmend S. DELAËY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, nr. 274, p. 259; met betrekking tot de oude gelijklopende bepaling in oud art. 36, § 1, 2° Wet Beleggingsondernemingen 1995, zie M. KRUIJTHOF, “Bescherming van de belegger bij belangenconflicten in multifunctionele financiële instellingen” in M. TISON (ed.), *Bescherming van de belegger en de e-belegger – La protection de l’investisseur et de l’e-investisseur*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium nr. 14, Brussel, Bruylant, 2002, 45-151, nr. 60, p. 106. Het is om die reden dat J.-B. ZUFFEREY, “Regulation of Financial Analysts: An Illustration of the Current Trends in Financial Market Law” in L. THÉVENOZ en R. BAHAR (eds.), *Conflicts of Interest – Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen a/d Rijn, Kluwer Law International, 2007, 211-226, p. 218, dit soort reglementaire regels noemt als regels die niet mogen worden meegeteld als men wil nagaan of er sprake is van overregulering, vermits zij “introduce no real constraint on [...] activities”, m.a.w. niets normatief toevoegen aan het recht zoals het reeds van toepassing is zonder deze specifieke formele regel.

zich bij het verlenen van een beleggingsdienst sowieso moet gedragen en dus deze dienst moet verrichten zoals een normaal zorgvuldige professionele dienstverlener dit in dezelfde omstandigheden zou doen. Gedrag dat een inbreuk vormt op deze reglementaire gedragsregel is dus noodzakelijkerwijze ook niet conform de gemeenrechtelijke zorgvuldigheidsnorm of vereiste van goede trouw. Alle privaatrechtelijke remedies die mogelijk zijn tegen deze laatste onrechtmatigheid staan de belegger dus ook onder dezelfde gemeenrechtelijke voorwaarden ter beschikking bij een inbreuk op deze reglementaire gedragsnorm.

9. Hoewel een individuele cliënt zijn privaatrechtelijk verhaal op een schending van een gemeenrechtelijke gedragsnorm, dus op een inbreuk op deze wettelijke bepaling, zou kunnen baseren, ontheft dit hem op geen enkele manier van de bewijslast aan te tonen dat er *in concreto* onzorgvuldig gedrag is geweest. Artikel 27, § 1 Wet Financieel Toezicht 2002 is immers geen wettelijke regel die een *specifiek* gedrag gebiedt of verbiedt. Wanneer men de gedragsregel inhoudelijk bekijkt, blijkt dat het van de dienstverlener gevergd gedrag niet volledig door de wetgever werd gepreciseerd: de specifieke inhoud van de gedragsnorm zal geval per geval – rekening houdend met de concrete omstandigheden – door de rechter moeten worden bepaald aan de hand van een door de wetgever vooropgestelde algemene vage norm.³⁴ Op het vlak van de bewijslast dat de dienstverlener een fout heeft begaan waarop een privaatrechtelijke vordering kan worden gebaseerd, biedt een dergelijke wettelijke gedragsnorm dus geen bijkomende hulp.³⁵

10. Daarnaast vergt een vordering op basis van een inbreuk op de reglementaire gedragsnorm tevens dat voldaan is aan de andere toepassingsvereisten voor het opleggen van de gevorderde privaatrechtelijke remedie.

Zo zal, indien de cliënt een schadeloosstelling vordert, moeten worden aangetoond dat hij schade heeft geleden die niet zou zijn ontstaan indien de inbreuk niet had plaatsgevonden.³⁶ Ook zal, indien de cliënt zelf onvoorzichtig is geweest en dus

³⁴ Voor eenzelfde opmerking m.b.t. het reeds vermelde equivalent oud art. 36, § 1, 2°, Wet Beleggingsondernemingen 1995, zie L. CORNELIS en J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten, getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht" in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, 621-685, nr. 54, pp. 676-677.

³⁵ Zie H. VANDENBERGHE, "Overzicht van rechtspraak – Aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad (2000-2008) Deel II: Foutvereiste, algemene kenmerken", *TPR* 2010, 1749-2145, nr. 12 *et seq.*, p. 1780.

³⁶ Cf. Brussel 23 maart 2006, *TBH* 2008, afl. 1, 80, met noot B. CAULIER, waar – alhoewel bovendien geen fout werd vastgesteld in hoofde van de financiële dienstverlener – werd overwogen dat, vermits de cliënt niet aantoonde dat deze niet zou zijn overgegaan tot de speculatieve verrichtingen indien zij door de dienstverlener zou zijn gevraagd om voorafgaand aan elke verrichting een voldoende dekking te voorzien, er geen causaal verband is tussen de schade die de cliënt heeft geleden en het niet vragen van de dekking door de financiële instelling. Het vragen van een dekking werd hier beschouwd als een middel van bescherming van de belegger, die door deze vraag wordt gewezen op het risico dat hij loopt bij bepaalde verrichtingen, zodat het niet vragen van een dekking zou kunnen worden beschouwd als een tekortkoming aan de plicht van de dienstverlener om de belegger tegen zijn eigen onbesuisdheid te beschermen, maar zoals gezegd oordeelde het hof dat de dienstverlener die geen dekking vraagt hierdoor geen fout beging omdat de cliënt *in casu* voldoende op de hoogte was van en inzicht had in de risico's van de transacties die deze aanging.

een fout heeft begaan, een gedeelde aansprakelijkheid moeten worden vastgesteld.³⁷

Indien de cliënt de nietigheid vordert van een beleggingstransactie, zal hij moeten aantonen (1) dat de inbreuk op de reglementaire zorgplicht ervoor heeft gezorgd dat hij een verkeerde voorstelling van zaken had, (2) dat die verkeerde voorstelling in zijn hoofde determinerend was voor het geven van zijn toestemming tot de transactie, en (3) dat de tegenpartij dit wist of in de concrete omstandigheden van het geval behoorde te weten,³⁸ zoals vereist bij toepassing van het algemene leerstuk van de dwaling.³⁹ Hier zal een onzorgvuldigheid van de cliënt zelf als gevolg hebben dat diens vordering volledig zal worden afgewezen,⁴⁰ omdat zijn dwaling in die omstandigheden niet als onverschoonbaar kan worden beschouwd.⁴¹ Er is echter rechtspraak die aanneemt dat een dwaling die werd veroorzaakt door de fout van de tegenpartij – *in casu* de inbreuk op een reglementaire gedragsregel – verschoonbaar is, ook al werd

³⁷ Bij toepassing van art. 1382 BW wordt niet aanvaard dat het feit dat de cliënt een vertrouwensrelatie had met de hem adviserende dienstverlener als gevolg zou hebben dat deze zelf niet meer gehouden is zich als een normaal zorgvuldig persoon te informeren. Zie bv. Kh. Brussel (29ste kamer) 28 januari 2011, inzake *NV Van De Velde t. KBC*, A/09/08366, (nog) niet gepubliceerd, randnr. 19. Zie over de gedeelde aansprakelijkheid bij eigen onzorgvuldigheid of fout van het slachtoffer B. WEYTS, *De fout van het slachtoffer in het buitencontractueel aansprakelijkheidsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2003, p. 321 et seq.; T. VANSWEEVELT en B. WEYTS, *Handboek buitencontractueel aansprakelijkheidsrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2009, nr. 1292-1308, pp. 821-835; H. BOCKEN en I. BOONE, *Inleiding tot het schadevergoedingsrecht. Buitencontractueel aansprakelijkheidsrecht en andere schadevergoedingsstelsels*, Brugge, die Keure, 2011, nr. 116-117, pp. 84-85.

³⁸ Zie Cass. 27 oktober 1995, *Arr.Cass.* 1995, 920, *RW* 1996-97, 298, *Pas.* 1995, I, 950; Cass. 24 september 2007, *Arr.Cass.* 2007, 1735, *Pas.* 2007, I, 1602, *TBBR* 2009, 216, met noot D. PHILIPPE, *JLMB* 2008, 1171:

“Dwaling vormt een oorzaak van nietigheid van de overeenkomst wanneer zij de zelfstandigheid betreft van de zaak die het voorwerp van de overeenkomst uitmaakt. De zelfstandigheid van de zaak is elk gegeven dat doorslaggevend is geweest voor de partij om de overeenkomst aan te gaan, waarvan de medecontractant op de hoogte hoorde te zijn en zonder hetwelk de overeenkomst niet zou zijn gesloten.”

Zoals verder zal worden opgemerkt (zie *infra* randnr. 25), draagt de reglementaire *know your customer* regeling ertoe bij dat de cliënt gemakkelijker zal kunnen aantonen dat de dienstverlener wist of behoorde te weten of een beleggingsbeslissing voor hem niet geschikt was.

³⁹ Zie bv. Brussel 23 april 2007, *DAOR* 2008, afl. 86, 164, met noot D. BLOMMAERT; zie ook Kh. Gent 13 februari 2001, *TBH* 2001, 631 (weergave M. DELMEE); Kh. Brussel 26 maart 1997, *TRV* 2000, 109, met noot J. TYTECA, “Confederation Life – Adviesverstrekking aan de belegger”, *Bank Fin.* 1997, 334, *TBH* 1997, 330 (weergave J.-P. BUYLE); Kh. Brussel (29ste kamer) 28 januari 2011, inzake *NV Van De Velde t. KBC*, A/09/08366, (nog) niet gepubliceerd, randnr. 38; Kh. Brussel (21ste kamer) 12 januari 2011, inzake *NV FL Systems t. KBC*, A.R. 2009/6547, (nog) niet gepubliceerd, waarin wordt verwezen naar Cass. 11 oktober 1991 (*TRV* 1992, 83) om te stellen dat de onmiddellijke reactie van de zogenaamde dwalende partij bij de ontdekking van de ware toedracht van de feiten een goede maatstaf vormt voor het vaststellen van het al dan niet determinerende karakter van de dwaling voor diens oorspronkelijk gegeven toestemming tot de overeenkomst.

⁴⁰ Zie bv. Kh. Brussel (29ste kamer) 28 januari 2011, inzake *NV Van De Velde t. KBC*, A/09/08366, (nog) niet gepubliceerd, randnr. 37; Kh. Brussel (21ste kamer) 12 januari 2011, inzake *NV FL Systems t. KBC*, A.R. 2009/6547, (nog) niet gepubliceerd; Brussel 17 september 2009, *TBH* 2011, afl. 4, 331, met noot R. HARDY, “Quel est le champ d’application de l’article 36, § 1^{er}, 4^e et 5^e de la loi du 6 avril 1995?”; zie ook Kh. Gent 13 februari 2001, *TBH* 2001, 631 (weergave M. DELMEE).

⁴¹ Algemeen: Cass. 28 juni 1996, *Arr.Cass.* 1996, 664, *JLMB* 1997, 12; Cass. 6 januari 1944, *Arr.Cass.* 1944, 66, *Pas.* 1944, I, 133; Brussel 10 juni 2008, *TRV* 2009, 640, met noot D. VAN GERVEN.

ze mede veroorzaakt door een onzorgvuldigheid van de dwalende partij.⁴² Indien dit principe ook zou worden toegepast in beleggingsgeschillen, zou de bescherming van de onvoorzichtige belegger significant worden verhoogd.

Vordert de cliënt de niet-toerekening van de door de dienstverlener voor zijn rekening gestelde verrichting, dan zal hij moeten kunnen bewijzen dat het stellen van deze verrichting een gevolg is van de inbreuk op de gedragsregels, dus dat deze verrichting niet zou zijn gesteld indien de inbreuk op de gedragsregels niet had plaatsgevonden.

11. Uit deze analyse blijkt dat het in de praktijk eigenlijk niet nodig noch bijzonder nuttig is een privaatrechtelijke vordering te baseren op een inbreuk op artikel 27, § 1 Wet Financieel Toezicht 2002, vermits een vordering op basis van een tekortkoming aan de gemeenrechtelijke zorgvuldigheidsnorm of de goede trouw aan dezelfde toepassingsvereisten is onderworpen, tot precies hetzelfde resultaat zal leiden, en voor de cliënt dezelfde bewijslast inhoudt.

Afdeling 3

De *know your customer* regeling

Onderafdeling 1

Algemene situering

12. Tot aan het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw was de regulering van het effectenwezen gebaseerd op het leidende principe van de ten tijde van de *Big Bang* hervormingen vernieuwde Britse regelgeving:

“regulation in the interests of the [investor] should be no greater than is necessary to protect reasonable people from being made fools of”.⁴³

Deze regulering was gericht op het minimaliseren van de kans op fraude, en er werden vooral standaarden betreffende eerlijk gedrag opgelegd. Vanaf het midden van de jaren negentig, onder meer onder invloed van een aantal schandalen die hierop de aandacht hebben gevestigd, won de overtuiging veld dat beleggers niet alleen moesten worden beschermd tegen fraude en andere bijzonder ernstige misbruiken maar ook algemeen tegen wat doorgaans “*mis-selling*” wordt genoemd.⁴⁴

13. Er is sprake van *mis-selling* wanneer een belegger met de hulp of medewerking van een financiële dienstverlener overgaat tot uitvoering van een beleggingsbeslissing die niet adequaat is voor de behoeften waarop deze beslissing was gericht. Een beleg-

⁴² Zie Mons 31 maart 1987, *JL* 1987, 770; Rb. Hasselt 6 januari 2000, *TBBR* 2002, 351, met noot C. COUDRON, “Culpa in contrahendo en verschoonbare dwaling: een toepassing”; A. DE BOECK, *Informatierechten en -plichten bij de totstandkoming en uitvoering van overeenkomsten*, Antwerpen, Intersentia, 2000, nr. 570.

⁴³ L.C.B. GOWER, *Review of Investor Protection*, Cmnd. 9125, januari 1984, geciteerd in *The Regulation of Financial Services in the UK*, House of Commons, Session 1994-1995, Treasury and Civil Service Committee, Sixth Report, London, HMSO, 1995, p. ix.

⁴⁴ *The Regulation of Financial Services in the UK*, House of Commons, Session 1994-1995, Treasury and Civil Service Committee, Sixth Report, London, HMSO, 1995, p. ix.

ging die in deze zin adequaat is, wordt in de reglementaire terminologie “geschikt” of “*suitable*” genoemd.

De geschiktheid van een beleggingsbeslissing dient te worden beoordeeld op basis van drie determinanten: ⁴⁵ (1) de individuele competenties van de cliënt als belegger, met name zijn kennis en ervaring ter zake, (2) zijn financiële situatie, mogelijkheden en behoeften, en (3) de doelstellingen die hij met de belegging of beleggingsdienst nastreeft. De twee laatste elementen zijn evident: de adequaatheid van een bepaalde beleggingsbeslissing of samenstelling van een beleggingsportefeuille kan enkel worden beoordeeld in het licht van de financiële mogelijkheden en wensen van deze specifieke cliënt. ⁴⁶ Het eerste element is mijns inziens relevant omdat, ook al lijkt het mogelijk dat een belegging objectief nuttig kan zijn voor een bepaalde belegger die zelf deze belegging niet begrijpt, hierbij een te groot gevaar ontstaat doordat deze belegger op een later tijdstip ten aanzien van deze belegging zelf geen adequate beslissingen zal kunnen nemen, waardoor de initieel objectief adequate beslissing al te gemakkelijk kan uitmonden in een op een later tijdstip objectief inadequate belegging. De beoordeling van de competentie van de cliënt maakt dus een essentieel deel uit van het vaststellen of een bepaalde beleggingsbeslissing voor hem geschikt is. ⁴⁷

In de reële context van vandaag, waarin beleggers bij hun beleggingen grotendeels worden geleid door het expliciete en impliciete advies en de promotionele activiteiten van financiële instellingen, dient meer te worden gewaakt over het afstemmen van het gedrag van de beleggingsdienstverleners op de belangen van de beleggers, om te vermijden dat al te vaak ongeschikte beleggingsbeslissingen zouden worden genomen door beleggers zelf of door financiële instellingen voor rekening van hun cliënten.

14. De eerder besproken algemene zorgplicht kan inhouden dat een financiële tussenpersoon het gedrag van zijn cliënten moet sturen of zo nodig bijsturen zodat zij op een adequate manier beleggen in financiële instrumenten, of althans zich ervan

⁴⁵ Zie art. 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002 en artt. 15 en 17 KB Nadere Regels MiFID 2007; art. 19(4), MiFID 2004 en artt. 35 en 37 MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006. Zie hierover V. COLAERT, “Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?” in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 89-105, pp. 179-188; V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 226-279, nr. 149-157, pp. 261-262.

⁴⁶ Over het belangrijke onderscheid tussen enerzijds de doelstellingen van de belegger en anderzijds het door hem aanvaarde risico, zie Cass. 24 februari 2011, *BFR* 2011/III, 189, met noot M.-D. WEINBERGER. De doelstellingen zijn de objectieven die de cliënt wenst te bereiken met een op een bepaalde manier samengestelde portefeuille, en deze samenstelling is pas adequaat als ze is aangepast aan die doelstellingen. De doelstellingen van de cliënt kunnen dus niet worden uitgedrukt in een bepaalde samenstelling van de portefeuille, want op die manier is het toetsen van deze samenstelling aan deze doelstellingen niet mogelijk.

⁴⁷ EUROPESE COMMISSIE, *Your Questions on Legislation (YQOL)*, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), ID 149, Internal Reference 1.2 (beschikbaar op de website <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm>). Enkel in het kader van een contract van vermogensbeheer waarin duidelijk is afgesproken dat de cliënt tijdens de duur van het contract op geen enkele manier een invloed kan uitoefenen op het gevoerde beleggingsbeleid, zoals bijvoorbeeld nodig en nuttig bij contracten voor het beheer van het vermogen van een hiertoe volstrekt incapabele persoon, lijkt het dan ook mogelijk om voor een incompetente cliënt “geschikte” beleggingen te doen. Enkel in dat geval kan worden aangetoond dat de incompetentie van de cliënt er niet voor zorgt dat de belegging zelf voor hem gevaarlijk wordt.

moet onthouden het beleggingsgedrag van zijn cliënten te sturen in een richting van voor hem niet-geschikte beleggingen. Het opleggen van een reglementaire algemene zorgplicht zoals in artikel 27, § 1 Wet Financieel Toezicht 2002, volstaat echter niet om alle gevallen van *mis-selling* te vermijden. Bij de vaststelling van het feit dat bepaalde beleggingen voor een concrete belegger ongeschikt waren, zou een dienstverlener immers kunnen ontsnappen aan een remedie door aan te voeren dat hij niet wist dat deze belegging voor deze cliënt niet geschikt was doordat op basis van de informatie die hij ten tijde van het verlenen van de beleggingsdienst bezat deze belegging wel adequaat leek, en de belegger hem niet heeft gewezen op zijn specifieke behoeften of situatie. Om de belegging beter af te stemmen op de belangen van diens cliënten, is het dus nodig dat de dienstverlener op de hoogte is van de kenmerken, situatie en verwachtingen van elke individuele cliënt.

15. Dit tracht de reglementering te realiseren door aan de dienstverlener bepaalde verplichtingen op te leggen met betrekking tot het vergaren van relevante informatie in de vorm van een bevragsingsplicht, het zogenaamde *know your customer (KYC)* gebod.⁴⁸ Deze regeling, bedoeld om de naleving van de algemene zorgplicht te stimuleren, specificceert op onrechtstreekse wijze deze algemene zorgplicht met betrekking tot de sturing van het beleggingsgedrag van cliënten.

Onderafdeling 2

Beoordeling van de geschiktheid (*suitability*) van beleggingsbeslissingen

§ 1. De (gemeenrechtelijke en reglementaire) gedragsnorm

16. Het mag dan zo zijn dat een financieel dienstverlener geen algemene adviesplicht heeft tegenover zijn cliënten,⁴⁹ hij is wel gehouden tot een plicht de taak die hij vrijwillig op zich heeft genomen correct uit te voeren.

⁴⁸ Deze benaming is gekopieerd van de benaming gebruikt voor de aloude Rule 405 van de New York Stock Exchange:

“Every member organization is required [...] to [...] use due diligence to learn the essential facts relative to every customer, every order, every cash or margin account accepted or carried by such organization and every person holding power of attorney over any account accepted or carried by such organization [...]”, en Rule 411 van de American Stock Exchange:

“Every member [...] shall use due diligence to learn the essential facts relative to every customer and to every order or account accepted[...]”.

⁴⁹ Zie bv. Brussel 27 februari 2008, RW 2011-12, afl. 8, 396 (waarin het hof vaststelde dat de bank die van haar cliënt buitenlandse obligaties ter inning heeft aanvaard en de rekening van de cliënt onder voorbehoud van goede afloop reeds onmiddellijk heeft gecrediteerd zonder de echtheid van deze obligaties na te gaan, hierdoor geen fout heeft begaan want niet is tekortgekomen aan enige adviesplicht); Gent 13 december 2004 (foutief aangegeven als 4 april 2005), DAOR 2005, 359 (met noot G. GATHEM), TGR-TWVR 2005, 106 (op de bemiddelaar rust geen algemene adviesplicht en geen bevoogdingsplicht, enkel een informatie- of inlichtingenplicht; de bemiddelaar in effectentransacties heeft “niet tot taak te voorkomen dat de cliënt mogelijk domme dingen doet”, een citaat uit I.P. MICHIELS VAN KESSENICH-HOOGENDAM, *Aansprakelijkheid van banken*, Zwolle, Tjeenk Willink, 1987, nr. 94, p. 74); Brussel 21 maart 2002, TBH 2004, 193; Kh. Nijvel 26 september 1996,

Indien een dienstverlener aan een cliënt een dienst van advisering of vermogensbeheer levert, moet dit dus behoorlijk gebeuren, overeenkomstig de normaliter bij een dergelijke dienst te verwachten standaard.⁵⁰ Vermits een beleggingsadviseur of vermogensbeheerder op basis van het gemeen recht jegens zijn cliënt is gehouden tot loyaliteit,⁵¹ in het bijzonder tot het nemen of aanbevelen van de voor deze cliënt optimale beleggingsbeslissingen, heeft de financiële instelling bij deze beleggingsdiensten de plicht de belangen van zijn cliënt te behartigen bij het maken van de keuze wat wordt geadviseerd of uitgevoerd.⁵² In deze gevallen verstrekt de financiële instelling een beleggingsdienst die in feite een sturende invloed uitoefent op de voor rekening van de cliënt te nemen beleggingsbeslissing.⁵³ Het beoordelen van de geschiktheid

TBH 1997, 789; Kh. Brussel 31 mei 1996, *JLMB* 1996, 1588; Advies 2009.2511, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2010*, 92 ("Il n'existe pas de devoir général de conseil qui pèserait sur les professionnels qui dispensent des services d'investissements"); Advies 2005.0960, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2006*, 52 ("D'après une jurisprudence et une doctrine unanimes, sauf convention expresse en sens contraire, par exemple un contrat de gestion de fortune, l'intermédiaire financier n'est tenu par aucune obligation de conseil mais bien par une obligation générale d'information ou de renseignement"); Advies 2004.1622, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2006*, 86; zie ook A. BRUYNEEL, "Le droit bancaire", *JT* 1982, 349-358, nr. 11, p. 352; J.-P. BUYLE, "Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil des professionnels de la finance" in F. GLANSORFF (ed.), *Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil*, Brussel, Larcier, Commission Université-Palais, Université de Liège, vol. 86, 03/2006, 159-210, nr. 4, pp. 169-172, en nr. 16, pp. 200-201; G. GATHEM, "Quelques réflexions sur la faute du banquier en matière de conseil en placements", noot bij Gent 4 april 2005, *DAOR* 2005, 363-372, nr. 4-5, pp. 364-365. Zie echter Antwerpen 24 december 2007, *NjW* 2008, afl. 182, 405, met noot R. STEENNOT, "Informatieplicht van financiële instellingen", waarin het Hof van oordeel was dat de financiële instelling de cliënt ongevraagd de door haar voorgenomen verrichting had moeten afraden omdat deze voor haar noodzakelijk alleen een nadeel kon inhouden en geen zin had.

⁵⁰ Zie J.-P. BUYLE, "Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil des professionnels de la finance" in F. GLANSORFF (ed.), *Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil*, Brussel, Larcier, Commission Université-Palais, Université de Liège, vol. 86, 03/2006, 159-210, nr. 4, p. 172, en nr. 16, p. 201; G. GATHEM, "Quelques réflexions sur la faute du banquier en matière de conseil en placements", noot bij Gent 4 april 2005, *DAOR* 2005, 363-372, nr. 9-10, pp. 367-368; zie bv. Antwerpen 16 september 1997, *TBH* 1998, p. 843; Kh. Brussel, 9 september 2003, *TBH* 2005, 187; Gent 10 oktober 2003, *RABG* 2005, 285; zie ook Brussel 25 oktober 2005, *TBH* 2007, 73, waarin het aanbieden van zeer risicovolle financiële producten aan cliënten met een laag risicoprofiel als een inbreuk op de algemene zorgvuldigheids- en loyaliteitsplicht zoals opgenomen in het oude art. 36 van de Wet Beleggingsondernemingen 1995 wordt gezien.

⁵¹ Over de typerende kenmerken van loyaliteitsplichten, zie M. KRUIJTHOF, "Wanneer vormen tegenstrijdige belangen een belangenconflict?" in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 575-598, nrs. 21-23, pp. 591-593.

⁵² Zie P. WÉRY, "La gestion de fortune au regard du droit commun du mandat" in B. TILLEMANS en B. DU LAING (eds.), *Bankcontracten*, Serie Recht en Onderneming, nr. 9, Brugge, die Keure, 2004, 319-341, nr. 15, pp. 333-334; P. WÉRY, *Le mandat*, *Rép.not.*, vol. IX, Contrats divers, livre VII, Brussel, Larcier, 2000, 151 *et seq.*; "Débats" in L. THÉVENOZ (ed.), *Aspects juridiques de la gestion de fortune – Legal Aspects of Investment Management*, Brussel, Bruylant, 1999, pp. 125-132; S. DELAËY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, nr. 262, p. 243, en nr. 274, p. 259.

⁵³ Cf. B.A. BASI, "The Responsibility of the Broker-Dealer to the Investing Public", *American Business Law Journal* 1976, vol. 13, 371-384, p. 382, waar deze auteur voor de toepassing van de *suitability rule* op Amerikaanse *broker-dealers* het onderscheid maakt tussen de *broker-dealer* die optreedt als "order-taker" en de *broker-dealer* die optreedt als "registered representative", "account executive" of "investment counsel".

(*suitability*) van de belegging is hier dan ook een essentieel⁵⁴ onderdeel van de aan de cliënt te verlenen dienst.⁵⁵ Dit geldt niet alleen bij vermogensbeheer, waar de dienstverlener de beslissing voor rekening van de cliënt zal nemen,⁵⁶ maar ook bij beleggingsadvies – of het nu contractueel bezoldigd, onbezoldigd of buitencontractueel zogenaamd punctueel of *ad hoc*-advies betreft⁵⁷ – waar de dienstverlener de beslissing die de cliënt zelf voor eigen rekening neemt bepalend beïnvloedt.⁵⁸

⁵⁴ Dit verklaart meteen ook waarom de verplichtingen inzake het inwinnen van informatie nodig om de *suitability* te beoordelen niet vervallen bij professionele cliënten. Zie art. 35(2), eerste lid, MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006; art. 15, § 2 KB Nadere Regels MiFID 2007. De plicht tot het geven van adequaat en dus geschikt advies geldt vanzelfsprekend evenzeer ongeacht de competenties van de cliënt, en het is niet omdat een cliënt in staat mag worden geacht een slechte dienst te herkennen, dat de dienstverlener niet juridisch gehouden zou zijn om een goede dienst te leveren.

⁵⁵ Ik heb dit fundamenteel onderscheid dat aan de basis ligt van de *suitability* en de *appropriateness* verplichtingen reeds benadrukt in M. KRUIJTHOF, "Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate" in L. THÉVENOZEN R. BAHAR (eds.), *Conflicts of Interest – Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen a/d Rijn, Kluwer Law International, 2007, 277-335, pp. 314-317, en later in mijn in september 2009 verdedigd proefschrift: M. KRUIJTHOF, *Belangenconflicten in financiële instellingen. Conceptueel juridisch onderzoek van het fenomeen en analyse van de financieelrechtelijke regulering*, doctoraatsproefschrift UGent, 2009, Deel I, nr. 145-146, pp. 148-153; dit werd ook in die zin gesteld in het in januari 2010 verdedigde proefschrift van V. COLAERT, *De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener-belegger. Een onderzoek naar de verhouding tussen de MiFID gedragsregels, consumentenrecht en burgerlijk recht, getoetst aan de regels inzake pretransactionele informatieverplichtingen*, Doctoraal Proefschrift, Katholieke Universiteit Leuven, Faculteit Rechtsgeleerdheid, 2010, nr. 1089-1092, pp. 454-456; zie ook V. COLAERT, "Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?" in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 143-146, pp. 204-207; W. VANDEVOORDE, "De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de 'MiFID-Richtlijn') en Richtlijn 2006/73", *BFR 2007/VI*, 367-395, p. 383; cf. R. STEENNOT, "Informatieverplichtingen als beschermingstechniek bij de verwerking van beleggingsdiensten door consumenten" in: *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 783-802, nr. 21 en 23, p. 797 en 798:

"Het is [...] de beleggingsonderneming, en niet de belegger, die oordeelt of een transactie in het belang is van de belegger [...], die [...] als [het] ware een pak op maat moet maken voor de belegger."

⁵⁶ Over de afbakening van het begrip vermogensbeheer, zie S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, nr. 6 et seq., p. 7 et seq.; zie bv. Brussel 16 maart 2009, *BFR 2009*, afl. 4, 237, *TBBR 2010*, afl. 7, 353, met noot H. JACQUEMIN, "Le formalisme de la convention de gestion de portefeuille en question(s)", *JT 2009*, afl. 6373, 757, en *TBH2011*, afl. 4, 338, met noot A.-P. ANDRÉ-DUMONT.

⁵⁷ Over de afbakening van het begrip beleggingsadvies onder de verschillende elkaar snel opvolgende reguleringen in ons land, zie E. WYMEERSCH, R. STEENNOT *et al.*, "Overzicht van rechtspraak – Privaat bankrecht (1999-2007)", *TPR 2008*, 1043-1268, nr. 250, pp. 1233-1235; zie ook P. LAMBRECHT en F. LONGFILS, "Du conseil en placements au conseil en investissements: ante & post MiFID" in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 599-612.

⁵⁸ Zie bv. Advies 2007.0071, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2008*, 42, p. 43:

"Le demandeur démontre [...] qu'avant d'investir dans les valeurs que lui a proposées la Banque, il avait placé toute son épargne dans des placements à taux fixe sans risque en capital. Le Collège estime dès lors pouvoir accorder foi aux déclarations du demandeur lorsqu'il explique qu'il a modifié ses placements pour investir dans les valeurs que lui proposait la Banque. Dès lors, et dans la mesure où la Banque a suscité une modification importante du placement de l'épargne du demandeur, le Collège considère qu'elle avait un devoir de conseil. [...] Le Collège considère que le choix des valeurs suggérées par la Banque n'était pas adéquat compte tenu de la situation spécifique du demandeur que la Banque connaissait ou sur laquelle,

17. Om de geschiktheid van de belegging te kunnen beoordelen, moet de bemiddelaar niet alleen weten of deze belegger voldoende begrijpt wat er te gebeuren staat, maar tevens wat diens doelstellingen en verwachtingen zijn en wat zijn globale financiële situatie en de gedetailleerde samenstelling van zijn beleggingsportefeuille is. Alleen met inachtneming van al deze facetten kan immers worden beoordeeld of een voorgenomen beleggingsbeslissing *in concreto* voor deze belegger is aangewezen.⁵⁹ Op basis van het gemeen contractenrecht is een vermogensbeheerder of beleggingsadviseur dan ook gehouden zijn advies of beslissingen hierop te baseren.⁶⁰ Wanneer het om advies gaat alvorens de cliënt een beleggingsverrichting stelt, kan deze plicht worden gebaseerd op de gemeenrechtelijke precontractuele aansprakelijkheid.⁶¹

Aansluitend bij deze *ratio* legt artikel 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002 bij vermogensbeheer en beleggingsadvies de gereguleerde ondernemingen een toezichtrechtelijke plicht op de informatie te vergaren die deze nodig hebben om de geschiktheid te kunnen beoordelen,⁶² en zich dus niet noodzakelijk tevreden te stellen met

eu égard aux circonstances, elle avait le devoir de s'informer avant de fournir ses conseils. Le Collège considère que la valeur incriminée en l'espèce n'aurait pas dû être proposée au client et que vu la situation spécifique du demandeur, le devoir de conseil aurait précisément consisté à écarter ce type d'investissement."

⁵⁹ Zoals BASI schreef, ligt de basis voor de *know your customer* verplichting gekoppeld aan de *suitability rule* in "the generally accepted principle that investment decisions can be made rationally only in relation to the needs and goals of each individual."

B.A. BASI, "The Responsibility of the Broker-Dealer to the Investing Public", *American Business Law Journal* 1976, vol. 13, 371-384, p. 381; zie ook F. GLANSDORFF, "Introduction Générale" in F. GLANSDORFF (ed.), *Les obligations d'information, de renseignement, de mise en garde et de conseil*, Brussel, Larcier, Commission Université-Palais, Université de Liège, vol. 86, 03/2006, 7-50, p. 25, die advies omschrijft als

"la mise en relation du renseignement brut avec l'objectif poursuivi par le créancier de l'information".

⁶⁰ Zie bv. Scheids. Uitspr. Brussel 29 maart 1996, *TBH* 1996, 1078; G. GATHEM, "Quelques réflexions sur la faute du banquier en matière de conseil en placements", noot bij Gent 4 april 2005, *DAOR* 2005, 363-372; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 198, pp. 141-142; S. DELAËY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, nr. 222 et seq., p. 187 et seq.

⁶¹ Zie advies van 18 april 2006 in de zaak nr. 2004.1965, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2006*, p. 63:

"Daargelaten of artikel 36, § 1, 4^e, van de wet van 6 april 1995 betreffende de secundaire markten al of niet van toepassing is op dit geval, is het College van oordeel dat wanneer een bankagent met een cliënt een bespreking heeft over een eventuele belegging, hij de verplichting heeft zich vooraf zoveel mogelijk te informeren over het profiel van zijn cliënt inzake beleggingen, inzonderheid diens financiële draagkracht, het beoogde doel inzake opbrengst en risico, de kennis van en de ervaring met beleggingen e.d.m., zodat hij zijn cliënt met kennis van zaken kan wijzen op de voor- en nadelen van de verschillende beleggingsvormen en hem eventueel een aangepaste belegging kan voorstellen. Deze verplichting van een professioneel om zich vooraf te informeren over de situatie van de wederpartij en om hem de informatie te verstrekken die van belang is vooraleer de beslissing te nemen over een bepaalde belegging, is gebaseerd op de precontractuele zorgvuldigheidsverplichting van de artikelen 1382 en 1383 B.W."

⁶² Deze bepaling vormt de omzetting van art. 19(4), MiFID 2004. Welke specifieke informatie moet worden vergaard, wordt gespecificeerd in de artikelen 15 en 17, KB Nadere Regels MiFID 2007, de omzetting van de artikelen 35 en 37, MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006. Voor algemene besprekingen, zie V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 226-279, nr. 140-157, pp. 259-262; V. COLAERT, "Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?" in

de informatie die de cliënt hen op eigen initiatief heeft bezorgd.⁶³ De reglementering maakt deze zogenaamde KYC-verplichting hard door te voorzien dat de dienstverlener de diensten van vermogensbeheer of beleggingsadvies niet mag verstrekken indien deze de ter beoordeling van de geschiktheid vereiste informatie niet heeft gekregen.⁶⁴

§ 2. Privaatrechtelijke remedies tegen inbreuken op de reglementaire norm

18. Deze wettelijke regeling voorziet niets over de privaatrechtelijke gevolgen ervan. De remediering van eventuele inbreuken op deze gedragsregel in de relatie tussen de individuele cliënt en de dienstverlener moet dan ook worden gebaseerd op het gemeen recht.⁶⁵

19. Indien de cliënt kan aantonen dat de financiële instelling een ongeschikte beleggingsbeslissing aan hem heeft geadviseerd of voor zijn rekening heeft genomen in het kader van vermogensbeheer terwijl deze wist of moest weten dat deze beslissing voor hem ongeschikt was, dan is dit een (contractuele of buitencontractuele) fout.⁶⁶ In dat geval zal de dienstverlener aansprakelijk kunnen worden gesteld om de schade te vergoeden die de belegger heeft geleden ten gevolge van de ongeschiktheid van de beslissing, zal de cliënt de nietigheid kunnen inroepen van de door ongeschikt advies gedetermineerde verrichting die hij met de financiële instelling als tegenpartij heeft gesteld, of zal de cliënt kunnen opwerpen dat de door de dienstverlener voor zijn

M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 69-109, pp. 169-189; R. STEENNOT, "Informatieverplichtingen als beschermingstechniek bij de verwerving van beleggingsdiensten door consumenten" in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 783-802, pp. 797-798; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, pp. 183-193; H. LANNON, "Het cliëntenprofiel en de zorgplicht onder de MiFID", *Bank Fin.* 2007, 412-420.

⁶³ De dienstverlener mag zijn oordeel over de geschiktheid van een beleggingsbeslissing echter wel baseren op de informatie die de cliënt in antwoord op zijn vragen aan hem heeft bezorgd, tenzij hij weet of als normaal zorgvuldig dienstverlener zou moeten weten dat deze informatie duidelijk gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is. Zie art. 17, § 4 KB Nadere Regels MiFID 2007; art. 37(3), MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006.

⁶⁴ Art. 27, § 4, tweede lid Wet Financieel Toezicht 2002; art. 35(5) MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006, formuleert het net iets anders: hier wordt aan de instelling verboden de dienst te verlenen wanneer deze de vereiste informatie niet opvraagt. Zie S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, nr. 221bis, pp. 184-185, die echter in nr. 226, p. 191, ook opmerkt dat deze onthoudingsplicht reeds bestaat op basis van het gemeen recht.

⁶⁵ R. STEENNOT, "Informatieverplichtingen als beschermingstechniek bij de verwerving van beleggingsdiensten door consumenten" in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 783-802, nr. 27, p. 801; zie bv. Advies 2009.2066, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2010*, 27.

⁶⁶ Hiertoe is allicht vereist dat de cliënt aantoont dat er ofwel een relatie van vermogensbeheer is of dat de dienstverlener hem effectief heeft geadviseerd. Zie bv. Advies 2010.0128, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2010*, 54.

rekening gestelde ongeschikte handeling hem niet kan worden toegerekend.⁶⁷ Deze vorderingen zijn gebaseerd op het gemeen recht, en hiervoor is een beroep op de reglementaire gedragsregels eigenlijk niet nodig.

20. De MiFID 2004 – en dus ook de nationale reglementering die deze richtlijn in ons recht heeft omgezet – bevat echter geen *specifieke* plicht tot het geven van geschikt (*suitable*) advies of een verbod op het geven van ongeschikt advies, enkel een plicht tot het inwinnen van informatie nodig om geschikt advies te kunnen geven.⁶⁸ Een dienstverlener die voor een cliënt ongeschikt beleggingsadvies geeft of in het kader

⁶⁷ De door de vermogensbeheerder buiten het contractueel afgesproken profiel vallende belegging is immers buiten zijn bevoegdheid gesteld, en in die zin niet toerekenbaar aan de vertegenwoordigde cliënt. Cf. OMBFIN: BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, Jaarverslag 2010, p. 16.

⁶⁸ De benaming *suitability* komt van de aloude regel in de oorspronkelijke NASD Manual, Art. III, Sec. 2, Para. 2152, die de “*Suitability Rule*” werd genoemd:

“In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs.”

Deze NASD-regel werd pas later uitgebreid met een informatievergaringsplicht opgenomen in NASD Manual, Conduct Rule 2310. De huidige NASD Rules zijn te vinden op <<http://finra.complinet.com/>>.

Het is deze informatievergaringsplicht die haar weg heeft gevonden tot in de ISD en later de MiFID, maar de eigenlijke *suitability rule*, de onderliggende plicht tot het geven van enkel “geschikte” aanbevelingen op de naleving waarvan de informatievergaringsplicht is gericht, werd als zodanig niet opgenomen in de MiFID. In die zin is het potentieel misleidend te stellen dat de “ken-uw-client verplichtingen bestaan [...] uit twee fases”, waarbij in de eerste fase informatie wordt vergaard “om in een tweede fase op basis daarvan te beoordelen of de voorgenomen beleggingsdienst of transactie al dan niet geschikt [...] is voor de cliënt” (V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 226-279, nr. 142, p. 259; V. COLAERT, “Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?” in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 68, p. 169). Deze tweede fase is wel degelijk een verplichting van de financiële instelling, doch deze maakt geen deel uit van de *reglementaire* KYC-bepalingen, maar wel van de *gemeenrechtelijke* regels van toepassing op de beleggingsadviseur of vermogensbeheerder.

De misvatting dat art. 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002 niet alleen zou *gebaseerd zijn op* de verondersteld aanwezige plicht tot het geven van geschikt advies (welke plicht kan worden gebaseerd op het gemeen recht of op art. 27, § 1 Wet Financieel Recht 2002, zie *infra* voetnoot 69) maar deze plicht tot het geven van geschikt advies ook zou *bevatten*, is echter zo wijd verspreid dat mijn hoop dat de hier benadrukte nuancering nog zal worden aanvaard, klein is. Zie bv. Advies 2009.1109, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege* 2010, 72, p. 73, waar de Bemiddelingsdienst schrijft

“Overeenkomstig art. 27, § 4 van de Wet van 2 augustus 2002, is de bank *verplicht om passende beleggingsdiensten en financiële instrumenten aan te bevelen* aan haar cliënten, rekening houdend met de informatie en doelstellingen die hierboven werden besproken” (nadruk toegevoegd),

terwijl art. 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002 letterlijk stelt:

“Bij het verstrekken van beleggingsadvies of het verrichten van vermogensbeheer, *bekomt* de gereguleerde 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” (gelaagde nadruk toegevoegd).

Zie ook Advies 2009.2066, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege* 2010, p. 27 *et seq.* (waarin de bemiddelingsdienst ook formuleringen gebruikt die aangeven dat verondersteld wordt dat de plicht tot het geven van geschikt advies te vinden is in art. 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002).

van vermogensbeheer een voor deze cliënt ongeschikte beleggingsbeslissing neemt, begaat louter op deze basis dan ook niet noodzakelijk een inbreuk op de reglementaire gedragsregel opgenomen in artikel 27, § 4 Wet Financieel Recht 2002.⁶⁹ Er is slechts sprake van een inbreuk op de reglementaire KYC-verplichtingen indien de instelling de informatie nodig om de geschiktheid van de beslissing te beoordelen niet heeft ingewonnen⁷⁰ terwijl zij deze informatie niet al bezit.⁷¹

21. Het is in principe aan de cliënt om te bewijzen dat de dienstverlener is tekortgeschoten in zijn KYC-verplichting.⁷² Omdat dit in sommige gevallen echter een onmogelijk te leveren negatief bewijs zou vergen, zal de rechter gemakkelijker bereid zijn de inbreuk op basis van vermoedens vast te stellen of tevreden zijn met de aange- toonde waarschijnlijkheid in plaats van zekerheid van de inbreuk.⁷³

Hoewel er rechterlijke uitspraken zijn die een vermelding in het door de cliënt onder- tekende standaardformulier waarin deze zou erkennen dat de dienstverlener bij hem alle nodige informatie heeft ingewonnen, aanvaarden als bewijs dat de dienstverlener aan zijn ken-uw-clieënt verplichtingen heeft voldaan,⁷⁴ lijkt mij deze rechtspraak moei- lijk staande te houden onder de huidige op de MiFID 2004 gebaseerde reglementering. Vermits een dergelijke standaardclausule in de praktijk niet voor onderhandeling vat- baar is, kan uit de loutere aanwezigheid ervan in een voorgedrukt document dat reeds bestond nog voordat de financiële instelling haar KYC-verplichtingen heeft kunnen uitvoeren, niet worden afgeleid dat de cliënt door de loutere ondertekening van het document waarin de clausule voorkomt ook daadwerkelijk erkent dat de betreffende informatie effectief werd ingewonnen.⁷⁵ Dit wel doen, zou de privaatrechtelijke wer- king van de gedragsregels in feite volledig elimineren, vermits het voor de dienstver- lener zou volstaan om een dergelijke clausule in zijn standaarddocumentatie op te

⁶⁹ Dergelijk gedrag kan echter wel een inbreuk vormen op de reglementaire algemene zorgplicht van art. 27, § 1 Wet Financieel Toezicht 2002. Zoals hoger gesteld (zie *supra* randnr. 7), neemt deze reglementaire bepaling immers de – los van de reglementering bestaande gemeenrechtelijke – plicht van de dienstverlener jegens zijn cliënten om de verschuldigde beleggingsdienst correct uit te voeren op in zijn toezichtrechtelijke verplichtingen.

⁷⁰ Opmerkelijk in dit verband is Brussel 2 juni 2009, *JLMB* 2009, afl. 20, 027, waarin het hof – ook al weze het bij de toepassing van het oude art. 36, § 1, 4^e Wet Beleggingsondernemingen 1995 – overwoog dat de dienstver- lener (EIC) in dat geval de informatie m.b.t. de competenties van de cliënte met betrekking tot de aangekochte financiële instrumenten had verzameld “*puisque’il est signalé dans la convention que son expérience est nulle. EIC a donc rempli son obligation de s’informer.*”

⁷¹ Zie bv. Kh. Brussel 9 februari 2011, *JT* 2011, afl. 6438, 400, met noot X., “Le contrat de couverture de taux”, waarin, alhoewel de dienstverlener niet was overgegaan tot het specifiek verzamelen van gegevens over de cliënt en ook geen profiel had opgesteld, toch geen inbreuk werd vastgesteld omdat de financiële instelling op basis van haar uitgebreide voorgaande contacten met deze cliënt kon worden geacht op de hoogte te zijn van de relevante informatie.

⁷² Dit is een gewone toepassing van het basisprincipe *actor incumbit probatio*, dat aan de basis ligt van art. 1315 BW.

⁷³ A. VAN OEVELEN, “De contractuele en de buitencontractuele rechtsbescherming van de particuliere belegger in financiële instrumenten”, *BFR* 2003, 118-135, nr. 15, p. 126; zie bv. Kh. Brussel 31 mei 1996, *JLMB* 1996, 1588.

⁷⁴ Zie bv. Brussel 17 september 2009, *TBH* 2011, afl. 4, 331, met noot R. HARDY, “Quel est le champ d’application de l’article 36, § 1^{er}, 4^e et 5^e de la loi du 6 avril 1995?”

⁷⁵ Cf. Advies 2008.2589, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelings- college* 2009, 35.

nemen om het voor de cliënt in alle omstandigheden onmogelijk te maken tegen een feitelijke inbreuk op te komen.⁷⁶ Anders zou het kunnen zijn indien de standaard-documentatie ruimte zou voorzien waar per geval specifieke gegevens over de verzamelde informatie kunnen worden vermeld. In dat geval is er immers geen argument meer om de instemming van de cliënt met een dergelijk terdege ingevuld document achteraf niet te beschouwen als een verklaring over wat er in feite in de contacten tussen beide partijen is gebeurd die als bewijs kan worden aangevoerd.

22. Een bewezen inbreuk op de informatievergaringplicht geeft echter enkel aanleiding tot aansprakelijkheid, nietigheid of niet-toerekening van erop volgende rechtshandelingen indien de concrete inbreuk in causaal verband staat met de erop volgende schade, toestemming van de cliënt of beslissing van de dienstverlener. Dit vereist dat (1) het in strijd met de reglementering niet-inwinnen van deze informatie bij de cliënt *in concreto* heeft geleid tot ongeschikt advies dat (of een ongeschikte beleggingsbeslissing die) de dienstverlener niet zou hebben gegeven of genomen als deze de informatie wel correct had vergaard,⁷⁷ en (2) de door de belegger geleden schade te wijten was aan deze (specifieke door het ontbreken van de nodige informatie veroorzaakte) ongeschiktheid van de verrichting of het advies.⁷⁸ Het blijft dus ook bij een vordering

⁷⁶ Cf. het standpunt van Reinhard STEENNOT in zijn korte noot bij Antwerpen 24 december 2007, *NjW* 2008, afl. 182, 405, pp. 406-407, waar hij opmerkt dat voorgedrukte clausules waarin de belegger erkent dat hij alle risico's verbonden aan de belegging begrijpt geen afbreuk kunnen doen aan de KYC-verplichting van de dienstverlener om bij deze cliënt de informatie in te winnen op basis waarvan deze kan beslissen of deze cliënt de risico's ook werkelijk begrijpt en dus of deze belegging voor deze cliënt gepast is of niet. Het is met andere woorden niet de cliënt die mag beslissen of hij de competenties heeft of niet, dit beoordelen is een specifieke verplichting van de dienstverlener.

⁷⁷ Vergelijk de zeer uitvoerig gemotiveerde uitspraak van het Engelse High Court of Justice, Queen's Bench Division, Commercial Court in de zaak *Zaki & Zeid v Credit Suisse (UK) Ltd*, [2011] EWHC 2422 (Comm), waarin Justice TEARE in randnr. 99 overwoog:

"The important point, it seems to me, is whether the recommendations made by [Credit Suisse] were suitable for Mr. Zeid. If they were not suitable then it adds nothing to enquire whether [Credit Suisse]'s approach to obtaining and recording information and classifying the Claimants lacked the required rigour and care. If they were suitable, then again it cannot matter whether [its] approach to obtaining and recording information and classification was adequate or not. Of course, if the recommendations were not suitable for Mr. Zeid the extent to which [Credit Suisse] failed to exercise the required degree of rigour and care in obtaining information about Mr. Zeid may, depending upon the reasons why the recommendations were unsuitable, be relevant when assessing whether [...] CSUK [...] took reasonable steps to ensure that the recommendations were suitable. In that sense regulatory failures in the information gathering exercise may evidence a breach of the duty to take reasonable steps to ensure that the recommendations were suitable but they do not, it seems to me, assist in showing that the recommendations were not suitable."

⁷⁸ Zie bv. Advies 2009.0518, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege* 2010, 40, p. 42 ("Maar zelfs indien de fout van de bank bewezen wordt, stelt het College vast dat de houding van de verzoeker erop wijst dat hij ondanks de waarschuwingen die zouden gegeven zijn deze investering toch zou verricht hebben"); ook de vermelde zaak *Zaki & Zeid v Credit Suisse (UK) Ltd*, [2011] EWHC 2422 (Comm), waarin de eisers – die bezwaar maakten tegen zeer risicovolle beleggingen in gestructureerde financiële instrumenten door de heer Zeid via de bemiddeling en met het advies van Credit Suisse aangeschaft – hun vordering in aansprakelijkheid op basis van een inbreuk op de Britse MiFID 2004 conforme reglementaire *suitability* bepalingen afgewezen zagen omdat de rechtbank van oordeel was dat de heer Zeid naar alle waarschijnlijkheid zijn beleggingsbeslissingen op basis van eigen inzichten had genomen en dus ook bij afwezigheid van het ongeschikte advies van Credit Suisse zou zijn overgegaan tot de betreffende beleggingen.

gebaseerd op een inbreuk op de reglementaire KYC-regels nodig te bewijzen dat het door de dienstverlener gegeven advies of de door hem genomen beslissing op zichzelf beschouwd ongeschikt was.⁷⁹ De norm om te bepalen of het advies of de beslissing op zich ook *foutief* is, blijft de algemene zorgvuldigheidsnorm, met name de vraag of een normaal professionele dienstverlener geplaagd in dezelfde omstandigheden een dergelijk – op objectieve basis voor deze belegger ongeschikt gebleken – advies had kunnen geven of dergelijke beslissing had kunnen nemen.⁸⁰

23. Het verschil in een aansprakelijkheid louter op basis van het gemeen recht en deze mede gebaseerd op de reglementaire bepalingen bevindt zich dus bij de gevallen waarin de dienstverlener ongeschikt advies heeft gegeven of een voor de cliënt ongeschikte beleggingsbeslissing heeft genomen terwijl deze op basis van de informatie waarover hij beschikte niet wist dat deze beslissing of dit advies voor deze belegger ongeschikt was.

Naar gemeen recht kan de dienstverlener die niet op de hoogte was van specifieke kenmerken of behoeften van de cliënt op basis waarvan de beleggingsbeslissing ongeschikt is in veel gevallen opwerpen dat het aan de cliënt was om hem deze informatie op eigen initiatief te bezorgen.⁸¹ Een contractpartij die een bijzondere waarde hecht

⁷⁹ Zie bv. Kh. Brussel 9 februari 2011, *JT* 2011, afl. 6438, 400, met noot X., “Le contrat de couverture de taux”, waarin de vordering in aansprakelijkheid en nietigheid van de cliënt tegen de financiële instelling waarvan de eiser beweerde dat deze tekortgeschoten was aan haar KYC-verplichtingen werd verworpen onder meer omdat de cliënt “reste en défaut d’indiquer en quoi le contrat de couverture de taux litigieux serait inadéquat pour elle” (p. 402); zie ook Advies 2009.1311, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege* 2010, 48, p. 53 (“Verzoeker toont niet aan dat de huidige samenstelling van zijn portefeuille [...] niet in overeenstemming is met zijn gekozen risicoprofiel”).

⁸⁰ Het feit dat een in het kader van vermogensbeheer genomen beslissing of in het kader van beleggingsadvies aanbevolen verrichting achteraf een tegenvallend resultaat heeft opgeleverd, is op zich niet voldoende om te besluiten tot aansprakelijkheid van de dienstverlener. Zie bv. Brussel 2 juni 2009, *JLMB* 2009, afl. 20, 027 (de beheerde portefeuille van de cliënt was met 70% in waarde gedaald); Brussel 19 februari 2008, *RABG* 2009, afl. 15, 1070, met noot S. DUERINCKX, “Het foutcriterium bij overeenkomsten van vermogensbeheer in het licht van de benchmark-verplichting”; Rb. Verviers 29 mei 2006, *TBH* 2008, afl. 1, 96, met noot J.-P. BUYLE en M. DELIERNEUX; Kh. Brussel 17 januari 2006, *TBH* 2008, afl. 1, 87, met noot F. LONGFILS; Kh. Brussel 9 september 2005, *TBH* 2005, afl. 2, 187, met noot J.-P. BUYLE en M. DELIERNEUX; Kh. Brussel 30 september 2004, *BFR* 2005/I, 61; Kh. Brussel 2 september 2004, *TBH* 2006, afl. 1, 119, met noot J.-P. BUYLE en M. DELIERNEUX; Gent 5 mei 2004, *NjW* 2005, afl. 106, 413, met noot R. STEENNOT; Gent 18 februari 2004, *NjW* 2004, afl. 77, 806, *RABG* 2005, afl. 4, 297, met noot D. BLOMMAERT, “Het foutcriterium inzake overeenkomsten van vermogensbeheer”.

Ook nu vermogensbeheerders in hun contract met de cliënt een overeengekomen criterium (een referentiewaarde of *benchmark*) moeten vaststellen dat een vergelijking toelaat, waartegen de resultaten van de portefeuille van de cliënt zullen worden afgezet (art. 11, § 2 en art. 20, § 2, 5^e KB Nadere Regels MiFID 2007; art. 30(2), MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006), blijft de vermogensbeheerder enkel gehouden tot een inspanningsverbintenis: de *benchmark* dient enkel om de prestatie van de *portefeuille* te beoordelen, en volstaat niet om de prestatie van de vermogensbeheerder te beoordelen. De vermogensbeheerder dient als normaal zorgvuldig professional gepast te reageren bij ondermaats presteren van de portefeuille, maar een afwijkende prestatie kan op zich geen bewijs leveren van een fout van de dienstverlener. Cf. D. BLOMMAERT, “Het foutcriterium inzake overeenkomsten van vermogensbeheer”, noot bij Gent 18 februari 2004, *RABG* 2005, afl. 4, 304-306, nr. 3, p. 305.

⁸¹ Zie echter *supra* randnr. 17, i.h.b. de tekst behorend bij voetnoten 60 en 61, waar vermeld werd dat volgens verschillende auteurs en jurisdictionele uitspraken ook het gemeen recht een van de reglementaire regel vergelijkbare *know your customer* plicht oplegt. Er zijn echter genoeg rechterlijke uitspraken die een dergelijke verplichting niet in die mate opleggen en vrij gemakkelijk aanvaarden dat de dienstverlener niets kan worden verweten omdat het gegeven advies of de genomen beslissing adequaat was in het licht van de gegevens waarover deze beschikte.

aan een bepaalde hoedanigheid van de zaak die niet voor iedereen en in alle gevallen relevant is, moet er uitdrukkelijk naar informeren; doet hij dit niet, dan kan hij zijn dwaling op dit punt achteraf niet inroepen om de geldigheid van de transactie aan te vechten.⁸² Dwaling kan dus alleen worden ingeroepen door de partij die zelf niet tekort is geschoten aan haar spreekplicht.⁸³

Vermits de reglementaire KYC-regeling de dienstverlener een specifieke vraagplicht oplegt, mag worden aangenomen dat voor het inroepen van een dwaling wegens de ongeschiktheid van een belegging die zou zijn gebleken indien de dienstverlener alle vereiste informatie had ingewonnen, niet langer vereist is dat de cliënt zelf, op eigen initiatief, aan de dienstverlener zijn bijzondere behoeften of financiële situatie had moeten meedelen: de wet stelt duidelijk dat het de taak van de dienstverlener is te bepalen welke informatie relevant is en deze bij de cliënt op te vragen. Rechtspraak die dit zou negeren, ontkent de essentie van de MiFID 2004-regeling gericht op het vermijden van *mis-selling*.

24. Het overgaan tot een bevraging van de cliënt over diens competenties, over zijn financiële situatie en mogelijkheden en over zijn behoeften en doelstellingen, vormt een specifiek gebod opgelegd bij materiële wet, zodat het nalaten van een dergelijke bevraging op zich als onrechtmatig mag worden beschouwd, zonder dat dit gedrag tevens moet worden getoetst aan de zorgvuldigheidsnorm.⁸⁴

Anders is het echter wanneer de aan de dienstverlener verweten inbreuk niet bestaat uit het *niet* bevragen van de cliënt maar wel in het *onvoldoende* bevragen van de cliënt of het ontbreken van een achteraf beweerd essentieel facet uit de bevraging. Bij geschillen over precies welke informatie in dat concrete geval als “nodig” diende te worden beschouwd, blijkt de norm van artikel 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002 inhoudelijk een middelenverbintenis te bevatten en dus weerom een verwoording van de zorgvuldigheidsplicht te vormen.⁸⁵ De reglementering bevat immers geen lijst van de op te vragen informatie, maar enkel *criteria* op basis waarvan moet worden *beoordeeld* welke

⁸² Zie bv. Antwerpen 22 april 1991, RW 1994-95, 405.

⁸³ Zie bv. Kh. Brussel (21ste kamer) 12 januari 2011, inzake *NV FL Systems t. KBC*, A.R. 2009/6547, (nog) niet gepubliceerd.

⁸⁴ Zie *supra* voetnoten 11 en 12; zie ook H. VANDENBERGHE, “Overzicht van rechtspraak – Aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad (2000-2008) Deel II: Foutvereiste, algemene kenmerken”, *TPR* 2010, 1749-2145, nr. 11, pp. 1772-1780.

⁸⁵ Zie R. STEENNOT, “Informatieverplichtingen als beschermingstechniek bij de verwerving van beleggingsdiensten door consumenten” in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 783-802, nr. 26, p. 800; L. VAN BEVER, “Gedragsregels voor financiële tussenpersonen, herbekeken in het licht van ISD 2 (2004)” in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Financiële wetgeving: de tussenstand 2004*, Kalmt-hout, Biblo, 2005, 226-319, nr. 56, p. 271.

informatie zal moet worden vergaard.⁸⁶ Welke en hoeveel informatie moet worden verzameld, zal dus verschillen naargelang de omstandigheden.⁸⁷ Het is de taak van de dienstverlener om geval per geval te bepalen welke informatie hij wanneer nodig heeft in het licht van de concrete omstandigheden en voorgenomen verrichtingen om een voor deze specifieke belegger geschikt advies te kunnen geven of voor hem een geschikte beleggingsbeslissing te kunnen nemen.⁸⁸

Hierdoor houdt het aantonen van de overtreding van deze reglementaire gedragsregel inzake KYC meestal dezelfde bewijslast in als het gemeen recht.⁸⁹ Wanneer de dienstverlener wel is overgegaan tot het opstellen van een profiel voor de belegger na deze te hebben bevroegd, maar dit profiel was volgens de cliënt niet adequaat doordat de financiële instelling onvoldoende informatie zou hebben opgevraagd of de bezorgde informatie niet correct zou hebben weergegeven in het opgestelde profiel, dan is het de cliënt die zal moeten bewijzen dat de dienstverlener niet heeft voldaan aan zijn verplichting de *in concreto* nodige informatie in te winnen.⁹⁰ Het is enkel wanneer de dienstverlener helemaal geen informatie heeft ingewonnen, dat de cliënt hierdoor onmiddellijk zal kunnen aantonen dat de wettelijke regel werd geschonden.

⁸⁶ V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 226-279, nr. 145, p. 260; R. STEENNOT, "Informatieverplichtingen als beschermingstechniek bij de verwerving van beleggingsdiensten door consumenten" in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 783-802, nr. 26, p. 800.

⁸⁷ V. COLAERT, "Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?" in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 80-81, pp. 176-177; zie ook CESR's *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*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/05-290b, april 2005, p. 25. Zie ook EUROPESE COMMISSIE, *Your Questions on Legislation (YQOL)*, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), ID 354, Internal Reference 175 (beschikbaar op de website < http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm>):

"When applying the suitability test in Article 19(4) of Directive 2004/39/EC, investment firms do not always have to ask for all the information regarding the client's financial situation. They should ask for 'such information as is necessary for the firm to understand the essential facts about the client and to have a reasonable basis for believing, giving due consideration to the nature and extent of the service provided, that the specific transaction to be recommended, or entered into in the course of providing a portfolio management service' satisfies the investment objectives of the client, and doesn't expose the client to risk of a kind he/she is not able to bear financially or understand".

⁸⁸ Zie EUROPESE COMMISSIE, *Your Questions on Legislation (YQOL)*, Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), ID 148, Internal Reference 1.1 (<http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm>); V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 226-279, nr. 145, p. 260; V. COLAERT, "Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?" in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 80, p. 177.

⁸⁹ Zie S. DELAËY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen, Intersentia, 2010, nr. 227, pp. 193-194.

⁹⁰ Zie bv. Advies 2010.0550, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege* 2010, 64.

25. Voor de individuele teleurgestelde belegger op zoek naar herstel is het praktische nut van artikel 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002 volgens mij dan ook niet zozeer gelegen in de mogelijke privaatrechtelijke remediëring van *inbreuken* op deze gedragsregel, maar wel in de bijdrage die deze bepaling levert wanneer de erin opgenomen informatievergaringsverplichting *wel* werd *nageleefd*. In dat geval zal de kans dat ongeschikt advies wordt gegeven of dat in het kader van vermogensbeheer ongeschikte beleggingsverrichtingen worden gesteld niet alleen worden verkleind, het hoofddoel van het opnemen van deze gedragsregel in het toezichtrechtelijke statuut van de gereglementeerde ondernemingen, maar zal de individuele belegger gemakkelijker kunnen aantonen (1) *dat* een bepaalde verrichting ongeschikt was door deze naast het op basis van de ingevolge de KYC-verplichtingen ingewonnen informatie opgestelde profiel te leggen,⁹¹ en vooral (2) dat de dienstverlener dit ook wist of zeker diende te weten.

Onderafdeling 3

Beoordeling van de gepastheid (*appropriateness*) van beleggingsbeslissingen

§ 1. De (gemeenrechtelijke en reglementaire) gedragsnorm

26. In de literatuur wordt de *know your customer* regeling die geldt bij wat we hier gemakkelijkschulde standaarddiensten noemen⁹² wel eens voorgesteld als een “*light*”

⁹¹ Zie bv. Advies 2007.1881, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2008*, 45; Advies 2008.1624, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2009*, 28; Advies 2009.0659 BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2010*, 61 (alhoewel het in deze zaak ging om een voor de inwerkingtreding van de MiFID 2004 regels opgestelde cliëntenprofiel); zie ook OMBFIN: BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Jaarverslag 2010*, p. 10:

“Wanneer een klacht een slecht advies betreft, bestaat de taak van de Dienst er dus in het gegeven advies te vergelijken met het profiel van de klant om te bepalen of het advies wel degelijk strookt met de door de klant verstrekte informatie.”

⁹² Bedoeld worden de beleggingsdiensten waarbij de financiële instelling de cliënt-belegger geen beleggingsadvies geeft en ook geen diensten van vermogensbeheer levert. Concreet zal het dan gaan om het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten en het handelen voor eigen rekening met een cliënt-belegger als tegenpartij. Zie art. 46, 1° Wet Beleggingsondernemingen 1995; Bijlage I, Deel A, bij de MiFID 2004. Deze ken-uw-client-verplichting is echter niet van toepassing op de zogenaamde *execution only* diensten, dit is het uitvoeren of het ontvangen en doorgeven van werkelijk op initiatief van de cliënt zelf – en dus niet als een reactie op een gepersonaliseerde tot die bewuste cliënt gerichte mededeling van de dienstverlener – tot stand gekomen orders in niet-complexe financiële instrumenten. Zie art. 27, § 6 Wet Financieel Toezicht 2002; artt. 18-19, KB Nadere Regels MiFID 2007; zie V. COLAERT, “Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?” in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 122-137, pp. 194-203, alhoewel ik niet begrijp waarom deze auteur de term *execution only* diensten gebruikt voor alle verrichtingen van uitvoering van orders zonder advies, ook deze waarbij volgens de reglementering een gepastheidsbeoordeling vereist is, in welk geval er volgens mij per definitie geen sprake kan zijn van *execution only* maar wel van *execution plus appropriateness test*; de term *execution only* duidt er namelijk precies op dat de dienstverlener werkelijk niets anders hoeft te doen dan het order uit te voeren, zonder bijkomende verplichtingen; stellen dat een *execution only* dienst onder art. 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002 valt, zoals deze auteur in nr. 110 op p. 189 doet, klinkt mij dus in de oren als een *contradictio in terminis*.

versie van de hierboven besproken regeling van toepassing bij beleggingsadvies en vermogensbeheer.⁹³ Dit suggereert dat het hier zou gaan om een verschil in graad of intensiteit van eenzelfde basisplicht van de dienstverlener.⁹⁴ Dit is een potentieel misleidende voorstelling van zaken, die het best kan worden vermeden. De aard en oorsprong van de KYC-regeling die geldt bij advies en vermogensbeheer (art. 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002) is immers van een andere aard dan deze die van toepassing is bij andere beleggingsdiensten (art. 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002): deze twee financieelrechtelijke reglementaire regelingen zijn gebaseerd op en verbonden met te onderscheiden gemeenrechtelijke plichten.⁹⁵

27. In de besproken regeling die geldt bij de diensten advies en vermogensbeheer gaat het om gevallen waarin het kenmerkende element is dat de dienstverlener de voor de cliënt te nemen beleggingsbeslissing stuurt of tracht te sturen, dus in feite inhoudelijk sterk beïnvloedt of (mee) bepaalt. In die gevallen is, zoals gezegd, het beoordelen van de geschiktheid van de te nemen beslissing een onderdeel van de aan de cliënt te leveren dienst. De financiële instelling is bij een dergelijke dienstverlening dan ook tegenover de cliënt krachtens een gemeenrechtelijke plicht gehouden tot het beoordelen van de geschiktheid van de belegging.⁹⁶

Bij standaarddiensten is dit echter niet zo. Het gaat hier over gevallen waarin de dienstverlener de beleggingsbeslissing van of voor de belegger niet inhoudelijk stuurt, noch bepalend beïnvloedt. De dienstverlener is bij dergelijke diensten een tegenpartij van de belegger en als zodanig niet gehouden te waken over de belangen van de cliënt. De cliënt beslist hier zelf wat voor hem de meest geschikte beleggingsbeslissing is, en deze diensten bestaan uit niets meer dan hulp bij de uitvoering van deze beleggingsbeslissing of het optreden als tegenpartij bij deze beleggingsverrichting. In die gevallen

⁹³ Zie bv. B. INEL, "Investment Advice and Execution Only Services in the Single European Market: The New FIMD Regime", *Euredia* 2004/2, 301-319, pp. 311-312, die het met betrekking tot de *appropriateness test* heeft over een "light-touch profiling system for clients not requiring a personalized assessment" en zelfs over "Light-Touch' Suitability"; zie ook bv. N. MOLONEY, "Large-Scale Reform of Investor Protection Regulation: The European Union Experience", *Macquarie Journal of Business Law* 2007, vol. 4, 147-177, p. 166, die het m.b.t. *appropriateness* ook heeft over een "a lighter touch [...] regime".

⁹⁴ Een ander voorbeeld van verwarring van beide plichten kan worden gevonden in I. DE MEULENEERE en V. BRUYNOOGHE, "MiFID-Belangenconflicten in de Praktijk", *BFR* 2008/IV, 218-226, p. 224: in de behandeling van een casus van het sturen van een brief met een uitnodiging voor een informatiesessie over een emissie verzorgd door de *corporate*-afdeling van een financiële instelling aan de particuliere cliënten van de *retail*-afdeling van deze instelling die niet te beschouwen is als beleggingsadvies maar wel als gepersonaliseerde communicatie met beleggers, stellen deze auteurs terecht dat de MiFID 2004-reglementering vereist dat de instelling de gepastheid (*appropriateness*) van de belegging voor deze beleggers onderzoekt. Maar dan schrijven zij dat de belegging waarover deze brief gaat (aandelen) alleen is aangewezen voor cliënten met een dynamischer profiel, alsof dit te maken zou hebben met de gepastheid, terwijl het risicoprofiel van de belegger een facet is dat relevant is bij de beoordeling van de geschiktheid (*suitability*) maar niet van de gepastheid. Zoals hierna zal worden gespecificeerd, omvat de beoordeling van de gepastheid alleen het nagaan of de belegger zelf in staat is te oordelen of de gekozen verrichting geschikt is, en dat hangt niet af van zijn risicoprofiel, wel van zijn kennis, inzicht, en vertrouwdeheid met de materie.

⁹⁵ Zie reeds *supra* voetnoot 55.

⁹⁶ Zie *supra* randnr. 16.

heeft de dienstverlener dan ook geen gemeenrechtelijke plicht om de geschiktheid van de door deze specifieke belegger voorgenomen beleggingsbeslissing te beoordelen: deze beoordeling maakt geen deel uit van de dienst die de financiële instelling hier belooft te verrichten, en financiële instellingen zijn niet verplicht aan alle cliënten, ongeacht om welke dienst zij verzoeken, ook ongevraagd advies te geven.⁹⁷ De belegger die zelf met het oog op het behalen van winsten of het vermijden van verliezen beleggingsverrichtingen stelt zonder hierbij door een financiële instelling te worden geadviseerd, staat ook zelf in voor de risico's die noodzakelijkerwijze gepaard gaan met deze activiteit.⁹⁸

28. Op basis van het gemeen recht worden echter wel diverse informatieplichten opgelegd aan professionele dienstverleners ten opzichte van niet-professionele cliënten, die immers net wegens hun specifieke beroepskennis en vaardigheden op hen een beroep doen.⁹⁹ Zo kan het niet verstrekken van nodige informatie of het niet waarschuwen van de afnemer een contractuele of buitencontractuele fout inhouden op basis waarvan de professioneel aansprakelijk wordt gesteld voor diens verlies ten gevolge van de ongeschiktheid van de door hem aangepane verrichting. De vereiste zorgvuldigheid of goede trouw kan dus de vorm aannemen van informatieverstrekking maar ook van een waarschuwing.¹⁰⁰ Op dezelfde basis mag ook worden aangenomen dat een normaal zorgvuldig professioneel beleggingsdienstverlener een cliënt waarvan

⁹⁷ Zie reeds *supra* voetnoot 49. Zie bv. Advies 2148, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege* 2009, 39, p. 41:

“Quand bien même cela serait, le Collège constate que, dans le cadre de la législation applicable et en dehors de l'hypothèse où un conseil aurait été donné, la banque n'avait aucune obligation d'apprécier (et donc en l'espèce, de déconseiller) la décision du requérant d'acquiescer ces actions et ce malgré le caractère hautement spéculatif de cet investissement à la date où le requérant l'a décidé.”

⁹⁸ Zie Kh. Mons 22 februari 2001, *TBH* 2003, afl. 1, 63, met noot J.-P. BUYLE en M. DELIERNEUX; Gent 10 februari 1999, *TBH* 2000, 739, met noot J.-P. BUYLE en M. DELIERNEUX.

⁹⁹ Zie bv. Rb. Antwerpen 14 januari 2004, *RW* 2005-06, afl. 30, 1185. Zie algemeen A. DE BOECK, *Informatierechten en -plichten bij de totstandkoming en uitvoering van overeenkomsten*, Antwerpen, Intersentia, 2000, nr. 468-486, pp. 204-212, en nr. 927, pp. 402-403.

¹⁰⁰ Zie R. KRUIJTHOF, H. BOCKEN *et al.*, “Overzicht van rechtspraak – Verbintenissen (1981-1992)”, *TPR* 1994, 171-721, nr. 75-80, pp. 278-288; D. FRERIKS, “Onderzoeks- en mededelingsverplichting in het contractenrecht”, *TPR* 1992, 1187-1252, nr. 37-53, pp. 1225-1237; W. WILMS, “Het recht op informatie in het verbintenissenrecht. Een grondslagenonderzoek”, *RW* 1980-81, 489-520, nr. 14-15, k. 514-516; G. SCHRANS, “De progressieve totstandkoming der contracten”, *TPR* 1984, 1-32, nr. 7, p. 10; L. CORNELIS en J. PEETERS, “De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur: inhoud en draagwijdte van zijn informatie- en adviesverplichtingen” in *CENTRUM VOOR BEROEPSVERVOLMAKING IN DE RECHTEN* (ed.), *Actuele ontwikkelingen in de rechtsverhouding tussen bank en consument*, Antwerpen, Maklu, 1994, 189-253, nr. 31-32, pp. 216-217; J.-F. ROMAIN, *Théorie critique du principe général de bonne foi en droit privé. Des atteintes à la bonne foi, en général, et de la fraude, en particulier (fraus omnia corrumpit)*, Brussel, Bruylant, 2000, nr. 376, p. 859; F. GLANSDORFF, “L'information précontractuelle en droit commun” in: INSTITUT DES JURISTES D'ENTREPRISES–INSTITUUT VOOR BEDRIJFSJURISTEN (ed.), *Le droit des affaires en evolution: que dire ou ne pas dire avant de conclure un contrat – Tendensen in het bedrijfsrecht: wat al dan niet meedelen vóór het sluiten van een contract*, Brussel, Bruylant, 2006, 1-36, nr. 2-5, pp. 2-13; B. PONET en L. CORNELIS, “Precontractuele informatie en goede trouw: hoe zich aan te passen aan zijn gesprekspartner” in: INSTITUT DES JURISTES D'ENTREPRISES–INSTITUUT VOOR BEDRIJFSJURISTEN (ed.), *Le droit des affaires en evolution: que dire ou ne pas dire avant de conclure un contrat – Tendensen in het bedrijfsrecht: wat al dan niet meedelen vóór het sluiten van een contract*, Brussel, Bruylant 2006, 403-436, nr. 24-29, pp. 421-426.

hij weet dat deze onvoldoende onderlegd is, zal waarschuwen wanneer deze een beleggingsbeslissing neemt waarvan hij zelf de geschiktheid niet kan beoordelen. Bij een tekortkoming aan deze gemeenrechtelijke zorgplicht kan de dienstverlener aansprakelijk worden gesteld voor de erdoor veroorzaakte schade.¹⁰¹

Het probleem is hier, weerom, dat de dienstverlener de mate waarin de cliënt in staat moet worden geacht zelf te oordelen over de geschiktheid van de te nemen beslissingen alleen zal beoordelen op basis van de informatie in zijn bezit over de competenties van de cliënt. Een financiële instelling die heeft nagelaten een cliënt te waarschuwen voor zijn eigen incompetentie, kan dus ontsnappen aan aansprakelijkheid door aan te voeren dat hij niet op de hoogte was van de beperkte competenties van de cliënt en er in de gegeven omstandigheden ook niet van op de hoogte diende te zijn.

29. Het is op dit punt dat de reglementaire gedragsregels hulp bieden. Vooreerst bevestigen en incorporeren de toezichtrechtelijke bepalingen de plicht van de dienstverlener de cliënt te waarschuwen indien deze niet in staat is de geschiktheid van zijn eigen beleggingsbeslissingen zelf te beoordelen.¹⁰² In dat geval noemt de reglementering deze belegging niet “passend” voor deze belegger. Het is belangrijk in te zien dat de kwalificatie van een beleggingsbeslissing als “niet-passend” voor een bepaalde belegger niets zegt over de vraag of deze belegging adequaat is gegeven diens financiële situatie, behoeften of beleggingsdoelstellingen. Het geeft alleen aan dat deze belegging niet opportuun is omdat deze belegger niet in staat is om deze belegging zelf op een rationele wijze, dit is aangepast aan zijn eigen situatie en behoeften, te beheren. Indien de financiële instelling van oordeel is dat de beleggingsbeslissing voor deze belegger niet passend is, dient deze dan ook niet zelf over te gaan tot een beoordeling van de geschiktheid: het volstaat dat de cliënt erop wordt gewezen dat hij de geschiktheid van deze specifieke beslissing niet zelf kan beoordelen, en dat de dienstverlener zich niet uitsprekt over de geschiktheid van deze belegging voor deze specifieke belegger.¹⁰³

¹⁰¹ Zie bv. Brussel 23 januari 2004, *TBH* 2006, p. 112; Liège 16 januari 1997, *JLMB* 1997, afl. 30, 1204, *TBH* 1999, 22, met noot J.-P. BUYLE en M. DELIERNEUX, *TBH* 1997, 331 (weergave J.F. TOSSENS): de bemiddelaar begint een fout door speculatieve orders van een cliënt uit te voeren terwijl deze niet in verhouding stonden met diens persoonlijke kennis, ervaring en situatie.

¹⁰² Art. 27, § 5, tweede lid Wet Financieel Toezicht 2002; art. 19(5), tweede lid MiFID 2004. De Nederlandse tekst van de MiFID 2004 heeft het hier ten onrechte over waarschuwen wanneer het product of de dienst “voor de cliënt [...] ongeschikt is”; de Engelse versie heeft het over “*not appropriate to the client*”, en niet over een product of dienst “*not suitable for him*”.

¹⁰³ Meer zelfs, indien de dienstverlener zich in zijn communicatie met deze individuele belegger zou uitspreken over de geschiktheid van deze belegging, dan zou deze situatie hierdoor niet langer onder de gepaste regeling op basis van art. 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002 vallen, maar wel onder de hoger in Afdeling IV.B besproken geschiktheidsregeling: in dat geval heeft de instelling de cliënt immers *de facto* geadviseerd. Het is op dit punt dat de vermelde onnauwkeurigheid van de Nederlandse versie van de MiFID 2004 voor onduidelijkheid kan zorgen: deze lijkt te suggereren dat de dienstverlener aan de cliënt moet melden dat de voorgenomen verrichting niet geschikt is, wat veronderstelt dat deze de geschiktheid zelf heeft onderzocht, maar zoals de Engelse tekst van de MiFID 2004 duidelijk maakt, is dit niet het geval. De Belgische wettekst bevat deze onnauwkeurigheid gelukkig niet. Het gevolg zou zijn dat de dienstverlener, alvorens deze beoordeling te geven, zou moeten voldoen aan de informatievergaringsverplichtingen van toepassing op adviserende diensten. Het melden aan een cliënt dat een bepaalde verrichting voor hem ongeschikt is louter en alleen op

30. Om de vereiste waarschuwing te kunnen geven, moet de dienstverlener op de hoogte zijn van de competenties van de cliënt. Daarom verplicht artikel 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002 de financiële instelling de daartoe nodige informatie te verzamelen.¹⁰⁴ Als deze informatie niet wordt verkregen, dan moet aan de cliënt worden gemeld dat het voor de dienstverlener niet mogelijk is te oordelen of de cliënt zelf in staat is de geschiktheid van zijn beleggingsbeslissingen te beoordelen, met andere woorden dat de onderneming niet kan beoordelen of de voorgenomen verrichting gepast is of niet.¹⁰⁵ Ook in dit geval dient de dienstverlener zelf niet in de plaats van de cliënt te oordelen of deze voorgenomen transactie voor hem geschikt is in het licht van diens financiële situatie en beleggingsdoelstellingen. Deze beoordeling maakt immers geen deel uit van deze standaarddiensten, en zoals reeds meermaals benadrukt, is er geen algemene plicht voor financiële dienstverleners om hun cliënten (ook ongevroegd) te adviseren.¹⁰⁶ Dit mag overigens niet worden opgevat als een gebrek aan of een slechts beperkte bescherming van de belegger: het mogelijk maken van beleggingsverrichtingen zonder advisering en dus ook zonder de kosten verbonden aan de productie van dit advies en de ermee gepaard gaande aansprakelijkheid, is een bewust onderdeel van een beleid gericht op het waarborgen van maximale keuzemogelijkheden voor de beleggers.¹⁰⁷

§ 2. Privaatrechtelijke remedies tegen inbreuken op de reglementaire norm

31. Ook voor deze KYC-regeling specificieert de regelgeving niet wat de privaatrechtelijke gevolgen zijn. Hier dient dus ook het gemeen recht te worden gevolgd.

basis van een beoordeling van de gepastheid ervan op basis van informatie vergaard in uitvoering van art. 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002, zou merkwaardig genoeg een inbreuk inhouden op de KYC-verplichting van art. 27, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002.

¹⁰⁴ Art. 27, § 5, eerste lid Wet Financieel Toezicht 2002; art. 19(5), eerste lid MiFID 2004. Welke specifieke informatie moet worden vergaard, wordt gespecificeerd in artt. 16 en 17 KB Nadere Regels MiFID 2007, de omzetting van artt. 36 en 37 MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006. Zie algemeen V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 226-279, nr. 158-161, pp. 263-264; V. COLAERT, "Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?" in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 69-86, pp. 169-178, en nr. 110-137, pp. 189-203; R. STEENNOT, "Informatieverplichtingen als beschermingstechniek bij de verwerving van beleggingsdiensten door consumenten" in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 783-802, pp. 798-799; H. LANNOY, "Het cliëntenprofiel en de zorgplicht onder de MiFID", *Bank Fin.* 2007, 412-420.

¹⁰⁵ Art. 27, § 5, derde lid Wet Financieel Toezicht 2002; art. 19(5), derde lid MiFID 2004. Zie G. BERARD, "L'information du client dans le cadre de la Directive MiFID", *Bank Fin.* 2007/7, 421-428, p. 425; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 274, p. 190. Ook hier gebruikt de Nederlandse versie van de Richtlijn ten onrechte de term "geschikt" in plaats van "passend" (zie *supra* voetnoot 102).

¹⁰⁶ Zie *supra* voetnoot 49.

¹⁰⁷ N. MOLONEY, "Effective Policy Design for the Retail Investment Services Market: Challenges and Choices Post FSAP" in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 381-441, pp. 401 en 406.

32. Een eventuele (precontractuele of contractuele) aansprakelijkheid van de dienstverlener tegenover de cliënt op basis van een inbreuk op de *KYC*-verplichtingen van toepassing bij standaarddiensten vereist (1) dat de door de belegger genomen beslissing voor hem niet geschikt was en (2) dat hij schade heeft geleden ten gevolge van deze ongeschiktheid van de beleggingsbeslissing, en dus niet louter als gevolg van het negatieve resultaat van de belegging.¹⁰⁸ Maar dit volstaat niet. Hij moet tevens bewijzen (3) dat hij niet competent was om zelf de geschiktheid van deze beleggingsbeslissing te beoordelen, met andere woorden dat de belegging voor hem niet gepast was, en (4) dat de ongeschiktheid van de beleggingsbeslissing te wijten is aan deze incompetentie, met andere woorden dat een normaal competente belegger deze concrete beslissing niet zou hebben genomen maar wel een geschikte belegging had gekozen. Vervolgens moet hij aantonen (5) dat hij deze beleggingsbeslissing niet zou hebben genomen indien de dienstverlener hem had gewaarschuwd dat deze belegging voor hem niet gepast was.

Indien het een geval betreft waarin de informatie die de dienstverlener effectief bezat geen reden bevatte voor een waarschuwing, maar deze waarschuwing volgens de cliënt toch nodig was geweest, dan moet hij bovendien bewijzen (6) dat het ontbreken van een waarschuwing het gevolg was van het tekort aan informatie over zijn incompetentie in handen van de dienstverlener, wat erop neerkomt dat deze instelling hem wel zou hebben gewaarschuwd als ze de nodige informatie had gehad en deze als een normaal zorgvuldige dienstverlener had geïnterpreteerd, én (7) dat dit tekort aan informatie het gevolg was van de inbreuk op de reglementaire plicht, met andere woorden dat de onderneming de nodige informatie wel zou hebben gehad indien deze de vereiste inspanningen gericht op het vergaren van deze informatie had gedaan. Deze opsomming moet volstaan om te tonen dat het niet altijd eenvoudig zal blijken de dienstverlener aansprakelijk te stellen louter en alleen omdat deze een inbreuk heeft gepleegd op de reglementaire informatievergaringsverplichting van artikel 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002.

33. Dit ligt niet anders bij de vraag of de cliënt de nietigheid van de door hem met de financiële dienstverlener als tegenpartij gestelde rechtshandeling kan vorderen op basis van een inbreuk op de *KYC*-plichten bij standaarddiensten. Hier is ook vereist dat de gestelde handeling op zich ongeschikt en ook ongepast was. Het niet vergaren van de informatie om de gepastheid te beoordelen is op zich dus geen voldoende basis om de geldigheid van een op zich gepaste verrichting aan te vechten. Bovendien is ook voor de nietigverklaring vereist dat er een causaal verband wordt aangetoond tussen het niet naleven van de waarschuwingsplicht en het stellen van de verrichting. De rechtsbasis voor de eventuele nietigverklaring blijft immers de dwaling van de belegger met betrekking tot de geschiktheid van de beleggingsbeslissing. Naar gemeen

¹⁰⁸ Hierbij is het belangrijk te beseffen dat niet elk negatief resultaat van een voor een belegger ongeschikte belegging ook een gevolg is van deze ongeschiktheid: het negatieve resultaat kan ook gewoon een gevolg zijn van marktrendsen die algemeen zijn en die eenzelfde negatieve invloed uitoefenen op alle of toch veel beleggingen. Het causale verband moet bestaan tussen het foutieve facet van de handeling die als basis dient voor de aansprakelijkheid en de schade.

recht zou dit betekenen dat de verrichting alleen nietig zal worden verklaard indien de dwaling van de belegger met betrekking tot deze geschiktheid verschoonbaar was, met andere woorden indien een normaal zorgvuldige belegger in dezelfde omstandigheden dezelfde beslissing had kunnen nemen. Hier mag worden aangenomen dat, net omdat de reglementaire gedragsregel aan de dienstverlener de plicht geeft op actieve wijze te onderzoeken of de cliënt wel kan oordelen zoals een normaal zorgvuldige belegger, het feit dat deze belegger zich niet heeft gedragen zoals een normaal zorgvuldige persoon doordat hij hiervoor de competenties niet heeft, niet kan worden tegengeworpen door de dienstverlener die is tekortgeschoten aan zijn verplichting zijn cliënt hiervoor te waarschuwen.¹⁰⁹

34. Ook met betrekking tot artikel 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002 kan dus worden vastgesteld dat de erin opgenomen gedragsregels op zich weinig bijkomende remedies bezorgen aan de belegger die ontevreden is over de kwaliteit van de hem verleende beleggingsdiensten. Het privaatrechtelijke gevolg van deze gedragsregel voor de gevallen waarin deze niet wordt nageleefd, lijkt beperkt tot het duidelijk stellen dat op de professionele dienstverlener wel degelijk een waarschuwingsplicht rust gekoppeld aan een actieve informatievergaringplicht, maar deze reglementaire plicht is beperkt tot beslissingen waarvan de instelling als redelijk persoon denkt dat de cliënt niet in staat is ze zelf te maken (gepastheid), en niet uitgebreid tot beslissingen waarvan de instelling zou kunnen menen dat ze niet adequaat zijn ten aanzien van de financiële situatie, behoeften en doelstellingen van de cliënt (geschiktheid).

En ook hier is de belangrijkste bijdrage van de regeling dan ook gelegen in de beslechting van betwistingen in gevallen waarin de dienstverlener de reglementaire informatievergaringplicht *wel* heeft nageleefd. In dat geval maakt de naleving van deze plicht het voor de cliënt achteraf gemakkelijker om aan te tonen dat de dienstverlener een fout heeft gemaakt door hem niet te waarschuwen, want de financiële instelling zal zich niet meer kunnen onttrekken aan aansprakelijkheid of de nietigheid kunnen vermijden door in te roepen dat zij niet op de hoogte was en niet op de hoogte diende te zijn van de incompetentie van de belegger.¹¹⁰

¹⁰⁹ Zie echter Advies 2009.2511, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2010*, 92, waarin de Bemiddelingsdienst in een geval waarin een dienstverlener ten onrechte een verrichting in complexe instrumenten had doorgevoerd onder het *execution only* regime van art. 27, § 6 Wet Financieel Toezicht 2002, en dus zonder de gepastheid ervan na te gaan en zonder de informatie nodig om deze gepastheid te beoordelen bij de cliënt te hebben ingewonnen, met andere woorden bij een duidelijke overtreding van art. 27, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002, een met de cliënt gedeelde aansprakelijkheid voorstelt omdat

“Le Collège relève par ailleurs que le requérant a fait preuve d’une grande légèreté en cherchant à acquérir des valeurs dont il semble qu’il ignorait tout et en ne précisant aucune limite de cours et aucune durée de validité à son ordre. Cette attitude n’est pas celle qu’aurait eu un client normalement avisé se comportant de manière raisonnablement prudente. L’attitude très légère du requérant est la cause première de son préjudice quand bien même, pour les motifs évoqués ci-avant elle aurait dû être détectée par la banque.”

¹¹⁰ BEMIDDELINGSDIENST BANKEN–KREDIET–BELEGGINGEN, *Jaarverslag 2008*, pp. 12-14; zie ook “Kwart meer klachten over banken”, *De Standaard* 7 mei 2009.

Afdeling 4

De *best execution* regeling

Onderafdeling 1

De algemene gedragsregel

35. De laatste reglementaire gedragsregel op het gebied van beleggingsdiensten waarvan de privaatrechtelijke gevolgen in deze bijdrage worden bekeken, wordt door- gaans de *best execution* verplichting genoemd.¹¹¹ De gereglementeerde onderneming die beleggingsdiensten aanbiedt, is op basis van artikel 28, § 1 Wet Financieel Toezicht 2002 gehouden

“bij het uitvoeren van orders [...] alle redelijke maatregelen [te nemen] 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.”¹¹²

Vermits deze gedragsregel van de dienstverlener enkel *redelijke* maatregelen eist om het beste resultaat te bereiken, gaat het hier niet om een resultaatsverbintenis maar wel om een middelenverbintenis.¹¹³ Bij het beoordelen van de mate waarin de onderneming inspanningen heeft geleverd, mag en moet dan ook rekening worden gehouden met

¹¹¹ Zie over de MiFID 2004 *best execution* regeling in het algemeen G. FERRARINI, “Best Execution and Competition Between Trading Venues – MiFID’s Likely Impact”, *Capital Markets Law Journal* 2007, 404-413; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie”, *Bank Fin.* 2007/7, 429-442; J.P. PINATTON en O. MITTELETTE, “La *best execution*”, *Banque & Droit* juli-augustus 2005, nr. 102, 22-27.

¹¹² Zie ook art. 21(1) MiFID 2004. Deze formulering maakt duidelijk dat de kwaliteit van de uitvoering niet alleen moet of mag worden beoordeeld op basis van de prijs, maar wel op basis van alle en dus de algemene kenmerken van de uitvoering. De verschillende fora voor uitvoering van effectentransacties concurreren inderdaad meer en meer ook op basis van “enhanced liquidity, faster or more reliable systems, lower rates of failed trades, or better credit”. Zie D.A. OESTERLE, “Regulation NMS: Has the SEC Exceeded its Congressional Mandate to Facilitate a ‘National Market System’ in Securities Trading?”, *New York University Journal of Law & Business* 2005, vol. 1, 613-673, p. 645. Voor een bespreking van wat deze vereisten in de praktijk kunnen impliceren en de moeilijkheden die bij de beoordeling ervan kunnen opduiken, zie A. KIRBY, “What Will ‘Best Execution’ Mean in Practice? – MiFID Update”, *The Electronic Trading Journal FIXGlobal* 2006, vol. 1(11), 44-48. Maar er moet onmiddellijk worden opgemerkt dat de implementatieregels van deze bepaling voorzien dat voor orders van niet-professionele cliënten toch alleen de totale tegenprestatie – prijs met inbegrip van alle kosten en lasten – bepalend zal zijn, tenzij andere facetten bijdragen tot het bereiken van het beste resultaat op het vlak van de totale tegenprestatie. Zie Considerans 67 bij de MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006; art. 44(3) MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006 (dat in de Nederlandse versie echter deze norm voorschrijft voor elke “cliënt”, terwijl het de “niet-professionele cliënt” had moeten zijn; in de andere talen werd deze materiële vergissing niet begaan); art. 24, § 3 KB Nadere Regels MiFID 2007 (dat deze materiële vergissing niet bevat).

¹¹³ Zie ook V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 226-279, nr. 204, p. 274; J.P. PINATTON en O. MITTELETTE, “La *best execution*”, *Banque & Droit* juli-augustus 2005, nr. 102, 22-27, p. 23; zie m.b.t. de oude nooit in werking getreden vorm van de *best execution* gedragsregel in het oorspronkelijke art. 26, 8° Wet Financieel Toezicht 2002, B. FERON, “Les règles de conduite applicables aux intermédiaires financiers”, *BFR* 2003/II-III, 85-117, nr. 41, p. 98; F. LONGFILS, “La responsabilité des intermédiaires financiers” in *Responsabilités. Traité théorique et pratique*, Titre II / Livre 27, Waterloo, Kluwer, 2006, nr. 135, p. 50.

de verhouding tussen de kosten verbonden aan deze maatregelen en de normaliter te verwachten opbrengst ervan in een verbetering van het resultaat.¹¹⁴

36. De normatieve inhoud van deze wettelijke gedragsregel blijkt zo niet te verschillen van de privaatrechtelijke plicht die elke makelaar, lasthebber of commissionair die voor rekening van zijn opdrachtgever orders uitvoert sowieso heeft op basis van het gemeen recht.¹¹⁵ Wanneer een principaal aan een lasthebber of commissionair een opdracht geeft zonder de specifieke voorwaarden van de verrichting vooraf volledig vast te stellen, moet de tussenpersoon immers op de manier optreden die de belangen van zijn principaal het best (“*au mieux*”) dient.¹¹⁶

De benaming “*best execution*” wordt bij ons pas gebruikt sinds de invoering van deze plicht in de financieelrechtelijke wetgeving, en wordt doorgaans dan ook begrepen als niet op de gemeenrechtelijke maar enkel op deze reglementaire plicht duidend.¹¹⁷ Maar ook al geeft men aan de reglementaire bepaling een naam die men niet hanteert

¹¹⁴ Zie *infra* voetnoot 143; cf. J.P. PINATTON en O. MITTELETTE, “La *best execution*”, *Banque & Droit* juli-augustus 2005, nr. 102, 22-27, p. 26.

¹¹⁵ Zie ook J. KÖNDGEN en E. THEISSEN, “Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection” in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 271-296, p. 288; J. TYTECA, “De verhandeling van effecten, andere instrumenten en deviezen” in: JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe beurswetgeving – Commentaar bij de Wet van 4 December 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*, Kalmthout, Biblio, 1991, 193-283, nr. 50, p. 232; zie over de *best execution* verplichting in effectenverrichtingen op basis van het gemeen recht V. DE VUYST, “Beste uitvoering” (*best execution*) van beursorders: de zorgvuldigheidnorm nader bekeken”, *BFR* 2004/III, 177-185, nr. 5-7, pp. 178-179. Voor een toepassing van het gemeen recht in beleggingszaken, zie Brussel 30 juni 2003, *BFR* 2004/III, 175, waarin het niet uitvoeren van een order op de meer aangewezen markt waar een gepaste prijs werd bereikt als een contractuele fout werd beschouwd. E. WYMEERSCH, R. STEENNOT *et al.*, “Overzicht van rechtspraak – Privaat bankrecht (1999-2007)”, *TPR* 2008, 1043-1268, nr. 246, p. 1227, merken over dit arrest op dat het illustreert

“dat de in de gedragsregelen vervatte verplichtingen tot op zekere hoogte de loutere explicitering zijn van verplichtingen die inherent zijn aan de contractsverhouding – in casu een commissieovereenkomst – tussen de financiële instelling en de belegger”.

¹¹⁶ Zie H. DE PAGE, *Traité élémentaire de droit civil belge*, vol. V, Brussel, Bruylant, 1952, nr. 404, p. 401; L. FREDERICQ, *Handboek van Belgisch handelsrecht*, vol. I, Brussel, Bruylant, 1976, p. 266, nr. 231; V. VAN DER PERRE en A. LEJEUNE, “De la commission” in L. HENNEBICQ, J. WATHELET *et al.* (eds.), *Droit commercial, Les nouvelles*, Brussel, Les Editions Edmond Picard, 1933, 503-575, p. 523, nr. 46; W. VAN GERVEN, *Leerboek handels- en economisch recht*, 2de editie, Antwerpen, Standaard Wetenschappelijke Uitgeverij, 1982, nr. 82, pp. 324-325; J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, vol. IV, 2de editie, Brussel, Bruylant, 1988, nr. 20, p. 19; P.A. FORIERS, “Le droit commun des intermédiaires commerciaux: courtiers, commissionnaires, agents” in B. GLANSORFF (ed.), *Les intermédiaires commerciaux*, Brussel, Eds. Jeune Barreau, 1990, 29-142, nr. 25-26, p. 47.

¹¹⁷ Zie bv. H. COUSY, “Gedragsnormen”: een nieuwe rechtsbron in het financiële recht”, *DAOR* 2007, 253-257, nr. 3, pp. 254-255; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie”, *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, p. 429. In de Verenigde Staten, het land van herkomst van een zo benoemde plicht voor *brokers*, werd de benaming *best execution* echter gebruikt voor een op basis van het *common law*, *fiduciary law* of op basis van de algemene anti-fraudevoorzieningen in de federale effectenreglementering opgelegde algemene plicht, nog voordat er sprake was van een specifieke reglementering hierover. Zie J. MACEY en M. O’HARA, “The Law and Economics of Best Execution”, *Journal of Financial Intermediation* 1997, vol. 6, nr. 3, 188-223, pp. 190-191; R.S. KARMEI, “Is the Shingle Theory Dead?”, *Washington and Lee Law Review* 1995, vol. 52, 1271-1297; zie bv. *Opper v. Hancock Sec. Corp.*, 250 F.Supp. 668, 676 (S.D.N.Y. 1966), aff’d, 367 F.2d 157 (2d Cir.); *Charles Huges & Co v. SEC.*, 139 F.2d 434, 437 (2d Cir. 1943).

voor de gemeenrechtelijke plicht, dit betekent nog niet dat er een inhoudelijk verschil is tussen beide normen. Wel is het zo dat de reglementaire vorm van de verplichting niet alleen van toepassing is op financiële dienstverleners die met hun cliënt gebonden zijn door een contract van lastgeving of commissie, zoals het geval is bij het uitvoeren van cliëntenorders in de eigenlijke zin, maar tevens op dienstverleners die zelf optreden als rechtstreekse tegenpartij in de effectenverrichting die ze met hun cliënt sluiten,¹¹⁸ zoals wanneer ze voor eigen rekening handelen of orders van een cliënt via internalisatie afwerken.¹¹⁹

37. Een misnoegde cliënt die van oordeel is dat zijn dienstverlener een inbreuk heeft gepleegd op deze wettelijke gedragsregel, ontleent hieraan dan ook geen bijkomende remedies ten opzichte van de remedies die hij reeds bezit op basis van het gemeen recht. Een tekortkoming aan de inspanningsverbintenis vervat in deze wettelijke bepaling is immers noodzakelijk ook een tekortkoming aan de middelenverbintenis die op de dienstverlener rust op basis van het contract dat de cliënt met hem heeft gesloten. De mogelijke remedies hiertegen zijn de gebruikelijke reeds vermelde remedies bij contractuele wanprestatie of contractbreuk: dwanguitvoering in natura, uitvoering bij

¹¹⁸ Een "order" is een opdracht van een cliënt om voor zijn rekening effecten te kopen of te verkopen, en de uitvoering ervan houdt dus in dat de financiële dienstverlener als tussenpersoon voor rekening van de cliënt een transactie met een tegenpartij tot stand doet komen. Bij wat vroeger een "directe cessie" werd genoemd, daarentegen, treedt de financiële instelling niet op als juridische tussenpersoon maar handelde deze in eigen naam en voor eigen rekening als tegenpartij van de cliënt in de effectentransactie. Zie J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, vol. IV, 2de editie, Brussel, Bruylant, 1988, nr. 253, p. 179; D. VALSCHAERTS, "Les transactions sur valeurs mobilières" in G. HORSMANS (ed.), *Le nouveau droit des marchés financiers*, Centre Jean Renauld (U.C.L.), Brussel, Larcier, 1992, 87-109, p. 99; K. BYTTEBIER en Ph. DELSAUT, "Analyse van de privaatrechtelijke regels inzake de overeenkomst tot uitvoering van een beursorder" in B. TILLEMANS en B. DU LAING (eds.), *Bankcontracten*, Serie Recht en Onderneming nr. 9, Brugge, die Keure, 2004, 289-317, p. 292; J. TYTECA, "De verhandeling van effecten, andere instrumenten en deviezen" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe beurswetgeving – Commentaar bij de Wet van 4 december 1990 betreffende de financiële markten en de financiële verrichtingen*, Kalmthout, Biblo, 1991, 191-283, nr. 43, p. 228; L. FREDERICQ, *Le régime légal des banques et des bourses: le statut des agents de change, principes de droit commercial belge*, Gent, Rombaut-Fecheyr, 1937, nr. 67, p. 94; zie ook W. VAN GERVEN, *Leerboek handels- en economisch recht*, 2de editie, Antwerpen, Standaard Wetenschappelijke Uitgeverij, 1982, nr. 82, pp. 324-325.

¹¹⁹ Over de vraag wanneer de *best execution* verplichtingen van toepassing zijn terwijl er geen "order" en dus geen vertegenwoordigingsrelatie is in de privaatrechtelijke betekenis, zie *Commission Answers to CESR Scope Issues under MiFID and the Implementing Directive*, Working Document ESC-07-2007, Commission Services' Opinion van 19 maart 2007, opgenomen als Bijlage in CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007. Verrichtingen in financiële instrumenten voor rekening van cliënten kunnen via internalisatie bij de financiële instelling worden uitgevoerd ofwel wanneer deze optreedt als systematisch internaliseerder voor het betreffende instrument ofwel wanneer deze het instrument *ad hoc* zogenaamd "over the counter" (OTC) verhandelt. Zie over internalisatie algemeen L. AIGROT, "l'internalisation: une modification importante dans l'organisation actuelle des marchés", *BFR* 2003, 28-30; A. CAPARROS, "Understanding the New Regime for Internalisation of Order Flow in Europe", *Euredia* 2004/2, 269-283; G. FERRARINI en F. RECINE, "The MiFID and Internalisation" in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford Oxford University Press, 2006, 235-270; J. KÖNDGEN en E. THEISSEN, "Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection" in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 271-296; D. ROLLAND en B. BRÉHIER, "l'internalisation des orders", *Banque & Droit* juli-augustus 2005, nr. 102, 17-21.

equivalent, of ontbinding, eventueel aangevuld met een schadevergoeding. Betreft het een verrichting die de dienstverlener in eigen naam maar voor rekening van de cliënt heeft gesteld, dan kan de cliënt de niet-toerekening ervan vorderen. Bewijzen dat er een tekortkoming was aan deze wettelijke plicht is echter op geen enkele manier eenvoudiger of gemakkelijker dan bewijzen dat er een inbreuk was op de contractuele zorgvuldigheidsnorm, dus de rechtstreekse bijdrage van deze wettelijke gedragsregel voor de privaatrechtelijke bescherming van de individuele cliënt is te verwaarlozen, behalve in de gevallen waarin de dienstverlener niet optreedt als lasthebber of commissair van de cliënt maar als tegenpartij in de effectenverrichting zelf.

Onderafdeling 2

De regels over het ondernemingseigen orderuitvoeringsbeleid

38. De reglementering geeft aan deze vage gedragsregel concretere inhoud door de financiële instellingen in het kader van de regulering van hun bedrijfsuitoefening te verplichten zelf een ondernemingseigen beleid inzake orderuitvoering vast te stellen en toe te passen dat hen in staat moet stellen om het voor hun cliënten beste resultaat te bereiken.¹²⁰ *Best execution* wordt reglementair dus opgevat als een door de financiële instelling na te leven proces, een werkwijze.¹²¹

In het te ontwikkelen beleid identificeert de onderneming de strategie die zij zal volgen bij haar streven het beste resultaat te bereiken, met inbegrip van de belangrijkste stappen die zullen worden gezet en hoe deze bijdragen tot dit resultaat.¹²² Het beleid moet elk van de factoren die de kwaliteit van uitvoering kunnen beïnvloeden in ogenschouw nemen en het relatieve gewicht eraan gegeven bepalen of vastleggen hoe het relatieve gewicht van deze factoren wordt bepaald. Dit relatieve gewicht van de diverse factoren moet worden bepaald naargelang de kenmerken van de cliënt, van het order, van de financiële instrumenten die er het voorwerp van uitmaken en van de plaatsen van uitvoering waar dit order kan worden geplaatst.¹²³ Voor elke categorie financiële instrumenten moet worden aangegeven welke fora worden betrokken bij de concrete vergelijking die zal worden gemaakt om de uitvoeringswijze van een individueel order vast te stellen.¹²⁴ Vermits het orderuitvoeringsbeleid in de praktijk bij de meeste financiële instellingen geheel of gedeeltelijk is geautomatiseerd, heeft deze regeling vooral

¹²⁰ Art. 28, § 2 Wet Financieel Toezicht 2002; art. 21(2), MiFID 2004.

¹²¹ A. VAN CAUWENBERGE, "Het reglementaire landschap voor de Europese financiële markten na MiFID", *BFR* 2008/II, 63-91, nr. 69, p. 88.

¹²² CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q4, p. 6. Zie over de inhoud van dit beleid uitgebreider W. VANDEVOORDE, "De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de 'MiFID-Richtlijn') en Richtlijn 2006/73", *BFR* 2007/VI, 367-395, pp. 388-389; C. VERIS, "Optimale uitvoering ('Best Execution') en verwerking van orders: evolutie of revolutie?", *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, pp. 434-437.

¹²³ Art. 24, § 1 KB Nadere Regels MiFID 2007; art. 44(1), MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006.

¹²⁴ Art. 28, § 3 Wet Financieel Toezicht 2002; art. 21(3), eerste lid MiFID 2004.

gevolgen voor de IT-omgeving binnen de onderneming. Het geautomatiseerde *order routing process* zal aan de hier vermelde regeling aangepast moeten zijn.¹²⁵

39. Het is belangrijk hierbij op te merken dat de financieelrechtelijke reglementering, net zoals de MiFID 2004, niet vereist dat dit ondernemingseigen orderuitvoeringsbeleid in elk individueel geval zal leiden tot het best mogelijke resultaat of zelfs tot een naar redelijkheid in dat individuele geval te verwachten beste resultaat.¹²⁶ Het volstaat dat het beleid van de instelling *a priori* kan worden verondersteld *globaal* een naar redelijkheid te verwachten beste resultaat op te leveren voor het *geheel* van de zo behandelde categorie orders, en dat dit beleid vervolgens in elk concreet geval correct wordt gevolgd.¹²⁷

In die zin is het volgens mij potentieel misleidend om de *best execution* regeling zoals deze in de reglementering is uitgewerkt te omschrijven als een middelenverbintenis zonder meer.¹²⁸ De reglementering legt aan de dienstverlener wel een middelenverbintenis op, maar deze verbintenis geldt niet ten aanzien van elke specifieke individuele transactie in een privaatrechtelijke relatie met een cliënt. De reglementaire middelenverbintenis geldt alleen ten aanzien van het gehele uitvoeringsbeleid, en is dus een middelenverbintenis in het kader van de toezichtrechtelijke verplichtingen betreffende de bedrijfsvoering. Met betrekking tot elke individuele transactie geldt reglementair enkel de resultaatsverbintenis dat deze conform het (aan de redelijkheidsvereisten

¹²⁵ Zie hierover AFM, *Impact MiFID op de IT-omgeving. Voorbeelden van IT-risico's naar aanleiding van MiFID*, Informatiedocument, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten, 9 december 2008, i.h.b. p. 3:

“Met de introductie van meerdere locaties in een uitvoeringsbeleid is de uitvoering van orders volgens de optimale voorwaarden verworven tot een algoritme. [...] Met name de snelheid van het algoritme waarmee de uitkomst van het algoritme bekend moet zijn en in mindere mate de complexiteit van het algoritme zelf, kunnen redenen zijn om de berekening ervan te automatiseren. Het implementeren van het uitvoeringsbeleid zal dan ook in belangrijke mate worden ondersteund door IT.”

¹²⁶ CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q3, Antwoord 3.3:

“Firms however are not under an obligation to obtain the best possible result for each individual order; rather they should apply their (execution) policies to each order with a view to obtaining the best possible result in accordance with the (execution) policy.”

¹²⁷ Zie R.J. DAVIES, “MiFID and a Changing Competitive Landscape”, 2008 (beschikbaar op <<http://ssrn.com/paper=1117232>>), p. 7; zie ook V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *TBH* 2008, 226-279, nr. 209-210, p. 275; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, p. 430.

¹²⁸ Zoals bv. gebeurt in “De grootste veranderingen van MiFID voor de retailklant”, Toelichting bij het persbericht, in FEBELFIN, *MiFID, of wat er verandert voor de retailklant*, Persdossier CBFA en Febelfin, 22 oktober 2007, p. 2; W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de ‘MiFID-Richtlijn’) en Richtlijn 2006/73”, *BFR* 2007/VI, 367-395, p. 387; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, p. 430; M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 290, p. 200:

“C’est une obligation de moyen, qui ne repose donc pas sur un standard absolu, mais tend à atteindre un niveau élevé de qualité, tout en autorisant une certaine flexibilité.”

voldoende) ondernemingseigen orderuitvoeringsbeleid moet worden uitgevoerd,¹²⁹ ongeacht tot welk concreet resultaat dit voor de belegger heeft geleid, en ongeacht welke inspanningen dit in het concrete geval moge vergen van de dienstverlener.¹³⁰

40. De op die manier “welbegrepen” reglementaire invulling van de *best execution* plicht houdt dus in dat, in tegenstelling tot in het gemeen recht, de bemiddelaar onder de toezichtsrechtelijke regeling wordt afgerekend op zijn globale beleid, en niet op het individuele resultaat behaald bij elk afzonderlijk order, zelfs niet op de inspanningen geleverd bij de uitvoering van elk individueel order.¹³¹ *A posteriori* dienen de beleggingsondernemingen niet elke individuele transactie te beoordelen maar wel het globale beleid op te volgen en regelmatig te testen, na te gaan of individuele transacties wel of niet volgens het beleid werden uitgevoerd en of dit heeft geleid tot het optimale resultaat,¹³² en tenminste jaarlijks of telkens wanneer de omstandigheden zijn gewijzigd het globale beleid te evalueren en indien nodig – wat zal blijken op basis van de evaluatie van de transacties uitgevoerd in overeenstemming met dit beleid – te herzien.¹³³

41. Verder eist de reglementering dat de cliënten vooraf op de hoogte worden gebracht van het ondernemingseigen orderuitvoeringsbeleid en dat ze hiermee

¹²⁹ Cf. F. BUSSIERE en B. HENRY, “La directive MIF et la gestion d’actifs”, *Banque et Droit* september-oktober 2007, nr. 115, 5-15, p. 8:

“Cette obligation nouvelle s’assimile à une obligation de moyens, dont l’exécution passe par la mise en place d’une politique d’exécution des ordres.”

¹³⁰ Enigszins ambivalent kan men stellen dat de algemene *best execution* regel zoals verwoord in art. 21(1) MiFID 2004

“is a best endeavour obligation, which is met by complying with the provisions foreseen in the following paragraphs of Article 21”.

G. FERRARINI, “Market Transparency and Best Execution: Bond Trading”, in M. TISON, H. DE WULF *et al.* (eds.), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 477-496, voetnoot 69 op p. 491; cf. M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 290, p. 200:

“[L’obligation de meilleure exécution] se mesure [...] essentiellement au regard de la politique d’exécution des ordres de l’entreprise réglementée”.

¹³¹ A. VAN CAUWENBERGE, “Het reglementaire landschap voor de Europese financiële markten na MiFID”, *BFR* 2008/II, 63-91, nr. 73, p. 90.

¹³² Art. 28, § 4 Wet Financieel Toezicht 2002; art. 21(4), MiFID 2004; zie CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q24, pp. 13-14; zie ook W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de ‘MiFID-Richtlijn’) en Richtlijn 2006/73”, *BFR* 2007/VI, 367-395, pp. 390-391; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, p. 439.

¹³³ Art. 26, § 1 KB Nadere Regels MiFID 2007; art. 46(1) MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006; zie hierover CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q23, p. 13; zie ook W. VANDEVOORDE, “De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de ‘MiFID-Richtlijn’) en Richtlijn 2006/73”, *BFR* 2007/VI, 367-395, p. 391; C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, pp. 439-440.

instemmen.¹³⁴ Deze instemming heeft mijns inziens als gevolg dat dit orderuitvoeringsbeleid zoals goedgekeurd door zowel de dienstverlener als de cliënt wordt opgenomen in de contractuele verhouding die tussen beiden bestaat,¹³⁵ tenzij de partijen anders overeenkomen.¹³⁶

Vermits er geen vormvereisten worden opgelegd voor deze instemming en, meer, de reglementering zelfs geen uitdrukkelijke instemming vereist, kan worden aangenomen dat in ons rechtstelsel een impliciete maar voldoende zekere instemming, die kan worden afgeleid uit het toestemmen tot een transactie na op de hoogte te zijn of te moeten worden geacht van het uitvoeringsbeleid, kan volstaan.¹³⁷ In veel gevallen zal deze toestemming ook worden verkregen doordat het orderuitvoeringsbeleid deel uitmaakt van de door de cliënt aanvaarde algemene bankvoorwaarden.¹³⁸

¹³⁴ Art. 28, § 3, tweede lid Wet Financieel Toezicht 2002; art. 21(3), tweede lid MiFID 2004; art. 26, § 2 KB Nadere Regels MiFID 2007; art. 46(2), MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006; C. VERIS, "Optimale uitvoering ('Best Execution') en verwerking van orders: evolutie of revolutie?", *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, pp. 437-438; zie algemeen G. BERARD, "L'information du client dans le cadre de la directive MiFID", *Bank Fin.* 2007/7, 421-428, p. 425.

¹³⁵ J.P. PINATON en O. MITTELETTE, "La best execution", *Banque & Droit* juli-augustus 2005, nr. 102, 22-27, p. 26: "la directive MIF permet une contractualisation de la politique d'exécution des orders, c'est-à-dire incite l'intermédiaire et son client à convenir d'un panel limitative de lieux d'exécution par rapport auxquels cet intermédiaire s'engage à remplir son obligation de best execution".

¹³⁶ Cf. E. KATZ, "Conflicts in Investment Banking – The Challenges Ahead II", *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2007, vol. 22, nr. 11, 633-635, p. 634:

"As firms must disclose a summary of their execution policies to their clients and obtain their clients' consent to their policy (utilising the summary), the argument goes that such terms are capable from a legal perspective of forming part of het contract with clients. In general, however, most firms take great care to ensure that clients do not view the summary execution policy as supplementing the firms' contractual obligations to their clients."

¹³⁷ De MiFID 2004 en de MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006 bevatten hierover geen bepalingen, dus meende ook CESR dat de vraag hoe de instemming moet worden gegeven, dient te worden beantwoord op basis van het toepasselijke gemeen recht van de lidstaat in kwestie. Zie CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q20, Antwoord 20.1, p. 11 ("for consent to be valid, the legal provisions of the relevant Member State relating to the giving of consent must be satisfied"); zie ook CESR, *Best Execution*, MiFID Supervisory Briefings, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/08-735, 2008, p. 4. In het Belgische contractenrecht wordt algemeen aangenomen dat bij gebreke van bijzondere regels een contract tot stand kan komen door impliciete of stilzwijgende instemming, op voorwaarde dat de wil tot contracteren onmiskenbaar uit de omstandigheden blijkt. Zie W. VAN GERVEN en S. COVEMAER, *Verbintenissenrecht*, 2de editie, Leuven, Acco, 2006, p. 115; L. CORNELIS, *Algemene theorie van de verbintenis*, Antwerpen, Intersentia, 2000, nr. 28, pp. 39-40. Zie ook CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q21, Antwoord 21.3, p. 12 ("CESR understands that 'prior consent' may, at least in some jurisdictions, be tacit and result from the behaviour of the client such as the sending of an order to the firm after having received information on the firm's execution policy"). Zie ook V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 226-279, voetnoot 482, p. 276; W. VANDEVOORDE, "De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de 'MiFID-Richtlijn') en Richtlijn 2006/73", *BFR* 2007/VI, 367-395, p. 390.

¹³⁸ M.-D. WEINBERGER, *Gestion de portefeuille et conseil en investissement: aspects contractuels et de responsabilités avant et après MiFID*, Waterloo, Wolters Kluwer, 2008, nr. 297, p. 204; C. VERIS, "Optimale uitvoering ('Best Execution') en verwerking van orders: evolutie of revolutie?", *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, p. 438. Zie echter Rb. Arlon 19 mei 2005, *DAOR* 2007, afl. 82, 251, met noot H. COUSY, "Gedragsnormen: een nieuwe rechtsbron

42. Door dit alles zal het in de praktijk voor de individuele cliënt wel moeilijk worden om met kans op succes een privaatrechtelijke vordering in te stellen op basis van een miskenning van de reglementaire orderuitvoeringsnorm in de gevallen waarin de financiële instelling haar eigen orderuitvoeringsbeleid heeft nageleefd. In dat geval heeft de dienstverlener immers de *best execution* verbintenis zoals deze niet alleen reglementair maar blijkbaar ook contractueel jegens de cliënt werd gespecificeerd, nageleefd.¹³⁹ Het is weliswaar de beleggingsonderneming die moet aantonen dat de transactie volgens het eigen beleid werd uitgevoerd,¹⁴⁰ maar mits de nodige aanpassing van de informatica-infrastructuur en de gebruikte programmatuur, kunnen deze gegevens achteraf relatief gemakkelijk worden geleverd.¹⁴¹

Bij naleving van het eigen door de cliënt goedgekeurde beleid kan een inbreuk op de reglementaire gedragsregel alleen nog bestaan indien dit orderuitvoeringsbeleid systematisch niet leidt tot een optimale uitvoering van bepaalde categorieën orders en dus op zich strijdig is met de reglementering.¹⁴² Maar het is niet omdat het beleid in een

in het financiële recht”, *JLMB* 2007, afl. 4, 152, met noot C.-G. WYNANDY, “Le délai d’exécution d’un ordre sur instrument financier”, waarin de rechtbank oordeelde dat de cliënt niet gebonden was door de clause in de algemene bankvoorwaarden, die stelde dat het overstappen van het ene naar het andere compartiment in een ICB wordt uitgevoerd binnen drie dagen na het ontvangen van de opdracht omdat de bank volgens de rechtbank niet aantoonde dat de cliënt op de hoogte was van deze voorwaarden en deze had goedgekeurd.

¹³⁹ J.P. PINATTON en O. MITTELETTE, “La best execution”, *Banque & Droit* juli-augustus 2005, nr. 102, 22-27:

“Il nous semble qu’un intermédiaire qui indique à son client la liste des marches dont il est membre et qui démontre que ces marches lui permettent d’exécuter les ordres de son client dans les meilleures conditions, doit voir son obligation de best execution limitée à ces seuls marchés.”

¹⁴⁰ Zie art. 28, § 5 Wet Financieel Toezicht 2002; art. 21(5), MiFID 2004; zie ook C. VERIS, “Optimale uitvoering (‘Best Execution’) en verwerking van orders: evolutie of revolutie?”, *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, p. 440.

¹⁴¹ Zie AFM, *Impact MiFID op de IT-omgeving. Voorbeelden van IT-risico’s naar aanleiding van MiFID*, Informatiedocument, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten, 9 december 2008, p. 4:

“voor het bewijzen van best-execution [moeten] minstens vijf verschillende sets met informatie [...] bewaard [...] worden, namelijk:

1. De bevestiging van de uitgevoerde transactie. Een terugkoppeling van de locatie na uitvoer van de order. Timing en formaat zullen verschillen per locatie;
2. De routeringsopdracht van het algoritme. Deze output is in wezen een tussenproduct en daardoor vluchtig. Echter vanwege de bewijsvoering dient deze afgevangen te worden;
3. Het programma dat het algoritme bevat. Het programma (inclusief eventuele parameters) zal verschillende versies kennen. De onderneming dient voor uitgevoerde orders de juiste versie van het programma te hebben;
4. De ingevoerde data (de marktomstandigheden). Net als onder 2 is deze informatie vluchtig. Ook deze dient afgevangen te worden;
5. Het vigerende uitvoeringsbeleid. Het uitvoeringsbeleid is een document dat jaarlijks wijzigt en waar de business verantwoordelijk voor is. De onderneming dient voor bepaalde uitgevoerde orders de juiste versie van het uitvoeringsbeleid te hebben.

[...] Deze informatie ontstaat op verschillende tijden op verschillende plaatsen in de organisatie.

Ten slotte dient al deze informatie op leesbare en consistente wijze bewaard te worden. Gezien de verscheidenheid en de hoeveelheid informatie waar wij hierover spreken, bestaat het risico dat een onderneming niet in staat is een volwaardig bewijs voor best execution te leveren.”

¹⁴² Zie bv. Advies 2009.2208, Advies 2009.2208, BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, *Adviezen van het Bemiddelingscollege 2010*, 89, OMBFIN: BEMIDDELINGSDIENST BANKEN-KREDIET-BELEGGINGEN, Jaarverslag 2010, p. 21 (waarin de Bemiddelingsdienst van oordeel is dat een uitvoeringsbeleid dat alle orders

bepaald geval niet tot een gewenst resultaat heeft geleid, dat het tekortschiet. In theorie kan een financiële instelling bijvoorbeeld een uitvoeringsbeleid volgen dat alle orders in op de nationale gereguleerde markt verhandelde instrumenten ook op die ene markt uitvoert, zolang dit (1) niet systematisch tot een voor de belegger suboptimaal resultaat zou leiden, want dan zou het geen *ex ante* redelijk beleid zijn,¹⁴³ en (2) de belegger hiermee heeft ingestemd – en dus impliciet afstand heeft gedaan van de eventuele betere voorwaarden die in sporadisch voorkomende gevallen elders zouden kunnen worden gerealiseerd.

43. Op deze manier ingevuld bevat de reglementaire *best execution* verbintenis een regeling die de bescherming van de belegger tracht te verenigen met de nood aan flexibiliteit, kostenbeperking en dus efficiëntie voor de financiële instellingen.¹⁴⁴ Dit komt erop neer dat de bezorgdheid dat financiële instellingen hun cliënten niet alle voordelen zouden bieden doordat ze bepaalde uitvoeringsfora niet gebruiken, wordt opgevangen door de nodige transparantie op te leggen over de uitvoeringsfora die elke

in obligaties systematisch in de marktzaal van de bank uitvoert en niet nagaat of uitvoering op de beurs voordeliger zou zijn, niet voldoet aan de vereiste van beste uitvoering); zie ook V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 226-279, nr. 210, p. 275.

¹⁴³ CESR geeft als mogelijke reden waarom slechts één uitvoeringsforum kan worden opgenomen het geval "where the costs of including more than one venue in the execution policy (to the extent that such costs would be passed on to clients) would outweigh any price improvement to be gained by doing so". Zie CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q8, Antwoord 8.2, p. 7; zie ook G. FERRARINI, "Market Transparency and Best Execution: Bond Trading" in M. TISON, H. DE WULF *et al.* (eds.), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 477-496; B. PENN, "Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Convergence of Exchange and Broker Regulation", *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2007, 155-158, p. 156 (verwijzend naar de extra kosten die verbonden zijn aan het verkrijgen van toegang tot prijsinformatie van verschillende fora). Een beleggingsonderneming wordt dan ook niet verplicht tot elke prijs te beschikken over toegang tot elke beschikbare plaats van uitvoering. W. VANDEVOORDE, "De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de 'MiFID-Richtlijn') en Richtlijn 2006/73", *BFR* 2007/VI, 367-395, p. 389. Considerans 66 bij de MiFID Uitvoeringsrichtlijn 2006 stelt expliciet dat

"[o]p grond van het voorschrift van Richtlijn 2004/39/EG om alle redelijke maatregelen te nemen om het best mogelijke resultaat voor de cliënt te behalen, [...] een beleggingsonderneming niet [mag] worden verplicht in haar uitvoeringsbeleid alle beschikbare plaatsen van uitvoering op te nemen."

Zie ook CESR, *Best Execution*, MiFID Supervisory Briefings, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/08-735, 2008, p. 3. Het verplichten van de bemiddelaars om in hun orderuitvoeringsbeleid alle fora te betrekken, zou hen – en als indirect gevolg hiervan ook hun cliënten en dus alle beleggers – overigens blootstellen aan mogelijk misbruik van de marktmacht die die fora hierdoor zouden verkrijgen bij het vaststellen van hun prijzen voor transacties of voor informatie. Cf. D.A. OESTERLE, "Regulation NMS: Has the SEC Exceeded its Congressional Mandate to Facilitate a 'National Market System' in Securities Trading?", *New York University Journal of Law & Business* 2005, vol. 1, 613-673, p. 637.

¹⁴⁴ Cf. J. KROL, "Présentation générale de la Directive MIF et de sa mise en œuvre", *Banque & Droit* juli-augustus 2005, nr. 102, 4-6, p. 6, die over de regulering inzake *best execution* schreef:

"Dans ce domaine de réglementation, une vigilance accrue s'impose sur [...] afin de concilier protection des investisseurs et flexibilité pour les entreprises d'investissement."

instelling gebruikt.¹⁴⁵ De marktwerking, met andere woorden concurrentie op basis van de bekendgemaakte uitvoeringswijzen, zou er dan voor moeten zorgen dat cliënten het beste resultaat genieten. Het valt echter te betwijfelen of deze politiek in de *retail*-markt de gewenste effecten zal hebben. Zoals MOLONEY het terecht formuleerde:

“Placing a positive consent obligation on the investor transfers part of the best execution obligation to the retail investor, who is unlikely to fulfill it effectively.”¹⁴⁶

Er bestaat dus op zijn zachtst uitgedrukt een “*latent strain*” tussen de algemene optimale uitvoeringsnorm van het gemeen recht, die op het eerste gezicht als zodanig wordt opgenomen in artikel 28, § 1 Wet Financieel Toezicht 2002, en de bijkomende verplichtingen die voor de dienstverleners voortvloeien uit de specifieke plichten die de toezichtrechtelijke regeling aan hen oplegt om deze algemene *best execution* verbintenis na te leven.¹⁴⁷ In feite blijkt de verbijzondering van de algemene gedragsregel tot een beperking van de plichten van de dienstverlener en dus van de mogelijke remedies van de cliënt te leiden.

Conclusie

44. De gangbare opinie luidt dat de reglementair opgelegde gedragsregels betreffende beleggingsdiensten voor de individuele belegger nuttig zijn doordat ze de vage gemeenrechtelijke gedragsnorm van de zorgvuldigheid en de vereiste van goede trouw concretere gestalte geven, gedetailleerder en scherper formuleren.¹⁴⁸ Op basis van de resultaten van de hier voorgestelde analyse durf ik dit oordeel te betwijfelen of tenminste te moeten nuanceren.

45. Het is wel zo dat bepaalde reglementaire gedragsregels, waaronder de *know your customer* regeling, de algemene gemeenrechtelijke vage gedragsnorm preciseren. Deze regeling benadrukt de gemeenrechtelijke principes dat de professionele dienstverlener die zijn cliënt adviseert of voor zijn rekening beslissingen neemt alleen voor deze cliënt

¹⁴⁵ B. PENN, “Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Best Execution”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2007, 84-86, p. 84.

¹⁴⁶ N. MOLONEY, “Effective Policy Design for the Retail Investment Services Market: Challenges and Choices Post FSAP” in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 381-441, p. 399.

¹⁴⁷ J. KÖNDGEN en E. THEISSEN, “Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection” in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 271-296, p. 288.

¹⁴⁸ Zie bv. A. VAN OEVELEN, “De contractuele en de buitencontractuele rechtsbescherming van de particuliere belegger in financiële instrumenten”, *BFR* 2003, 118-135, nr. 27, p. 135; zie ook F. LONGFILS, “La responsabilité des intermédiaires financiers” in *Responsabilités. Traité théorique et pratique*, Titre II/Livre 27, Waterloo, Kluwer, 2006, nr. 169, p. 60: “les règles de conduite spécifiques au droit financier ne sont pas dénuées d’intérêt dans le développement de [la protection juridique de l’investisseur-particulier à l’égard des services d’investissement prestés]. Leur utilité réside précisément en ce qu’elles permettent au juge d’apprécier de manière plus stricte, plus détaillée et plus concrète le fait générateur de la responsabilité de l’intermédiaire. Bien plus qu’une source complémentaire aux principes généraux du droit de la responsabilité civile, ces règles portent en elles un véritable fondement de l’acte fautif.”

geschikt advies mag geven of voor hem geschikte beslissingen mag nemen (*suitability*), en dat hij cliënten waarvoor hij diensten verleent zonder hen hierbij te adviseren toch moet waarschuwen wanneer deze beslissingen nemen die voor hen niet gepast zijn omdat zij zelf niet in staat zijn te beoordelen of deze geschikt zijn (*appropriateness*). De in deze regeling opgenomen gedragsregels verbijzonderen deze bevestigde principes door de dienstverlener op te dragen actief de informatie te verzamelen die nodig is om deze beoordelingen op een zinvolle manier te kunnen maken. Maar uit onderzoek blijkt dat deze verbijzondering ook kan worden bereikt op basis van het gemeen recht zelf, en Belgische rechtscollages blijken dan ook in het verleden op die basis tot dezelfde concretere gedragsregels te zijn gekomen zonder hiervoor de hulp van de reglementaire regelgever nodig te hebben gehad.¹⁴⁹

Bovendien blijken de verbijzonderingen die in de reglementering werden opgenomen de gemeenrechtelijke vage gedragsnormen wel te preciseren maar niet om te zetten in geboden of verboden van voldoende specifiek gedrag waardoor de overtreding van de wettelijke norm op zich een fout zou uitmaken. Ondanks de aan een bijzonder toepassingsgeval aangepaste formulering van deze gedragsregels, blijven zij inhoudelijk inspanningsverbintenissen zich in die bijzondere omstandigheden zorgvuldig of te goeder trouw te gedragen. Op het vlak van de bewijslast inzake de onrechtmatigheid van het gedrag van de dienstverlener biedt de reglementering dus ook de cliënt geen bijzondere hulp.

46. De privaatrechtelijke remediëring van inbreuken op deze gedragsregels blijkt ook in grote mate dezelfde problemen te kennen als het gemeen recht. Naar gemeen recht vergt het aanwenden van een vordering in schadeloosstelling dat niet alleen schade wordt bewezen maar tevens een causaal verband tussen de inbreuk op een gedragsregel en deze schade. Het succesvol instellen van een nietigheidsvordering vereist dat wordt aangetoond dat de door de inbreuk van de dienstverlener in hoofde van de cliënt ontstane verkeerde voorstelling van zaken determinerend was voor zijn toestemming tot een beleggingsverrichting. Een vordering om een door de dienstverlener voor rekening van de cliënt gestelde rechtshandeling niet aan hem te laten toerekenen vergt het bewijs dat deze handeling werd veroorzaakt door de beweerde inbreuk op een gedragsregel. Niet zelden vormt deze bewijslast een drempel die verhindert dat onbehoorlijk gedrag van een financiële dienstverlener privaatrechtelijk wordt geremediateerd.

Op deze punten brengt de specifieke wettelijke regeling inzake gedragsregels voor beleggingsdiensten echter geen adequaat antwoord. Het probleem van de civielrechtelijke remediëring van tekortkomingen aan deze plichten werd door de wetgever vol-

¹⁴⁹ Zie ook Zie V. COLAERT, "Informatie aan de belegger: last of lust voor de financiële instelling?" in M.-D. WEINBERGER (ed.), *MiFID. Questions spéciales – Bijzondere vraagstukken*, Brussel, Larcier, 2010, 131-219, nr. 139, p. 204.

ledig genegeerd.¹⁵⁰ De omzetting van de MiFID 2004-regels in ons recht werd – jammer genoeg – niet aangegrepen als gelegenheid om in de betreffende wetgeving meteen de niet door deze richtlijn geharmoniseerde privaatrechtelijke werking te regelen.¹⁵¹

47. Op zich beschouwd blijken deze reglementaire specificaties van de vage gemeenrechtelijke gedragsnormen dus niet significant bij te dragen tot de mogelijkheden voor de belegger om privaatrechtelijke remedies te verkrijgen tegen beweerd onbehoorlijk gedrag van de dienstverlener.¹⁵² Als vaststelling hoeft dat echter geen verwondering te wekken, en dit hoeft evenmin te worden beschouwd als een van tekortkoming deze reglementering. De *know your customer* regeling in de financiële wetgeving heeft immers niet zozeer tot doel het opleggen aan de dienstverlener van (privaatrechtelijke) plichten jegens zijn cliënten of het bezorgen aan de cliënt van (privaatrechtelijke) remedies in de gevallen waarin de dienstverlener deze plichten niet zou nakomen. Het oogmerk van deze regeling is de gereguleerde ondernemingen te verplichten een

¹⁵⁰ Dat deze wetgeving werd voorbereid door de FOD Financiën, hierbij inhoudelijk gestuurd door de voorganger van de FSMA, de CBFA, zal hieraan waarschijnlijk niet vreemd zijn. Het ware wenselijk dat dergelijke wetgeving in de toekomst mede door de FOD Justitie wordt voorbereid, zodat de niet louter financiële facetten ervan ook voldoende worden doordacht. Het is overigens interessant om te zien of in de toekomst bij de voorbereiding van dergelijke wetgeving meer aandacht zal zijn voor de privaatrechtelijke facetten van beleggersbescherming, nu de invulling van de taak van de FSMA in vergelijking met de opdracht van de CBFA meer is gericht op het toezicht op het gedrag van de marktdeelnemers en de bescherming van de financiële consument.

¹⁵¹ De Europese Commissie heeft overwogen of het nuttig of nodig was om bij de herziening van de MiFID een bepaling over de burgerrechtelijke aansprakelijkheid bij overtreding van de gedragsregels op te nemen (Europese Commissie, Public Consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), 8 december 2010, p. 63, te vinden op de website van de Europese Commissie op <http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/index_en.htm>), maar in het uiteindelijk gepubliceerde ontwerp is hiervan geen sprake meer. Zie Europese Commissie, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad (Herschikking), COM(2011) 656 definitief, 20 oktober 2011.

¹⁵² De vrees dat het opnemen van deze gedragsregels in de wetgeving op zich zou leiden tot een “wildgroei van processen” waarbij ontevreden klanten een schadeclaim zouden instellen tegen financiële bemiddelaars – door Belgen wel eens vanuit een voor mij onbegrijpelijk misplaatst superioriteitsgevoel misprijzend “Amerikaanse toestanden” genoemd (zie bv. Verslag namens de Commissie voor de Financiën uitgebracht door de heer DEPREEZ bij het Ontwerp van Wet inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs, *Parl.Doc.* Senaat 1994-95, nr. 1352-2, p. 93) – lijkt dan ook onterecht. Zie ook K. BYTTEBIER, “Gedragsregelen bij financiële transacties: huidige praktijk en perspectieven” in M. TISON, C. VAN ACKER *et al.* (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten* – Vol. II – *Financiële transacties, financiële markten, prudentieel recht*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 3-63, nr. 17, p. 29. Ook de vaststelling na een eerste analyse van de toen pas in ons land ingevoerde gedragsregels dat “il semble d’ores et déjà acquis qu’elles serviront de base à de nombreuses procédures judiciaires dans le domaine des valeurs mobilières” (E. WYMEERSCH, “Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers. L’article 36 de la loi du 6 avril 1995”, *BankFin.* 1995/10, 574-592, nr. 44, p. 590) blijkt voorbarig te zijn geweest. Integendeel, de praktijk heeft ondertussen uitgewezen dat er over deze materie relatief weinig wordt geprocedeerd, en dat de schaarse vonnissen over dit soort zaken eerder op basis van het gemeen recht worden geargumenteed dan op basis van deze specifieke wettelijke gedragsregels. Zie ook D. BLOMMAERT, “Privaat bankrecht: gedragsnormen naar gemeen recht versus bijzondere wetgeving – Variaties op een thema” in *Van alle markten. Liber amicorum Eddy Wymeersch*, Antwerpen, Intersentia, 2008, 45-58, nr. 13, pp. 56-58.

systeem van bedrijfsvoering te hanteren, bedrijfsprocedures uit te werken en ervoor te zorgen dat hun personeel deze richtlijnen ook effectief volgt, omdat de verwachting is dat bij toepassing van deze werkwijze de kans dat cliënten ongeschikte beleggingen zouden doen (*mis-selling*) wordt geminimaliseerd. Voor de privaatrechtelijke jurist, met zijn focus op vorderingen ter remediëring van tekortkomingen aan verbintenissen, lijkt dit misschien een onvolledige regeling, maar voor de reglementaire jurist is dit een pertinente invulling van een toezichtrechtelijke regeling.

48. Deze invalshoek valt nog meer op bij de *best execution* regeling: het doel is hier duidelijk te vergemakkelijken dat het gedrag van de dienstverlener in feite zal leiden tot een optimaal resultaat voor de cliënt en het aantal gevallen waarin de vage gemeenrechtelijke norm om voor de cliënt het beste resultaat te realiseren niet wordt nageleefd te minimaliseren.¹⁵³ Deze reglementaire regeling sluit aan bij de zogenaamde techniek van *principles-based regulation*, waarbij de gereguleerde instellingen in eerste lijn zelf verantwoordelijk worden gesteld om te bepalen op welke concrete manier ze ervoor zullen zorgen dat ze de doelstellingen van de regulering zullen realiseren en hoe ze de vage norm opgenomen in die regulering zullen naleven, hierbij maatregelen nemend die het best bij hun concrete situatie passen.¹⁵⁴ Terwijl de doelstelling dat financiële tussenpersonen zich bij de uitvoering van orders alleen door de belangen van de cliënten zouden laten leiden en niet door hun eigen belangen voorheen alleen werd nagestreefd door middel van het opleggen van een gedragsregel,¹⁵⁵ is de MiFID

¹⁵³ Zo stelt de Amerikaanse wettelijke bepaling die de basis vormt voor de financieelrechtelijke regeling ter zake dat

"[t]he linking of all markets for qualified securities through communication and data processing facilities will foster efficiency, enhance competition, increase the information available to brokers, dealers, and investors, facilitate the offsetting of investors' orders, and contribute to best execution of such orders".

Section 11A(a)(1)(D) van de Securities and Exchange Act 1934, 15 U.S.C. §78k-1(a)(1)(D), nadruk toegevoegd; zie D.A. OESTERLE, "Regulation NMS: Has the SEC Exceeded its Congressional Mandate to Facilitate a 'National Market System' in Securities Trading?", *New York University Journal of Law & Business* 2005, vol. 1, 613-673, p. 627.

¹⁵⁴ Cf. A. VAN CAUWENBERGE, "Het reglementaire landschap voor de Europese financiële markten na MiFID", *BFR* 2008/II, 63-91, nr. 41, p. 79, die hetzelfde opmerkt m.b.t. de MiFID 2004-regeling van de toelating van financiële instrumenten tot een gereguleerde markt. Zie over *principles-based regulation* in het algemeen C.L. FORD, "New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation", *American Business Law Journal* 2008, vol. 45, 1-60; J. BLACK, M. HOPPER *et al.*, "Making a Success of the Principles-Based Regulation", *Law and Financial Markets Review* 2007, vol. 1, nr. 3, 191-206; zie ook E. FERRAN, "Principles-Based, Risk-Based Regulation and Effective Enforcement" in M. TISON, H. DE WULF *et al.* (eds.), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 427-448.

¹⁵⁵ De regel inzake *best execution* was de enige gedragsregel opgenomen in de grote hervorming van de financiële markten in ons land aan het begin van de jaren negentig. Art. 22 Wet Financiële Transacties en Markten 1990 stelde: "De bemiddelaars bij effectentransacties [...] gaan voor de uitvoering van de hun opgedragen verrichtingen op de voor de cliënt voordeligste wijze te werk." De vervangende Wet Beleggingsondernemingen 1995 bevatte geen bepaling specifiek gericht op de beste uitvoering van cliëntenorders, maar algemeen werd aangenomen dat de overkoepelende gedragsregel opgenomen in oud art. 36, § 1, 2° Wet Beleggingsondernemingen 1995, die de bemiddelaars verplichtte "zich optimaal in te zetten voor de belangen van hun cliënten met de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding, rekening houdend met de mate van professionele kennis van die cliënten", het *best execution* principe omvatte. Zie E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers. L'Article 36 de la loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.* 1995/10, 574-592, nr. 22, p. 583; M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten: een rechtsvergelijkende juridische*

2004 overgestapt op een op *compliance* gerichte regeling. De toezichtrechtelijke reglementering geeft de onderneming de opdracht ter zake zelf een ondernemingseigen concreet beleid uit te werken, op te volgen en indien nodig aan te passen, en dit ook na te leven. Deze regeling is dan ook niet alleen of zelfs niet zozeer gericht op de bescherming van de belangen van de individuele cliënten van de dienstverlening, maar tevens of zelfs voornamelijk op de bescherming van de efficiëntie en integriteit van de markt in haar geheel en het vermijden dat fragmentatie¹⁵⁶ zou leiden tot geïsoleerde deelmarkten en een beperking van de liquiditeit.¹⁵⁷

analyse van de wederzijdse erkenning als techniek van marktunificatie in de Europese interne markt, Antwerpen, Intersentia, 1999, nr. 1662, p. 837; C. VERIS, "Optimale uitvoering ('Best Execution') en verwerking van orders: evolutie of revolutie", *Bank Fin.* 2007/7, 429-442, p. 429; A. HYVERNAUD, "Services d'investissement: quel avenir pour l'exécution des ordres", *Les entretiens de l'AMF, Rev. Mens. AMF* december 2007, nr. 42, 1-11, voetnoot 8 op p. 7; zie bv. Rb. Arlon 19 mei 2005, *DAOR* 2007, afl. 82, 251, met noot H. COUSY, "Gedragsnormen: een nieuwe rechtsbron in het financiële recht", *JLMB* 2007, afl. 4, 152, met noot C.-G. WYNANDY, "Le délai d'exécution d'un ordre sur instrument financier"; E. WYMEERSCH, R. STEENNOT *et al.*, "Overzicht van rechtspraak – Privaat bankrecht (1999-2007)", *TPR* 2008, 1043-1268, nr. 246, p. 1227.

Het is overigens merkwaardig dat sommige auteurs besluiten dat het een nieuwigheid was dat een dergelijke wettelijke *best execution* gedragsregel werd ingevoerd in het nooit in werking getreden oorspronkelijke art. 26, 8° Wet Financieel Toezicht 2002 (H. COUSY, "Gedragsnormen: een nieuwe rechtsbron in het financiële recht", *DAOR* 2007, 253-257, p. 255) of in het in het kader van de omzetting van de MiFID 2004 herschreven art. 28 Wet Financieel Toezicht (V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de Gedragsregels. Een Nieuw Juridisch Kader voor Beleggingsdiensten", *TBH* 2008, 226-279, nr. 303, p. 273), blijkbaar over het hoofd ziend dat een gelijkwaardige algemene vage gedragsregel reeds in de Wet Financiële Transacties en Markten van 1990 stond en dus bezwaarlijk "nieuw" kan worden genoemd.

¹⁵⁶ De *best execution* regeling werd in de MiFID 2004 sterker uitgewerkt dan in de voorganger, de ISD, omdat de financiële tussenpersonen, door de opheffing van de mogelijkheid voor lidstaten een beursdwang of centralisatieregeling te handhaven, over alternatieve uitvoeringsmogelijkheden beschikken die in het licht van hun eigen belangen niet allemaal even aantrekkelijk zijn. VAN BEVER schrijft hierover:

"Het onmiddellijke risico voor de cliënt kristalliseert zich daarbij vnl. in het acute belangenconflict in hoofde van de internaliserende bemiddelaar [...] die optreedt als tegenpartij van zijn cliënt."

L. VAN BEVER, "Gedragsregels voor financiële tussenpersonen, herbekeken in het licht van ISD 2 (2004)" in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *Financiële wetgeving: de tussenstand 2004*, Kalmthout, Biblio, 2005, 226-319, nr. 10, p. 236, en hij vermeldt de *best execution* regeling als een van de elementen voor de oplossing van dit belangenconflict; zie ook N. MOLONEY, "Effective Policy Design for the Retail Investment Services Market: Challenges and Choices Post FSAP" in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 381-441, p. 399 (de aanpak van de *best execution* problematiek in de MiFID 2004 "also operates as a control on conflicts of interests where a firm seeks to internalize trades") en p. 403 ("The trading rules are designed to generate competition in execution services, bring down costs, improve price formation, and remove conflicts of interests from the execution process").

¹⁵⁷ COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN, Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten, en tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6 van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad, COM(2002) 625, 19 november 2002, p. 31; *Background Note* bij de Draft Commission Directive implementing Directive 2004/39/EC 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, 6 februari 2006, p. 23 (<http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid2_en.htm>); CESR, *Best Execution*, MiFID Supervisory Briefings, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/08-735, 2008, p. 1; zie ook W. VANDEVOORDE, "De bescherming van de belegger herbekeken. Een commentaar bij enkele institutionele en transactionele innovaties van de Belgische bepalingen tot omzetting van Richtlijn 2004/39 (de 'MiFID-Richtlijn') en Richtlijn 2006/73", *BFR* 2007/VI, 367-395, p. 368 en 381; A. VAN CAUWENBERGE, "Het reglementaire landschap voor de Europese finan-

49. De gedragsregels opgenomen in de toezichtrechtelijke reglementering hebben dus wel degelijk een beleggersbeschermende werking, maar deze neemt niet noodzakelijk de vorm aan van inhoudelijk andere gedragsregels dan reeds opgelegd door het gemeen recht, noch van bijkomende privaatrechtelijke remedies dan deze reeds beschikbaar op basis van het gemeen recht. Het ontbreken van deze bijkomende gedragsregulerende inhoud of privaatrechtelijke remediëring is op zich dus niet onverenigbaar met de erkende beleggersbeschermende doelstelling van de MiFID 2004 en de erop gebaseerde Belgische wetgeving. Het privaatrecht heeft immers geen monopolie op de bescherming van de belangen van beleggers, en beleggersbescherming kan met vele beleidsinstrumenten worden nagestreefd, ook met louter toezichtrechtelijke regelingen.

50. Problematisch wordt het echter wel als de financieel toezichtrechtelijke regeling, naar verluidt mede gericht op de bescherming van de belegger, in haar privaatrechtelijke werking neerkomt op een beperking van de bescherming van de belegger in vergelijking met wat het gemeen recht voorziet. Zoals besproken dient het ondernemings-eigen orderuitvoeringsbeleid van de financiële dienstverlener door de cliënt te worden goedgekeurd. Het idee is dat er meer marktwerking zal ontstaan door de ondernemingen te dwingen dit beleid bekend te maken en door de afnemer te laten goedkeuren, met een toegenomen concurrentie tussen de verschillende dienstverleners op basis van de mate waarin en de manier waarop ze voor de cliënten een beste uitvoering van orders trachten te realiseren.¹⁵⁸ Of dit nu als beleid toezichtrechtelijk

ciële markten na MiFID", *BFR* 2008/II, 63-91, nr. 8, p. 67, en nr. 69, p. 88; G. FERRARINI, "Market Transparency and Best Execution: Bond Trading" in M. TISON, H. DE WULF *et al.* (eds.), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation. Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009, 477-496.

¹⁵⁸ Zie R.J. DAVIES, "MiFID and a Changing Competitive Landscape", 2008 (beschikbaar op <<http://ssrn.com/paper=1117232>>), p. 8; N. MOLONEY, "Effective Policy Design for the Retail Investment Services Market: Challenges and Choices Post FSAP" in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (eds.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, Oxford University Press, 2006, 381-441, p. 399:

"The objective of [...] [the execution policy] disclosure is to [...] help [clients] to compare execution services, and foster competition on a quality of service basis."

B. PENN, "Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Convergence of Exchange and Broker Regulation", *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 2007, 155-158, p. 155:

"The best execution requirement [...] seeks partially to deal with [the concern of impaired price discovery and illiquidity associated with fragmentation of markets] by mandating disclosure by firms of the execution venues they use – on the basis that investors will be likely to avoid firms which do not offer execution across a number of execution venues."

Zie ook CESR, *Best Execution*, MiFID Supervisory Briefings, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/08-735, 2008, p. 4:

"Firms are required to provide appropriate information to clients about their execution policies in good time before entering into a relationship with a client [...]. 'Appropriate' means sufficient, comprehensive information for a client to understand the service proposed and make an informed choice between the services offered by different firms".

CESR, *Best Execution under MiFID: Questions & Answers*, Paris: The Committee of European Securities Regulators, CESR/07-320, mei 2007, Q14, p. 10:

"CESR considers that firms should disclose sufficient information [...] to enable clients to make a properly informed decision about whether to utilise the services offered by the firm."

en bedrijfsmatig effectief zal zijn of niet,¹⁵⁹ het potentiële privaatrechtelijke gevolg hiervan is dat de dienstverlener tegenover de cliënt niet langer gehouden is tot de gemeenrechtelijke zorgplicht per individueel uitgevoerd order redelijke inspanningen te leveren met het oog op de optimale uitvoering. De instemming van de belegger met het orderuitvoeringsbeleid zorgt er immers voor dat de partijen hebben afgesproken op welke manier de dienstverlener het order zal uitvoeren. Zolang de financiële instelling het ondernemingseigen beleid volgt, heeft deze voldaan aan zijn verbintenissen ten opzichte van de cliënt. Dat het in een individueel order onder de concrete omstandigheden mogelijk was mits minimale inspanningen een beter resultaat te bereiken, is dan irrelevant geworden. Het is op dit punt dat de financieelrechtelijke reglementering van de bedrijfsvoering van ondernemingen die beleggingsdiensten aanbieden mijns inziens tekortschiet en niet consistent is met de beleggersbeschermende doelstelling ervan.

¹⁵⁹ Zie hierover M. KRUIHOF, *Belangenconflicten in financiële instellingen. Conceptueel juridisch onderzoek van het fenomeen en analyse van de financieelrechtelijke regulering*, doctoraatsproefschrift UGent, 2009, Deel I, nr. 326-328, pp. 345-349.

