

Van 'noteren' naar 'interpreteren'; het ken-uw-cliëntbeginsel in de Wft en de MiFID

dr. A.J.C.C.M. Loonen, mr. drs. E.J. Weller*

Per 1 januari jongstleden is de Wet financieel toezicht (Wft) een feit. Met de inwerkingtreding in de Nederlandse wetgeving van de bepalingen van de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) per 1 november aanstaande (dan wel per 1 januari 2008), zullen de eisen ten aanzien van het ken-uw-cliëntbeginsel verder toenemen. Met behulp van een documentenonderzoek naar zeven jaren uitspraken van de Klachtencommissie DSI (nu: Klachten Instituut Financiële Diensten, KIFID) tonen wij ter inleiding het belang van een goed onderbouwd ken-uw-cliëntbeginsel aan. Verder zullen wij in dit artikel ingaan op enkele specifieke elementen van het ken-uw-cliëntbeginsel uit de Wft en de MiFID. Wij gaan daarbij beperkt in op de wetgeving en toelichtingen en zullen met name aandacht besteden aan de praktische implicaties van deze wetgeving. Voorts zullen wij twee belangwekkende uitspraken van de Klachtencommissie DSI bespreken. Tot slot wordt een aantal – in onze ogen – complexe situaties besproken en sluiten wij af met de mogelijke rol van de compliance officer. Centraal in dit artikel staat de niet-professionele cliënt.

1. Toenemend belang van een goede onderbouwing van kennis en ervaring

Uit een analyse¹ van de uitspraken van de Klachtencommissie DSI over de jaren 1998 tot 2005 blijkt dat de particuliere belegger in toenemende mate een beroep doet op een gebrek aan kennis of ervaring om de risico's van beleggen voldoende te kunnen doorzien. Het aantal in behandeling genomen klachten, waarin een asymmetrie in beleggingskennis of ervaring van de cliënt ten opzichte van de adviseur als argument wordt gebruikt, is gedurende de onderzoeksjaren aanzienlijk gestegen.

Wordt dit beroep op asymmetrie ook gehonoreerd door de Klachtencommissie DSI? Alles overwegende kan worden gesteld dat de zaken waarbij een beroep op asymmetrie wordt gedaan niet enorm gestegen is in de loop van de onderzoeksjaren. De jaren 1999 en 2003 vormden hierop een uitzondering. In 1999 werd 45,5% en in 2003 werd 33,3% van het aantal klachten waarbij de klager de asymmetrie (mede) als grond aanvoerde toegewezen. Bij de overige onderzochte jaren bevond het toewijzingspercentage zich onder de 24%, waarbij 1998 (10%), 2002 (12,9%) en 2004 (18%) zich ruim onder de 20%-toewijzing bevonden.

Wordt er per soort dienstverlening gekeken, dan valt op dat de Klachtencommissie DSI met name veel gewicht toekent

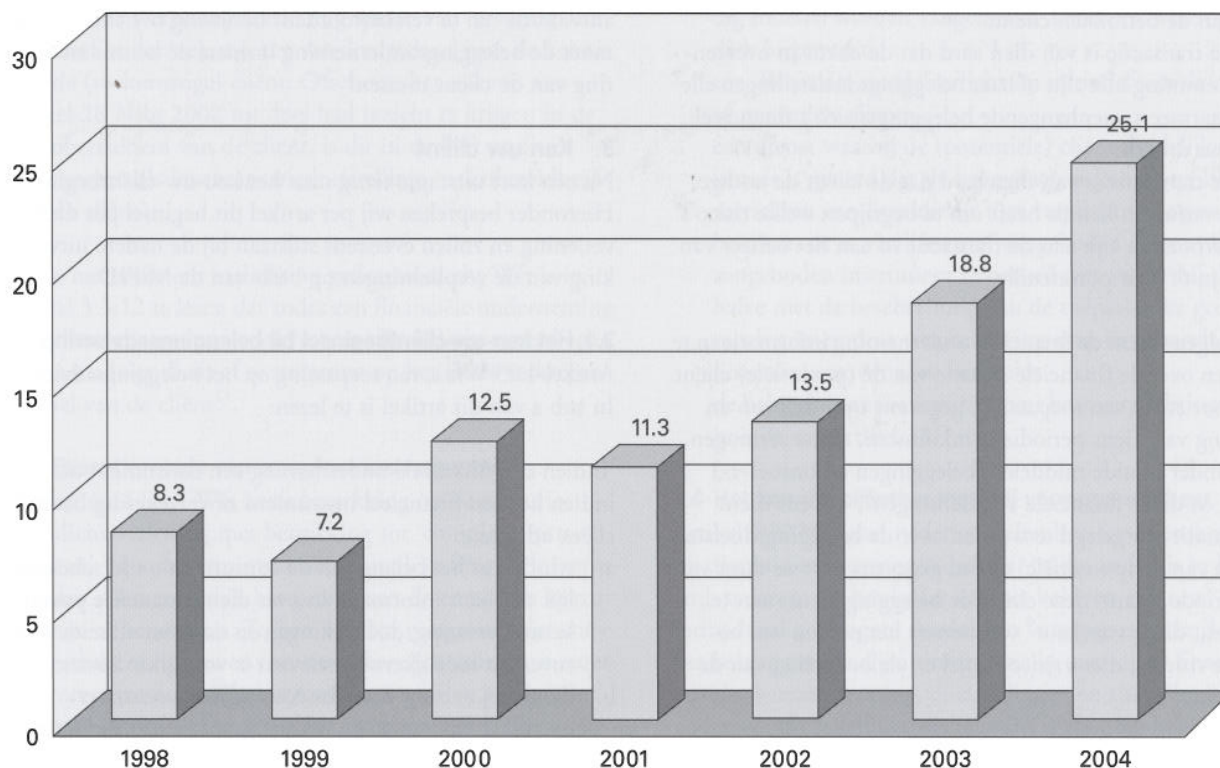
aan de wijze waarop de financiële instellingen omgaan met een asymmetrie in kennis en/of ervaring in het geval van vermogensbeheer. De opstelling van de Commissie is te verklaren aangezien de verantwoordelijkheid van de vermogensbeheerder, en het (vaak blinde) vertrouwen dat een particuliere belegger heeft in diens expertise, zwaarwegend is. De particuliere belegger maakt in veel gevallen gebruik van de diensten van een beroepsmatige vermogensbeheerder om de asymmetrie in kennis en/of ervaring te overbruggen. Dat deze particuliere belegger, nadat er schade is ontstaan, stelt dat hij geen of onvoldoende kennis en/of ervaring heeft met beleggen en op die grond de handelingen van de beroepsmatige vermogensbeheerder niet altijd afdoende kon en kan beoordelen, wordt regelmatig gehonoreerd door de Klachtencommissie DSI. Met name in de jaren 2000, 2002 en 2003 wierp een beroep op asymmetrie regelmatig vruchten af. Opmerkelijk is dat de Klachtencommissie DSI in het jaar 2004 aanmerkelijk minder gevoelig bleek te zijn voor dit argument. Ten opzichte van de eerder genoemde jaren werd in 20% van het totaal aantal behandelde klachten van de gevallen over vermogensbeheer een beroep op asymmetrie gehonoreerd. Voorts valt op dat bij beleggingsadviesing en execution-only het toewijzingspercentage van een klacht (mede) op basis van een veronderstelde asymmetrie, gelijk is gebleven over de laatste jaren. Dit bevindt zich rond de 20%.

2. Van oude naar nieuwe wetgeving

In de voorgaande wetgeving, de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), was in het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995), art. 24 lid b, te lezen: 'in het belang van haar cliënten kennis neemt van hun financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs van belang is met het oog op het verrichten van haar diensten'. Uit dit artikel blijkt dat reeds in 1995 er een 'kennisnemingsverplichting' rustte op financiële instellingen. De vastleggingsverplichting vormde geen onderdeel

* Tom Loonen is senior bankier bij Bank Insinger de Beaufort N.V. en onderzoeker aan de Universiteit van Amsterdam, Edwin Weller is Chief Compliance Officer bij Robeco en redacteur van het *TvCo*. Beiden schrijven dit artikel op persoonlijke titel.

1. Zie proefschrift A.J.C.C.M. Loonen, *Een kwestie van vertrouwen, het effect van de zorgplicht op de Nederlandse effectenadviesing: een empirisch-analytisch onderzoek naar de stand van zaken*, Kerckebosch 2006, p. 186-217. De jaren 2005 en 2006 worden momenteel onderzocht.



Figuur 1. Aantal malen dat klagers een beroep doen op een asymmetrie in kennis en/of ervaring ten opzichte van het totaal aantal behandelde klachten door Klachtencommissie DSI (in %).

van dit artikel. Deze verplichting is in het jaar 2002 toegevoegd in de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 (NRg 2002). Uit deze Nrg 2002 is artikel 28 ongetwijfeld een van meer bekende². Hier is het ken-uw-cliëntbeginsel vastgelegd. Uit lid 1 blijkt: 'Een effecteninstelling wint in het belang van haar cliënten informatie in betreffende hun financiële positie, hun ervaring met beleggingen in financiële instrumenten en hun beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs relevant is bij de uitvoering van de door de effecteninstelling te verrichten diensten. De effecteninstelling legt deze informatie schriftelijk dan wel elektronisch vast'. De wijze waarop de desbetreffende informatie dient te worden vastgelegd doet de NRg 2002 afwijken van het Bte 1995. Het is in de periode 2002 dat financiële instellingen en masse om de genoemde informatie hebben verzocht bij hun cliënten en dit, meestal, schriftelijk hebben vastgelegd. Dat dit niet geheel zonder slag of stoot is gegaan bleek uit de media³. Uit onderzoek⁴ blijkt voorts dat financiële ondernemingen geregeld moeite hebben om vervolgens de benodigde informatie van de cliënt te verkrijgen. Daarbij is en was de gradatie van het ken-uw-cliëntbeginsel -mede- afhankelijk van de gekozen dienstverlening. Deze vormen van dienstverlening bestaan uit: execution-only, beleggingsadvies en vermogensbeheer.

Met de invoering van de Wft is de Wte komen te vervallen. Per 1 november 2007 zullen de verplichtingen die op de beleggingsondernemingen⁵ rusten vanuit de Europese regelgeving (MiFID) nader uitgewerkt worden in de Wft. Het ken-uw-cliëntbeginsel valt uiteen in twee vormen: 1) de geschiktheidstoets ('suitability') en 2) de gepastheidstoets

('appropriateness'). Daarbij is de geschiktheidstoets van toepassing op het beleggingsadvies en het vermogensbeheer. De beleggingsonderneming zal informatie moeten inwinnen om te toetsen of de besproken beleggingsdienst(en) en financiële instrumenten kunnen worden aanbevolen. Voor de verplicht benodigde informatie verwijzen wij naar de inhoud van § 3.1 en § 3.4 hierna. Naast het verkrijgen van deze informatie in het kader van het ken-uw-cliëntbeginsel, dient de financiële onderneming tevens te toetsen of gezien de reikwijdte van de te verrichten dienst ervan uit kan worden gegaan dat de specifieke transactie (aanbevolen of aan te gaan in het kader van vermogensbeheer) aan de volgende criteria voldoet⁶:

- Zie ook M. van Luyn en C.E. du Perron, *Effecten van de Zorgplicht*, Kluwer 2004, p. 50 e.v. en T. Loonen en W.M. Schonewille, *Zorgplicht in vele gedaanten*, NIBE-SVV 2002, p. 45-47 en E.J. Weller, 'De bijzondere zorgplicht gecodificeerd?', *TvCo* 2005-5.
- Zie *Het Financieele Dagblad* van 26 november 2002. Hier versijnt een bericht dat de Autoriteit Financiële Markten na gesprekken met diverse financiële instellingen een jaar uitstel verleend heeft voor het opstellen en vastleggen van cliëntenprofielen. Dit is gebeurd vanwege de werkdruk die het naleven van deze nieuwe regel veroorzaakte voor deze financiële instellingen.
- Zie Loonen 2006, p. 360-361.
- Zie voor de definitie van 'beleggingsonderneming' de Wet financieel toezicht, artikel 1.1. Hieronder valt conform deze definitie een beleggingsinstelling, financiële instelling en een financieel dienstverlener.
- Zie artikel 35 uitvoeringsrichtlijn MiFID.

- de transactie voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de betrokken cliënt;
- de transactie is van dien aard dat de cliënt in overeenstemming met zijn of haar beleggingsdoelstellingen alle⁷ daarmee samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen;
- de transactie is van dien aard dat de cliënt de nodige ervaring en kennis heeft om te begrijpen welke risico's verbonden zijn aan de transactie of aan het beheer van zijn of haar portefeuille.

Vervolgens dient de financiële onderneming informatie in te winnen over de financiële situatie van de (potentiële) cliënt en, voor zover van toepassing, gegevens over de bron en omvang van diens periodieke inkomsten, diens vermogen, waaronder liquide middelen, beleggingen en onroerend goed, en diens financiële verplichtingen⁸. Tevens dient informatie vastgelegd te worden over de beleggingsdoelstellingen van de (potentiële) cliënt, gegevens over de duur van de periode waarin deze cliënt de belegging wenst aan te houden, diens voorkeur⁹ wat betreft het nemen van bepaalde risico's, diens risicoprofiel en de bedoeling van de belegging¹⁰.

Anders dan bij de gepastheidstoets (Wft art. 4:24 lid 3) is bij de geschiktheidstoets niet duidelijk wat de onderneming moet doen in het geval de cliënt de verzochte informatie niet verstrekt. In het voorstel tot implementatie van artikel 35, vijfde lid, van de uitvoeringsrichtlijn MiFID kan worden gelezen dat in een dergelijk geval de beleggingsonderneming niet zal adviseren of beheren. Daarentegen is de gepastheidstoets van toepassing op het verrichten van andere beleggingsdiensten dan beleggingsadvies en vermogensbeheer. Concreet zal dit betekenen dat de gepastheidstoets betrekking heeft op execution-onlydienstverlening. De financiële onderneming moet hierbij informatie inwinnen om te kunnen toetsen of de aangeboden dienst of het aangeboden product passend is voor de cliënt. In artikel 19 lid 5 van de MiFID is hierover te lezen: 'De lidstaten dragen er zorg voor dat een beleggingsonderneming, wanneer zij andere dan de in lid 4 bedoelde beleggingsdiensten verricht, bij de cliënt of de potentiële cliënt informatie inwint over zijn ervaring en kennis op beleggingsgebied met betrekking tot de specifieke soort van product of dienst die men voornemens is aan te bieden of die wordt verlangd, zodat de onderneming kan beoordelen of het aangeboden product of de te verrichten dienst passend is voor de cliënt' (zie ook hierna Wft art. 4:24).

Alvorens nader in te gaan op het ken-uw-cliëntbeginsel nog een opmerking over de gepastheidstoets en de geschiktheidstoets. Het is opmerkelijk dat de MiFID en de huidige tekst van de Wft de gepastheidstoets hebben beperkt tot execution-only. Wat ons betreft wordt de vraag of de dienst die men voornemens is aan te bieden passend is voor de cliënt ook expliciet geformuleerd voor de diensten advies en beheer. Wij realiseren ons daarbij dat het buitengewoon lastig is om deze vraag te beantwoorden. Dit geldt evenzeer en wellicht nog meer voor de dienstverlening execution-only. Er zijn wat ons betreft door de wetgever tot heden

onvoldoende middelen verstrekt om een objectieve en verantwoorde (en te verantwoorden) beslissing te nemen. Hoe moet de beleggingsonderneming immers de kennis en ervaring van de cliënt toetsen?

3. Ken uw cliënt

Na een kort uitstapje terug naar het ken-uw-cliëntbeginsel. Hieronder bespreken wij per artikel dit beginsel per dienstverlening en zullen eveneens stilstaan bij de nadere uitwerking van de verplichtingen op basis van de MiFID.

3.1 Het ken-uw-cliëntbeginsel bij beleggingsadvies

Artikel 4:23 Wft is van toepassing op het beleggingsadvies¹¹. In sub a van dit artikel is te lezen:

'Indien een financiële onderneming een consument of, indien het een financieel instrument of verzekering betreft, cliënt adviseert:

- a. wint zij in het belang van de consument onderscheidenlijk de cliënt informatie in over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor haar advies;
- b. draagt zij er zorg voor dat haar advies, voorzover redelijkerwijs mogelijk, rekening houdt met de in onderdeel a bedoelde informatie; en
- c. licht zij de overwegingen toe die ten grondslag liggen aan haar advies voorzover dit nodig is voor een goed begrip van haar advies.'

Dit artikel onderscheidt zich op diverse relevante punten van het 'oude' ken-uw-cliëntbeginsel (art. 28 Nrg 2002) en vindt aansluiting bij de 'oude' Wet financiële dienstverle-

7. Daarbij wijzen auteurs op het woord 'alle'. Dit impliceert dat alle mogelijke beleggingsrisico's *per transactie* in kaart moeten worden gebracht en gewogen moeten worden. Wij vragen ons af of dit in de praktijk haalbaar is, laat staan dat het mogelijk is om alle risico's in kaart te brengen.

8. Zie artikel 35 lid 3 Richtlijn MiFID, 2006/73/EG.

9. Auteurs wijzen hier op een potentiële contradictie. De voorkeur van een particuliere belegger hoeft in het geheel niet congruent te zijn met diens risicoprofiel of met het advies van een beleggingsadviseur. De vraag is dan ook wat de toegevoegde waarde is van het vermelden van de risicovoorkeur van een cliënt.

10. Zie artikel 35 lid 4 Richtlijn MiFID, 2006/73/EG.

11. In de Wft wordt 'advies' omschreven als: 'het in de uitoefening van een beroep of bedrijf aanbevelen van een of meer specifieke financiële producten aan een bepaalde consument of, indien het een financieel instrument of verzekering betreft, cliënt'. Zie tevens artikel 52 Richtlijn MiFID, 2006/73/EG waar 'beleggingsadvies' wordt omschreven als 'een gepersonaliseerde aanbeveling die gedaan wordt aan een persoon in diens hoedanigheid van belegger of potentiële belegger of in diens hoedanigheid van agent voor een belegger of potentiële belegger'.

ning (Wfd)¹². Zo is nieuw het aspect 'kennis'. Was in de voorgaande wetgeving alleen nog sprake van 'ervaring', nu zal actief onderzoek moeten worden gedaan naar de kennis van de (toekomstige) cliënt. Ofschoon het naleven van artikel 28 NRg 2002 tot doel had inzicht te krijgen in de risicobereidheid van de cliënt, is dit in de Wft expliciet opgenomen als inventarisatiedoelstelling: 'risicobereidheid van de cliënt'.

In de memorie van toelichting gedragstoezicht Wft is in artikel 3:3:12 te lezen dat zodra een financiële onderneming een cliënt adviseert, zij zich in haar cliënt dient te verdiepen en haar advies dient af te stemmen op het aldus verkregen profiel van de cliënt¹³.

3.2 Execution-only van complexe instrumenten

Artikel 4:24 lid 1 Wft heeft betrekking op de execution-onlydienstverlening met betrekking tot 'complexe instrumenten'. Met de kennis van niet-complexe financiële instrumenten is het mogelijk het gebied van de complexe instrumenten te benoemen. Zo kan worden vastgesteld dat converteerbare obligaties en converteerbare schuldinstrumenten tot complexe financiële instrumenten worden gerekend. Voorts kan gedacht worden aan gestructureerde financiële producten (zoals Reverse Convertible Notes, garantieproducten, clickfondsen en zogenaamde Turbo's en Speeders) en derivaten zoals opties en futures.

3.3 Execution-only van niet-complexe instrumenten

De execution-onlydienstverlening met betrekking tot de zogenaamde 'niet-complexe instrumenten' wordt onder meer ingevuld door art. 4:24 lid 4 Wft. Daar worden die 'eenvoudige' financiële instrumenten genoemd waarop het ken-uw-cliëntbeginsel niet van toepassing is¹⁴. Er is op deze dienstverlening in beginsel geen ken-uw-cliëntbeginsel van toepassing mits er aan een aantal voorwaarden voldaan wordt. Deze voorwaarden zijn:

1. de dienstverlening vindt plaats op initiatief van de cliënt en
2. voorafgaand aan de dienstverlening is aan de cliënt kenbaar gemaakt dat de geschiktheid van de te verlenen dienst niet is beoordeeld.

Beleggingsondernemingen die enkel orders van cliënten uitvoeren en/of orders ontvangen en doorgeven, mogen dus zonder dat zij aan de geschiktheidstoets of gepastheidstoets hoeven te voldoen, beleggingsdiensten verrichten. De Wft heeft daarmee nagenoeg de MiFID-bepaling geïncorporeerd. Er dient dan wel aan een aantal voorwaarden voldaan te worden. Het betreft hier:

- handel in op een gereguleerde markt of op een gelijkwaardige markt van een derdeland toegelaten aandelen, geldmarktinstrumenten, obligaties of andere schuldinstrumenten (met uitzondering van obligaties of andere schuldinstrumenten die een afgeleid instrument behelzen), icbe's en andere niet-complexe financiële instrumenten. De markt van een derdeland wordt geacht gelijkwaardig aan een gereguleerde markt te zijn als hij voldoet aan voorschriften die gelijkwaardig zijn aan de voorschriften in Titel III BW. De Commis-

sie publiceert een lijst van de markten die als gelijkwaardig moeten worden aangemerkt. Deze lijst wordt periodiek bijgewerkt;

- een dienst die wordt verricht op initiatief van de cliënt of potentiële cliënt;
- een dienst waarbij de (potentiële) cliënt duidelijk in kennis is gesteld dat de beleggingsonderneming bij het verrichten van deze dienst niet verplicht is de geschiktheid van de te verrichten of aangeboden dienst of het aangeboden instrument te beoordelen en dat hij derhalve niet de bescherming van de toepasselijke gedragsregels geniet; deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt;
- de beleggingsonderneming komt haar verplichtingen uit hoofde van artikel 18¹⁵ na.

3.4 Het ken-uw-cliëntbeginsel bij vermogensbeheer

Artikel 4:90 Wft gaat nader in op het ken-uw-cliëntbeginsel bij discretionair vermogensbeheer. In dit artikel is in lid 1a en b te lezen: 'In het kader van het beheren van een individueel vermogen: a. wint een vermogensbeheerder in het belang van de cliënt informatie in over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid voorzover dit redelijkerwijs relevant is voor het beheren van het individuele vermogen; en b. draagt de vermogensbeheerder er zorg voor dat hij bij het beheren van het individuele vermogen, voorzover redelijkerwijs mogelijk, rekening houdt met de in onderdeel a bedoelde informatie'.

Het vorenstaande schematisch weergegeven leidt tot het volgende resultaat:

12. Zie art. 32 Wfd lid 1a: 'Indien de financiële dienstverlener een consument adviseert: wint hij in het belang van de consument informatie in over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het advies'.
13. Hiermee wordt eveneens aansluiting gevonden met de 'oude' Wfd. Zie memorie van toelichting Wfd art. 9.3.2: 'De financiële dienstverlener die een consument adviseert moet dit doen op basis van een klantenprofiel en het advies zal bij dit profiel moeten aansluiten.'
14. Het betreft hier: a. aandelen die tot de handel op een markt in financiële instrumenten zijn toegelaten, b. instrumenten die gewoonlijk op de geldmarkt verhandeld worden, c. verhandelbare obligaties of andere schuldinstrumenten, voor zover het geen converteerbare obligaties of converteerbare schuldinstrumenten betreft en d. rechten van deelneming in een beleggingsinstelling. Deze laatste categorie zal nog worden gewijzigd (zie *Kamerstukken II 2006/07*, 30 658, nr. 5, p. 4).
15. Artikel 18 van de Richtlijn MiFID heeft betrekking op belangenconflicten.

	Beleggingsadvies	Vermogensbeheer	Execution-only* met complexe instrumenten	Execution-only met niet-complexe instrumenten
Gepastheidstoets (o.g.v. kennis en ervaring)	–	–	✓	–
Geschiktheidstoets (o.g.v. kennis, ervaring, doelstellingen risico-bereidheid)	✓	✓	–	–
Waarschuwingsplicht risico's**	✓	✓	–	–
Saldotoets***	✓	✓	✓	✓
Positietoets****	✓	✓	✓	✓

* Voor wat betreft de in artikel 4:24 lid 4 genoemde financiële instrumenten.

** Het gaat ons bij deze waarschuwingsplicht om de invulling van de effectenportefeuille. De waarschuwingsplicht bij de gepastheidstoets als bedoeld in artikel 4:23 en 24 Wft blijft gehandhaafd.

*** Zie artikel 85 Besluit Gedragstoezicht Financiële Onderneming Wft.

**** Zie artikel 86 Besluit Gedragstoezicht Financiële Onderneming Wft.

Figuur 2. Zorgplichtmatrix.

4. Implicaties uitspraken Klachtencommissie DSI voor het ken-uw-cliëntbeginsel

4.1 Twee opmerkelijke uitspraken van de Klachtencommissie DSI

Uitspraak KCD nr. 156, 9 augustus 2005

In het kort komen de klacht en het verweer op het volgende neer: Klager was optiehandelaar (32). Zijn opbrengsten bracht hij onder in een vennootschap. Er wordt in oktober 2000 € 1 701 675 (f 3 750 000) gestort bij een bank en met behulp van beleggingsadvies belegd. Klager stelt dat dit vermogen bedoeld was als pensioenvermogen. In eerste instantie wordt dit vermogen in obligaties belegd, vanaf begin 2001 wordt er in aandelen belegd teneinde de beleggingsverliezen in een andere portefeuille, bij een andere instelling aangehouden, te compenseren. De middelen om in aandelen te beleggen werden van de vennootschap geleend. Vervolgens is er geld van de bank geleend om mee te beleggen. Er werd voornamelijk in ICT-fondsen belegd. In oktober 2002 is de portefeuille geliquideerd. De schade raamt de klager op € 1 800 000. Hij eist hiervan € 900 000 als schadevergoeding van de bank.

De bank is van mening dat zij slechts als uitvoerende instelling fungeerde voor de beursorders. Adviezen werden veelal in de wind geslagen door klager. Volgens de bank hebben twee beleggingsadviseurs meerdere malen mondeling gewaarschuwd voor het genomen beleggingsrisico en kredietrisico.

De Klachtencommissie DSI oordeelt dat er sprake was van een adviesrelatie. Er was voorts bij de klager sprake van een redelijke mate van kennis van zaken. Hierover stelt de

Commissie: 'Klager was market maker en hoewel dat niet betekent dat van hem de specifieke kennis met betrekking tot het samenstellen van beleggingsportefeuilles mag worden verwacht, moet hem wel voldoende inzicht worden toegerekend om zich het onderscheid te kunnen realiseren in het risico tussen beleggingen in enerzijds vastrentende waarden en anderzijds aandelen'. Voorts is de Commissie van mening dat klager willens en wetens belegd heeft met een hefboom-effect. Toch neemt dit volgens de Commissie niet weg dat de verweerder (de bank) tekort is geschoten in haar zorgplicht jegens de klager. De bank hoorde op de hoogte te zijn van de persoonlijke omstandigheden van de klager. Het vermogen was bedoeld om inkomen uit te verkrijgen. Het lenen van de vennootschap om mee te beleggen had verweerder tot grotere waakzaamheid moeten brengen. Daar er geen sprake is geweest van een schriftelijke waarschuwing is de Commissie van oordeel dat de verweerder nalatig is geweest en daardoor medeaansprakelijk is voor de geleden schade. Er dient € 511 000 te worden vergoed.

Uitspraak KCD nr. 1, 10 januari 2007

In het kort komt deze zaak neer op het volgende: Klager is werkzaam bij een bankinstelling in Hong Kong. Privé heeft klager een adviesrelatie met een Nederlandse bankinstelling. Met het oog op repatriëring wordt er in Nederland een woning gekocht. Deze wordt uit eigen middelen voldaan. Eind 1998 benadert klager de Nederlandse bankinstelling met het verzoek een hypothecaire geldlening te verstrekken ad € 1 361 340 (f 3 000 000). De hieruit verkregen middelen dienen belegd te worden om te zijner tijd de lening mee af te lossen en overwinsten in privé te realiseren. Een ander doel is dat er inkomen uit het belegde vermogen verkregen wordt om de rentelast mee te voldoen. Vanaf begin 2002

treedt klager in dienst bij een effectenbank als algemeen directeur.

Er wordt zwaar (structureel 40%-50%) in TMT (Technologie Media Telecom)-aandelen belegd. Na een aanzienlijke koerscorrectie op de financiële markten was het vermogen gedaald tot € 489 283. De klager verwijt de bank dat, ondanks de wetenschap dat klager 'tussen twee banen in was', zij hem toch een hoge hypothecaire geldlening ter belegging heeft aangeboden¹⁶, en dat er vervolgens te zwaar in TMT-fondsen belegd is. Verweerder (de bank) is van mening dat klager deskundig is op het gebied van beleggen en verondersteld mag worden bekend te zijn met de risico's van beleggen.

Naar het oordeel van de Klachtencommissie DSI betekent een adviesrelatie dat de klager in beginsel zelf verantwoordelijk is voor zijn beleggingshandelingen. Over de deskundigheid van de klager stelt de Commissie: 'Vanaf januari 2002 trad hij als algemeen directeur in dienst bij een effectenbank in Nederland. Het vorenstaande hoeft niet te betekenen dat van hem specifieke kennis met betrekking tot het samenstellen van effectenportefeuilles mag worden verwacht. Wel moet hem voldoende kennis worden toegerekend om zich de risico's van het beleggen te kunnen realiseren'. De Commissie is uiteindelijk van mening dat de bankinstelling de klager uitdrukkelijk dan wel schriftelijk had moeten waarschuwen. De bankinstelling acht de klager voor 60% verantwoordelijk voor de schade. De verweerder dient € 53 205 te vergoeden.

4.2 Analyse van de uitspraken

Wat is opmerkelijk aan deze twee uitspraken? In beide uitspraken zijn (of waren) klagers tevens werkzaam in de financiële sector. Beide klagers hadden dan ook een dusdanige positie, dat een (grote) mate van kennis verondersteld mag worden. Het is in het bijzonder deze kennis die een cruciale rol speelt in de verhouding tot de financiële instelling. Het feit dat klagers een aanzienlijke positie bekleden, wil volgens de Klachtencommissie DSI nog niet zeggen dat er ook sprake is van een aanzienlijke – specifieke – beleggingstechnische kennis¹⁷. Wel kan er in redelijkheid gesproken worden van kennis op het gebied van risicomanagement, althans inzicht in gelopen risico's. Specifieke kennis op het gebied van moderne portfolietechnieken wordt niet bewezen. In het algemeen gezegd zou deze kennis gezien de positie, aanwezig moeten zijn. Het ontbreken van specifieke kennis impliceert dat beleggingsadviseurs deze kennis wel zouden hebben, althans in meerdere mate dan klagers. Als dit niet geval zou zijn, dan is dit klagers niet te verwijten en doet dit feitelijk niet ter zake. Uit wetenschappelijk onderzoek is gebleken dat de toegevoegde waarde van een beleggingsadviseur niet zozeer te vinden is in het succesvol selecteren van effecten, maar juist in het risicomanagement van een effectenportefeuille¹⁸.

Ofschoon ook wij de uitspraken in eerste aanleg opmerkelijk vonden, lijkt ons de gedachtengang van de Klachtencommissie DSI zuiver en in de geest van de regelgeving. Er dient nadrukkelijk, zeker onder de Wft en MiFID, onderzoek te

worden verricht naar de kennis en ervaring van de cliënt. Niet alleen dient deze informatie genoteerd te worden, maar zij dient continu meegewogen te worden in afwegingen tijdens de relatie. Daarbij dient de verhouding tussen cliënt en financiële instelling zuiver te blijven: bij grote (onverantwoorde) risico's dient schriftelijk gewaarschuwd te worden en dient de financiële onderneming een prudente houding aan te nemen. Of de (deskundig veronderstelde) klager hiermee iets doet, doet niet ter zake. Dit is vervolgens de verantwoordelijkheid van de cliënt en hier eindigt de zorgplicht van de financiële instelling. Gelet op het vorenstaande kunnen wij evenwel de motivering van de Klachtencommissie DSI met betrekking tot de waarschuwing in uitspraak KCD 1 van 2007 niet goed duiden. Deels doordat de inhoud van de vermeende waarschuwingsbrief van 23 december 2002 van verweerder niet openbaar is gemaakt, maar voornamelijk doordat niet is aangegeven waarom er nu sprake is van een 'onverantwoord groot risico'. Althans een combinatie van een 'onevenwichtig samengestelde aandelenportefeuille' en de 'risicovolle wijze waarop de portefeuille was gefinancierd', vinden wij onvoldoende onderbouwd om van een zodanige situatie te kunnen spreken. Dit geldt te meer nu de Klachtencommissie DSI heeft overwogen dat de cliënt voldoende kennis kan worden toegerekend om zich de risico's van het beleggen te realiseren.

Het bijzondere aan deze twee uitspraken is dan ook de verwarring die ontstaat door de positie van de klager. Deze kan deskundig lijken, maar dit doet niets af aan de onderzoeksplicht van de financiële instelling. In uitspraak 156 van 2005 wordt ook in de uitspraak gesproken van: 'Dat de betrokken medewerkers van verweerder kennelijk onder de indruk zijn geraakt van de professionele uitstraling van

16. De vraag had (ook) kunnen zijn: is de instelling als redelijk handelend financieel opgetreden, zie E.J. Weller, 'Paternalisme in het effectenrecht', *TvCo* 2003-4.

17. Daarbij verwijzen wij naar artikel 35 Uitvoeringsrichtlijn MiFID waarin wordt gesteld dat er de nodige kennis en ervaring moet zijn om de risico's verbonden aan de transactie te begrijpen. Daarbij kunnen de risico's van de individuele transacties lager zijn dan de risico's van een gehele effectenportefeuille. Marktontwikkelingen, nadat een transactie gedaan is, kunnen zorgen voor aanzienlijke verliezen. Hoe dit moet worden beoordeeld is ons niet duidelijk.

18. Shapira en Venezia (2001) deden onderzoek naar de beleggingsresultaten van 2411 particuliere beleggers die geheel zelfstandig belegden en vergeleken deze met de resultaten van 2887 beleggers die onder begeleiding van een beleggingsdeskundige belegden. Centraal stond de vraag of de beleggingsdeskundigen minder ontvankelijk waren voor sommige psychologische effecten dan particuliere beleggers. Shapira en Venezia (2001: 1583) concluderen dat de beleggingsdeskundigen zich positief onderscheiden ten opzichte van particuliere beleggers; zij selecteren aandelen op hun merites en niet op basis van kudgedrag zoals populaire aandelen. Daarnaast bleken veel particuliere beleggers slecht gespreide portefeuilles te hebben (Shapira, Venezia, 2001: 1584). Uit hun onderzoek bleek dat de spreiding van de beleggingen van de portefeuilles onder begeleiding verder doorgevoerd was (gemiddeld 17,8 aandelen) in vergelijking tot de zelfstandige portefeuilles (gemiddeld 6 aandelen).

klager doet aan het voorgaande (*de noodzaak tot tijdig schriftelijk waarschuwen*, EW & TL) niet af. Er dient door beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders zorgvuldig onderzoek te worden gedaan naar het kennis- en ervaringsniveau van de cliënt. Dit 'onderzoeken' betekent expliciet dat er conclusies moeten worden getrokken op basis van feiten. Deze feiten zijn vaak summier. Immers: in de besproken klacht is de klager algemeen directeur van een effectenbank. Dit is een feit en dat medewerkers van een financiële instelling hieraan conclusies verbinden is, naar nu blijkt, onverstandig maar niet geheel onbegrijpelijk. Vergelijk in dit verband de uitspraak van de Hoge Raad (HR 11 juli 2003, *LJN AF7419*). In de conclusie van advocaat-generaal, mr. D.W.F. Verkade wordt gesteld: 'Bekendheid van de cliënt met de optiehandel in het algemeen en de daaraan verbonden risico's in het bijzonder, acht ik niet een omstandigheid die – laat staan als regel – een uitzondering op de zorgplicht van de bank kan rechtvaardigen. De zorgplicht geldt immers mede ten opzichte van cliënten die wel degelijk met een en ander bekend waren en nog zijn, maar die inmiddels zijn verblind of gedreven door gesteldheden zoals die uit de wereld van het gokken bekend zijn.'

Er moet nagegaan worden wat daadwerkelijk het kennisniveau van beleggen én beleggingsrisico's is van deze cliënt. De beleggingsonderneming doet er goed aan de kennis en ervaring van de cliënt uitvoerig te toetsen en de uitkomst zorgvuldig te beoordelen. Zoals wij reeds eerder hebben opgemerkt: geen sinecure. In het verleden hebben wij wel eens een kennis- en ervaringstoets met een gekwantificeerde uitkomst voorgesteld¹⁹. Dit voorstel willen wij onverkort handhaven. Zulks te meer in het licht van de thans bekende versie van het voorstel tot implementatie van artikel 35, vijfde lid, van de uitvoeringsrichtlijn MiFID. In de toelichting kan worden gelezen: 'Uit dit alles kan worden geconcludeerd dat een beleggingsonderneming van geval tot geval, indien zij daartoe zou worden uitgenodigd door de AFM of de rechterlijke macht, aannemelijk moet kunnen maken dat zij over die informatie beschikte die redelijkerwijs relevant was om de geschiktheid van een dienst en een transactie in een financieel instrument voor de cliënt te kunnen beoordelen. Niet uitgesloten is dat informatie over een onderwerp dat wordt genoemd in de artikelen 35, derde of vierde lid, en 37, eerste lid, van de uitvoeringsrichtlijn MiFID zelfs kan ontbreken mits de beleggingsonderneming aannemelijk kan maken dat bij de beoordeling van de geschiktheid is voldaan aan criteria genoemd in artikel 35, eerste lid, van de uitvoeringsrichtlijn MiFID en dat de informatie over het ontbrekende onderwerp redelijkerwijs niet relevant was voor deze beoordeling'.

Deze verplichting leidt vermoedelijk tot een aanzienlijke verzwarende van de administratieve lasten. Vermoedelijk, omdat onduidelijk is hoe men van deze taak kan worden gekwet. Het nut ervan is, anders dan de bewijspositie, in ieder geval niet helder. Wat ons betreft is deze uitleg niet zinnig en niet redelijk uitvoerbaar. Zou de adviseur het helemaal goed doen, dan zou hij zijn vastgelegde informatie, alvorens hij de beoogde transactie uitvoert, verifiëren bij cliënt. Een dergelijke handeling is ongewenst en frustrerend

de afwikkeling van de transactie op een onaanvaardbare wijze.

5. Waarschuwingsplichten

5.1 Waarschuwingsplicht bij execution-only (gepastheidstoets)

Zoals hiervoor reeds gememoreerd is er, anders dan bij advies en beheer, een uitdrukkelijke gepastheidstoets bij execution-only. In die omstandigheid dat de cliënt geen of onvoldoende informatie verschaft over zijn kennis en ervaring, waarschuwt de beleggingsonderneming de cliënt dat zij als gevolg daarvan niet in staat is na te gaan of de financiële dienst passend is voor de cliënt²⁰. Wat er moet gebeuren als de cliënt in weerwil van de waarschuwing toch de beoogde dienst, anders dan advies en beheer, wenst af te nemen is niet duidelijk. Het lijkt erop dat het de beleggingsonderneming vrijstaat de desbetreffende dienst te verlenen. De cliënt is hierbij verantwoordelijk voor zijn handelen, in casu het nalaten van het verstrekken van relevante informatie. Dit geldt in ieder geval voor execution-only, voor zover zulks geschiedt op het verzoek van de cliënt en de diensten zijn beperkt tot – kort gezegd – de eenvoudige financiële instrumenten zoals geformuleerd in artikel 4:24 lid 4:

- aandelen die tot de handel op een markt in financiële instrumenten zijn toegelaten;
- instrumenten die tot de handel op een markt in financiële instrumenten zijn toegelaten;
- verhandelbare obligaties of andere schuldinstrumenten, voor zover het geen converteerbare obligaties of converteerbare schuldinstrumenten betreft;
- rechten van deelneming in een instelling voor collectieve beleggingen in effecten; of
- bij algemene maatregel van bestuur aan te wijzen andere financiële instrumenten.

Zijn de effectentransacties tot de bovengenoemde effecten beperkt, dan geldt (zelfs) de ken-uw-cliëntverplichting niet. Wat ons betreft kan het dan ook niet anders zijn dan dat er in een dergelijk geval geen sprake kan zijn van een waarschuwingplicht behoudens saldo- en positietoets. Immers de gegevens om vast te stellen dat de cliënt een onverantwoord risico neemt, zijn niet voorhanden.

De conclusie tot dusverre is dat er bij de gepastheidstoets een waarschuwingplicht geldt en dat er in het geval van execution-only met betrekking tot de zogenaamde 'eenvoudige financiële instrumenten' geen waarschuwingplicht geldt.

19. Zie *Het Financieel Dagblad* van 8 juli 2006.

20. Deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt (zie artikel 19 lid Richtlijn MiFID).

5.2 Waarschuwingsplicht bij beleggingsadvies en vermogensbeheer (geschiktheidstoets)

In tegenstelling tot de waarschuwingsplicht die van toepassing is bij de gepastheidstoets, zal de waarschuwingsplicht bij de geschiktheidstoets slechts in beperkte mate gestandaardiseerd kunnen worden. Deze gestandaardiseerde vorm is alleen van toepassing bij het niet slagen van de saldo- en positietoets of niet volgen van het gekozen (gestandaardiseerde) risicoprofiel. In andere gevallen zal de omstandigheid van het geval moeten leren of er een (schriftelijke) waarschuwing moet worden uitgevaardigd. Met andere woorden: de beleggingsdeskundige (vermogensbeheerder of beleggingsadviseur) zal de situatie moeten bezien en inschatten of een waarschuwing noodzakelijk is. Het is juist deze nauwelijks te limiteren omstandigheid van het geval die in toenemende mate een beroep doet op het inschattingvermogen van de beleggingsdeskundige. Zeker in het geval er onderzoek dient te worden verricht naar financiële verplichtingen (denk aan hypothecaire geldverstrekkingen), onroerende goederen, maar ook kennis, ervaring en zelfs professe. De beleggingsdeskundige dient hierbij tijdens zijn advisering met verschillende variabelen rekening te houden en zich continu rekenschap te geven van bijzondere omstandigheden die op de cliënt van toepassing zijn. Het is derhalve denkbaar dat financiële ondernemingen sneller schriftelijk zullen waarschuwen voor risico's. In toenemende mate zullen dit waarschuwingen zijn die niet direct noodzakelijk zijn, maar veiligheidshalve worden verstrekt vanuit 'zorgplichtoverwegingen'.

6. De rol van de compliance officer

De meeste compliance officers zijn momenteel druk doende met het zich inlezen in de Wft en de MiFID. De voornaamste activiteit is de medewerkers attent te maken op de (aanstaande) wijzigingen met betrekking tot het ken-uw-cliëntbeginsel. In samenspraak met deze medewerkers zullen, zowel op het commerciële als het operationele gebied, keuzes moeten worden gemaakt met betrekking tot de invulling van de open normen. Het is aan de compliance officer adequate gedragsregels en afdoende procedures vast te stellen, te implementeren en in stand te houden waarmee elk risico kan worden opgespoord dat de onderneming niet voldoet aan haar verplichtingen uit hoofde van het ken-uw-cliëntbeginsel. De compliance officer wordt geacht de hoogste leiding van de onderneming tijdig te informeren omtrent de ontwikkelingen²¹.

Ook bij de uitvoering van de gemaakte keuzes wordt de compliance officer betrokken. Op grond van de verkregen informatie moet de onderneming beslissen of de dienst passend is voor de cliënt. Geen sinecure en een zeer verantwoordelijk besluit, dat – zo leert de ervaring – zeer zorgvuldig moet worden gedocumenteerd. Alle relevante gegevens zullen moeten worden opgevraagd en een afgewogen beslissing zal moeten worden genomen.

Een soortgelijke beslissing moet worden genomen bij het uitvoeren van de permanente geschiktheidstoets. Zoals beschreven, zal de onderneming een keuze moeten maken op het gebied van het opvragen van de relevante gegevens, het

toetsen van deze gegevens en deze permanent te combineren met de samenstelling van de effectenportefeuille. In het geval de financiële onderneming besluit de cliënt te waarschuwen voor de mogelijk nadelige gevolgen van de beoogde effectentransactie, hetgeen een vast onderdeel van een redelijk handelend en redelijk bekwaam adviseur behoort te zijn, dan rijst de vraag wat te doen ingeval de cliënt in weerwil van de waarschuwing de transactie wenst uit te voeren. Een situatie waarin wellicht de eigen verantwoordelijkheid van de cliënt ophoudt en het bevoogden door de onderneming begint. De onderneming zal in ieder geval een weloverwogen beslissing moeten nemen die men zowel intern als extern kan uitleggen. Een beslissing waarbij het bewaken van de reputatie van de financiële onderneming een evidente rol speelt. Een belang dat zeker zo zwaar weegt als het exact volgen van regelgeving. Bij de vorenbedoelde belangenafweging kan een compliance officer een constructieve rol vervullen.

21. Artikelen 6 en 9 van de Richtlijn 2006/73/EG betreffende org. eisen voorwaarden beleggingsondernemingen.