

MR T.G.A. ALFERINK

Chinese Walls: de stand van zaken

Dat sinds de Aanbeveling van de Europese Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties¹ (de ‘Aanbeveling’) door de stormachtige ontwikkeling van de effectenhandel ook in Nederland een veelheid aan effectenrechtelijke regelgeving is ontstaan, zal niemand ontgaan zijn. Een van de Aanbevelingen die de Commissie formuleert komt erop neer dat tussenpersonen op financieel gebied dienen te trachten alle belangenconflicten, hetzij tussen hen en hun cliënten of overige zakenrelaties hetzij tussen de cliënten en zakenrelaties onderling, te voorkomen, en, indien dergelijke belangenconflicten zich toch voordoen, voorzieningen te treffen waardoor uit deze situatie door de tussenpersoon geen direct of indirect voordeel wordt verkregen en elk nadeel voor hun cliënten en zakenrelaties wordt voorkomen (algemeen beginsel 6). Bij het binnen één financiële instelling uitoefenen van een combinatie van activiteiten op de financiële markten (combinaties van bijvoorbeeld het kredietbedrijf, het effectenbedrijf, het effectenresearchbedrijf en het emissiebedrijf) zou de financiële instelling voordeel voor zichzelf of voor haar cliënten kunnen behalen door bij de ene activiteit gebruik te maken van informatie die haar uit hoofde van een andere activiteit bekend is. Door haar activiteiten op het gebied van bijvoorbeeld het kredietbedrijf (bedrijfsfinanciering) kan een bank beschikken over gedetailleerde – en niet-openbare – informatie over de financiële positie van een bedrijf, welke informatievoorsprong vanzelfsprekend niet door de bank gebruikt mag worden in het kader van haar effectenbedrijf.

In de veelheid van Nederlandse effectenrechtelijke regelgeving is dan ook een groeiend aantal bepa-

lingen opgenomen waarin de wetgever aan allerlei ‘financiële instellingen’ voorschrijft om bij het binnen één financiële instelling uitoefenen van een combinatie van activiteiten op de financiële markten, de uit de verschillende activiteiten afkomstige informatiestromen dusdanig te reguleren dat informatie afkomstig uit één activiteit niet bekend wordt bij medewerkers van andere bedrijfsonderdelen (met ‘financiële instellingen’ worden hier overigens alle financiële instellingen die op de Nederlandse financiële markten actief zijn bedoeld en niet slechts de beperkte groep van financiële instellingen die valt onder de omschrijving van artikel 1 lid 1 onder c van de Wet toezicht kredietwezen 1992 (‘Wtk’)). De op basis van deze regelgeving door een financiële instelling ingestelde interne regels ter scheiding van de informatiestromen worden meestal aangeduid met termen als ‘Chinese Walls’ of ‘firewalls’, om aan te geven dat met de regels voor scheiding van informatie als het ware muren tussen de verschillende activiteiten van de financiële instelling moeten worden aangebracht. Met het invoeren en handhaven van de Chinese Walls beoogt de financiële instelling enerzijds in lijn met de Aanbeveling te voorkomen dat belangenconflicten ontstaan tussen de financiële instelling en haar cliënten en tussen haar cliënten onderling (en indien deze belangenconflicten zich toch voordoen adequaat om te gaan met het conflict) en anderzijds te voorkomen dat binnen de financiële instelling aanwezige voorwetenschap bekend wordt bij medewerkers van andere afdelingen binnen de financiële instelling. Hiermee hoopt de financiële instelling uiteindelijk te ontkomen aan potentiële uitbelangenverstremelingen en het gebruik van voorwetenschap voortvloeiende strafrechtelijke, bestuursrechtelijke en civielrechtelijke aansprakelijkheid.

¹ Aanbeveling 77/534/EEG van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties (PB 1977, L 212/37).

Het toezicht op het opbouwen en de naleving van de Chinese Walls binnen een financiële instelling is bij uitstek een taak van de 'compliance officer'. De compliance officer is – kort gezegd – belast met het toezicht op de naleving van interne (gedrags)regels in een financiële instelling. In het kader van deze bijdrage aan dit nummer over compliance zal naast de stand van zaken op het gebied van de regelgeving dan ook bekeken worden hoe de stand van zaken is op het gebied van de naleving van de Chinese Walls en het vereiste toezicht op de naleving.

Huidige regelgeving

Op dit moment zijn op de op de Nederlandse financiële markten actieve financiële instellingen verschillende (en in bepaalde gevallen meerdere) financiële toezichtswetten en lagere regelgeving van toepassing. Een deel van deze regelgeving verplicht de betreffende financiële instelling tot het instellen en handhaven van Chinese Walls. Met name de Wet toezicht effectenverkeer 1995 ('Wte') en de bijbehorende regelgeving bevatten regels op het gebied van Chinese Walls die van toepassing zijn op een groot deel van de op de Nederlandse effectenmarkten actieve financiële instellingen.

Wet toezicht effectenverkeer 1995

Instellingen die op basis van artikel 7 Wte een vergunning voor het aanbieden of verrichten van diensten als effecteninstelling (effectenbemiddelaar of vermogensbeheerder, zie artikel 1 onder b, c en d Wte) wensen aan te vragen, dienen op het moment van aanvragen aan te tonen dat voldaan wordt aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen algemene regels ten aanzien van onder andere (artikel 7 lid 4 onder c Wte):

'bedrijfsvoering, waaronder maatregelen gericht op het bevorderen en handhaven van een integere bedrijfsvoering'

Het instellen van Chinese Walls is een belangrijke maatregel ter bevordering en handhaving van een integere bedrijfsvoering binnen de effecteninstelling. De effecteninstelling dient niet alleen op het moment van aanvragen te voldoen aan de te stellen regels ter bevordering en handhaving van een integere bedrijfsvoering, ook wanneer de effecteninstelling eenmaal in het bezit is van een vergunning dient zij zich te houden aan de te stellen regels op dit gebied (artikel 11 lid 1 onder c Wte).

De regels voor vergunninghouders neergelegd in artikel 11 lid 1 Wte gelden niet uitsluitend voor ver-

gunninghoudende effecteninstellingen. Artikel 11 lid 5 Wte bepaalt namelijk dat de regels voor vergunninghouders van overeenkomstige toepassing zijn op kredietinstellingen of financiële instellingen (ditmaal wel als bedoeld in artikel 1 lid 1 sub c Wtk, financiële instellingen waaraan een verklaring van ondertoezichtstelling op basis van artikel 45 Wtk is verleend) die zijn ingeschreven in het register van artikel 52 Wtk en aan wie het op basis van de Wtk is toegestaan diensten ter zake van effectenbemiddeling of vermogensbeheer aan te bieden, de zogenaamde 'effectenkredietinstellingen'. Effectenkredietinstellingen zijn niet onderworpen aan de vergunningplicht van artikel 7 lid 1 Wte, maar bezitten een vergunning voor het uitoefenen van het bedrijf van kredietinstelling (artikel 6 Wtk). De regels voor vergunninghouders zijn eveneens van overeenkomstige toepassing op in Nederland (al dan niet door middel van een bijkantoor) actieve effecteninstellingen, die zijn gevestigd in een andere lidstaat en in die lidstaat over een vergunning beschikken voor het uitoefenen van het bedrijf van effecteninstelling ('buitenlandse vergunninghouders'). De verplichting tot het instellen van Chinese Walls als onderdeel van de maatregelen gericht op het bevorderen en handhaven van een integere bedrijfsvoering geldt dus voor effecteninstellingen, effectenkredietinstellingen en buitenlandse vergunninghouders.

Sinds 1 december 2003 dienen ook verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen en alle andere financiële instellingen die op de effectenmarkt actief zijn zich te houden aan de bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen effectentypische gedragsregels, waaronder regels met betrekking tot het omgaan met koersgevoelige informatie en het voorkomen van belangenverstrengelingen (artikel 18a Wte). Deze verplichting ziet onder meer op het instellen van Chinese Walls.

De Wte legt daarmee aan de volgende drie groepen van op de effectenmarkten actieve financiële instellingen de verplichting op interne regels op te stellen welke zijn gericht op het bevorderen en handhaven van een integere bedrijfsvoering (waaronder Chinese Walls): (i) vergunninghouders op basis van artikel 11 lid 1 Wte, (ii) effectenkredietinstellingen en buitenlandse vergunninghouders op basis van artikel 11 lid 4 Wte en (iii) alle andere financiële instellingen op basis van artikel 18a Wte.

Besluit toezicht effectenverkeer 1992

De in de bovenstaande Wte-voorschriften bedoelde algemene maatregel van bestuur is (uiteraard) het

Besluit toezicht effectenverkeer 1995 ('Bte'). Van de regels voor vergunninghouders (artikelen 21 tot en met 32a Bte) zijn op het gebied van de Chinese Walls met name artikelen 24a tot en met 24c Bte van belang. Deze artikelen verplichten de effectenin- stellingen tot het vaststellen van een eigen beleid op het gebied van de in deze artikelen genoemde integri- teitsaspecten en het daadwerkelijk uitvoeren van dat beleid. Een van de genoemde integriteitsaspecten is het tegengaan van verstrengeling van tegenstrijdige belangen (artikel 24a Bte). De effecteninstelling dient zelf haar beleid te bepalen ter voorkoming van ver- strengeling van tegenstrijdige belangen. Dit beleid dient zijn neerslag te vinden in organisatorische en administratieve procedures en maatregelen. Deze procedures en maatregelen omvatten mede het instel- len en handhaven van Chinese Walls. De regels van de artikelen 24a tot en met 24c Bte zijn van overeen- komstige toepassing op effectenkredietinstellingen en buitenlandse vergunninghouders (artikel 35a Bte).

De regels van de artikelen 24a tot en met 24c Bte zijn niet van toepassing op alle andere financiële instellingen die vallen onder artikel 18a Wte.² Wel dienen deze financiële instellingen zich krachtens artikel 45a Bte te houden aan door de AFM in de NRge gestelde regels op het gebied van onder meer het voorkomen van belangenverstrengeling die te maken heeft met effectentransacties.

Nadere Regeling gedragtoezicht effectenverkeer 2002

Het op basis van de Bte verplichte zelfstandig opgestelde beleid op het gebied van voorkoming van verstrengeling van tegenstrijdige belangen dient te voldoen aan door de Stichting Autoriteit Financiële Markten ('AFM') in de Nadere Regeling gedragstoe- zicht effectenverkeer 2002 ('NRge') vastgestelde meer specifieke regels op het gebied van Chinese Walls. Deze meer specifieke regels gelden als de mini- mumvoorwaarden waaraan de interne (zelf)regule- ring van de financiële instellingen dient te voldoen. De kern van de regels op het gebied van Chinese Walls wordt gevormd door artikel 19 NRge, dat aan- geeft in welke gevallen een effecteninstelling ver- plicht is tot het treffen van maatregelen die nodig zijn voor een onafhankelijk marktoptreden met betrek- king tot het combineren van activiteiten binnen de effecteninstelling of de groep waarvan de effectenin- stelling deel uitmaakt:

Indien door het combineren van activiteiten in een effecteninstelling, of in een groep waarvan een effecte- ninstelling deel uitmaakt:

a de belangen van cliënten van de effec- teninstelling kunnen worden geschaad door belan- genconflicten tussen de effecteninstelling en haar cliënten of tussen haar cliënten onderling; of

b de adequate functionering van de effec- tenmarkten dan wel het vertrouwen van beleggers in de adequate functionering van de effectenmarkten kan worden geschaad, doordat koersgevoelige of andere vertrouwelijke marktinformatie, die bekend is bij aan de effecteninstelling verbonden personen die zorg dragen voor de uitoefening van bepaalde activi- teiten, bekend kan worden bij personen die zorg dra- gen voor de uitoefening van andere activiteiten van de effecteninstelling, dan wel bij personen die werkzaam zijn bij een andere instelling van de groep waartoe de effecteninstelling behoort, treft de effecteninstelling alle maatregelen die nodig zijn voor een onafhan- kelijk marktoptreden met betrekking tot de in de aan- hef van dit artikel bedoelde activiteiten alsmede ter vermindering van de verspreiding van die informatie buiten de kring van personen die daarover uit hoofde van hun werkzaamheden in de effecteninstelling beschikken.

Een effecteninstelling (en daarmee volgens artikel 35a Bte ook effectenkredietinstellingen en buiten- landse vergunninghouders) dient dus afdoende maat- regelen te nemen wanneer binnen de effectenin- stelling bepaalde activiteiten op een dusdanige wijze gecombineerd worden dat daarmee ofwel (a) de belangen van haar cliënten geschaad kunnen worden door belangenconflicten tussen de effectenin- stelling en haar cliënten of door belangenconflicten tussen haar cliënten onderling, ofwel (b) (het vertrouwen in) de adequate werking van de effectenmarkten kan worden geschaad.³ De 'gevoelige' combinaties van activiteiten zijn niet alleen de combinatie tussen het kredietbedrijf en het effectenbedrijf, maar ook com- binaties van deze activiteiten met bijvoorbeeld anali- senfuncties, het emissiebedrijf, clearing en settlement en market making. Indien binnen één effectenin- stelling of binnen de groep waartoe de effectenin- stelling behoort dergelijke activiteiten gecombineerd wor- den, behoort de effecteninstelling tussen deze activi- teiten Chinese Walls in te stellen en te handhaven.

Wanneer de effecteninstelling op basis van artikel 19 heeft vastgesteld dat zij over Chinese Walls dient te beschikken, is de volgende vraag welke maatregelen

² Tenzij deze instellingen vallen onder één van de vrijstellingen van de artikelen 18a tot en met 18c Besluit toezicht effectenver- keer 1995.

³ Toelichting op de Nadere Regeling gedragtoezicht effectenverkeer 2002, p. 63.

de instelling dan dient te treffen om een onafhankelijk marktoptreden te garanderen. Artikel 20 NRge bepaalt daartoe dat de effectenininstelling kan voldoen aan het vereiste van het treffen van maatregelen door het doorvoeren van (a) een fysieke scheiding tussen de verschillende activiteiten en (b) een organisatorische en personele scheiding van activiteiten tot een zo hoog mogelijk niveau binnen de organisatie. De effectenininstelling dient dus een aantal maatregelen van verschillende aard te nemen: fysieke scheiding van de activiteiten (bijvoorbeeld het afbakenen van *restricted areas*), organisatorische scheiding (bijvoorbeeld doordat iedere activiteit een eigen management dient te hebben) en personele scheiding (bijvoorbeeld geen uitwisseling van personeel tussen de verschillende activiteiten). Het staat de effectenininstelling vrij in plaats van en naast de genoemde minimumvoorwaarden andere (aanvullende) maatregelen te treffen.

Met de eis dat de organisatorische scheiding dient te worden ingevoerd tot op een zo hoog mogelijk niveau binnen de organisatie, komt meteen een van de knelpunten van Chinese Walls naar voren. Doordat (Nederlandse) financiële instellingen een collegiale bestuursstructuur kennen, is het niet mogelijk Chinese Walls door te trekken tot het niveau van de raad van bestuur van de financiële instelling. Voor het nemen van collegiale besluiten zullen de leden van de raad van bestuur gelijk geïnformeerd dienen te zijn, hetgeen door het doorvoeren van de Chinese Walls juist onmogelijk gemaakt zou worden. Met begrip voor deze situatie geeft de NRge daarom aan dat de Chinese Walls tot het hoogst haalbare niveau binnen de organisatie dienen te worden opgetrokken.

Verder dient de effectenininstelling een reglement in te voeren met daarin een gedragscode voor het omgaan met koersgevoelige informatie of andere vertrouwelijke marktinformatie door de aan de effectenininstelling verbonden personen (artikel 22 NRge). Ook dient de effectenininstelling een lijst aan te leggen van alle verbonden personen die uit hoofde van hun functie of positie regelmatig over dergelijke informatie beschikken. Het gaat hierbij om de scheiding van koersgevoelige of vertrouwelijke informatie met betrekking tot alle financiële instrumenten die kwali-

ficeren als 'effect' in de zin van artikel 1 sub a Wte en niet alleen over koersgevoelige informatie met betrekking tot beursgenoteerde effecten of aan beursgenoteerde effecten verbonden derivaten (zoals bij het verbod op het handelen met voorwetenschap van artikel 46 Wte).

De artikelen 19 tot en met 22 NRge⁴ zijn niet van toepassing op alle andere financiële instellingen als bedoeld in artikel 18a Wte. Voor deze categorie financiële instellingen bevatten de artikelen 44a en 44b NRge echter vergelijkbare voorschriften. Ook deze financiële instellingen dienen minimaal zorg te dragen voor een fysieke, organisatorische en personele scheiding tussen de activiteiten of vergelijkbare maatregelen.

Al met al verplicht de wetgever in de Wte alle financiële instellingen die onderworpen zijn aan het effectentypisch gedragstoezicht tot het instellen en handhaven van Chinese Walls tussen de verschillende 'gevoelige' activiteiten die in een dergelijke (groep van) financiële instelling(en) verricht worden. Hiermee hanteert de wetgever een geïntegreerde benadering voor de gehele financiële sector, zodat alle financiële instellingen die actief zijn op de effectenmarkten aan (materieel) dezelfde effectentypische gedragsregels zijn gebonden, hetgeen bijdraagt aan het waarborgen van integer gedrag op deze markten.⁵ Het instellen en handhaven van Chinese Walls is een essentieel onderdeel voor het waarborgen van integer gedrag door de op de effectenmarkten actieve financiële instellingen.

Overige bestaande regelgeving

Ondanks het feit dat op de effectenmarkten actieve vergunninghoudende effectenkredietinstellingen onderworpen zijn aan de effectentypische gedragsregels van de Wte, dienen deze kredietinstellingen ook op basis van de Wtk te voldoen aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels ter zake van onder meer het tegengaan van verstrengeling van tegenstrijdige belangen (artikelen 22a en 30ca Wtk). Daarbij wordt expliciet aangegeven dat tot deze regels niet de effectentypische gedragsregels bedoeld in artikel 18a Wte behoren (wat enigszins vreemd is want een vergunninghoudende effecten-

⁴ Artikel 21 NRge ziet op een effectenininstelling die op een effectenbeurs verantwoordelijk is voor het onderhouden van een markt in één of meerdere fondsen (hoekmanactiviteiten) en wordt hier verder niet besproken.

⁵ Memorie van Toelichting bij de Wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 in verband met uitbreiding van het effectentypisch gedragstoezicht naar alle financiële instellingen die actief zijn op de effectenmarkten, Kamerstukken II, 2001/2002, 28 361, nr. 3, p. 6.

kredietinstelling is onderworpen aan de effectentypische gedragsregels voor vergunninghoudende effecteninstellingen via artikel 11 lid 5 Wte en valt helemaal niet onder artikel 18a Wte). Het gaat hier om integere bedrijfsvoering die niet met effectentypische gedragingen van de kredietinstelling van doen heeft. In het Besluit integere bedrijfsvoering kredietinstellingen en verzekeraars ('Besluit') worden op basis van onder andere artikel 22a Wtk nadere regels gesteld op het gebied van de (niet-effectentypische) integere bedrijfsvoering van kredietinstellingen en verzekeraars. Ook in de op basis van onder meer artikel 22a Wtk uitgevaardigde Regeling Organisatie en Beheersing ('ROB') van De Nederlandsche Bank N.V. ('DNB')⁶ worden regels gesteld betreffende de beheersing van risico's die vergunninghoudende effectenkredietinstellingen lopen, daarbij inbegrepen de risico's voortvloeiende uit het niet of onvoldoende naleven van regelgeving en inbreuken op de integriteit van de bedrijfsvoering. De integere bedrijfsvoering van financiële instellingen die niet met effectentypische gedragingen van doen heeft ziet bijvoorbeeld op het tegengaan van belangenconflicten tussen de financiële instelling en haar bestuurders of commissarissen, bijvoorbeeld door het stellen van regels met betrekking tot het verstrekken van leningen aan bestuurders of commissarissen. Het belang van Chinese Walls bij het vermijden van dergelijke belangenconflicten is minder goed voorstelbaar dan op het gebied van het effectentypisch gedrag. De in het Besluit en de ROB gegeven regels zijn dan ook meer algemene verplichtingen tot het voeren van een integere bedrijfsvoering en bevatten geen specifieke voorwaarden waaraan de Chinese Walls dienen te voldoen.

Naast de bovenstaande wettelijke regelingen en de daarop gebaseerde nadere regelgeving bestaat nog de Gedragscode ter bevordering van een gescheiden behandeling van koersgevoelige informatie ('Gedragscode') van de Nederlandse Vereniging van Banken ('NVB'). De Gedragscode is sinds 1 april 1991 van kracht en is een voor de leden van de NVB bindende regeling. De Gedragscode bevat diverse voorschriften voor het scheiden van de behandeling van koersgevoelige informatie tussen het krediet-, emissie- en effectenbemiddelingsbedrijf. De leden dienen onder meer een fysieke of ten minste duidelijke pro-

cedurele scheiding aan te brengen tussen krediet-, emissie- en effectenbemiddelingsbedrijf (dit voorschrift is vergelijkbaar met artikel 20 NRge). Ook zijn de leden verplicht een 'Toezichthouder' aan te stellen, dat wil zeggen een persoon die door het betreffende lid is belast met het toezicht op de implementatie en controle van de naleving van de Chinese Walls in het bedrijf (oftewel: de compliance officer).

Wet financieel toezicht (2005)

In 2002 is besloten tot een ingrijpende herziening van het toezicht op de financiële-marktsector in Nederland.⁷ Uitgangspunt van deze herziening was het tot die tijd gehanteerde sectorale toezichtsmodel te vervangen voor een functioneel toezichtsmodel.⁸ De overgang naar het functioneel toezichtsmodel wordt in twee fasen gerealiseerd. De eerste fase is in september 2002 afgerond, hierbij is op basis van het bestaande wettelijke kader het gedragstoezicht op de financiële instellingen (waaronder de hierboven omschreven regelgeving op het gebied van Chinese Walls) overgedragen aan de AFM, terwijl het prudentieel toezicht op financiële instellingen wordt uitgevoerd door DNB en de Pensioen- & Verzekeringskamer. De tweede fase van de hervorming bestaat eruit om de huidige (sectorale) wetgeving te vervangen door een functioneel ingericht wettelijk stelsel: de Wet op het financieel toezicht ('Wft'). De Wft vervangt acht bestaande toezichtswetten, waaronder de Wte en de Wtk. Het wetsvoorstel met het algemeen deel van de Wft is op 3 augustus 2004 aan de Tweede Kamer aangeboden. De Wft zal naar verwachting niet eerder dan 1 januari 2006 in werking treden.

De regels met betrekking tot Chinese Walls zullen worden opgenomen in het derde deel van de Wft, het deel over het gedragstoezicht. De consultatie over het ontwerp van het derde deel van de Wft heeft inmiddels plaatsgevonden, de mogelijkheid te reageren op het ontwerp liep tot 11 juni 2004. Naast het stroomlijnen van op dit moment nog over de verschillende sectorale wetten verdeelde gedragsregels, worden in het ontwerp van het derde deel van de Wft enkele inhoudelijke vernieuwingen geïntroduceerd. Op het gebied van Chinese Walls bevat het ontwerp vooralsnog geen grote wijzigingen. Net als de Wte en de Wtk bevat de Wft (zij het in andere bewoordingen) de verplichting voor financiële instellingen om hun

⁶ Handboek Wtk, januari 2004, nr. 4201.

⁷ Kamerstukken II, 2001/2002, 28 122, nrs. 1-3.

⁸ Zie MvT Wet op het financieel toezicht, TK II 2003/2004, 29 708, nr. 3 en onder meer: Van den Berg, Jonk en Moelker, 'Naar een Wet op het financieel toezicht', TvE 2003-10, pp. 192-200.

bedrijfsvoering zodanig in te richten dat deze voldoet aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels met betrekking tot onder andere integriteit, waaronder mede verstaan wordt het tegengaan van verstrengeling van tegenstrijdige belangen (zie onder meer artikel 3:3.4 Wft). Dit betekent dat onder andere regels gesteld zullen worden voor het hanteren van Chinese Walls.⁹ Deze verplichting komt op verschillende plaatsen in het derde deel van de Wft terug voor de verschillende categorieën van financiële instellingen die onder de werking van de Wft vallen. Op dit moment is nog niets bekend over het (eventuele) aanpassen van de regelingen ter uitvoering van deze verplichting (vergelijkbaar met de huidige Bte, NRge en de Wtk uitvoeringsregelingen). Het is daarom onduidelijk of de invoering van de Wft ook gevolgen zal hebben voor de meer specifieke voorschriften voor de vorm en inhoud van de Chinese Walls.

Richtlijn marktmisbruik

Het Europees Parlement en de Raad hebben op 28 januari 2003 de Richtlijn betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)¹⁰ ('Richtlijn Marktmisbruik') vastgesteld. Doel van de richtlijn is het bestaande regime van Richtlijn 89/592/EEG aan te scherpen en uit te breiden teneinde te komen tot een betere bescherming van de marktintegriteit op de financiële markten. In overweging 24 van de Richtlijn marktmisbruik staat de oprichting van Chinese Walls vermeld als een van de manieren waarop professionele marktpartijen een bijdrage kunnen leveren aan de marktintegriteit.

De Richtlijn Marktmisbruik richt zich met name op belangenconflicten op het gebied van research en andere voor het publiek bestemde informatie waarin beleggingsstrategieën worden aanbevolen of voorgesteld.

Artikel 6.5 van de Richtlijn Marktmisbruik verplicht de lidstaten erop toe te zien dat voorzien is in passende regelgeving om ervoor te zorgen dat onder andere effectenadviseurs, analisten en personen die effectenresearch verrichten ten aanzien van financiële instrumenten waarop door hen verstrekte informatie

(analistenrapporten, beleggingsadviezen) betrekking heeft hun belangen bekendmaken of de belangenconflicten ten aanzien van deze financiële instrumenten meedelen. In Richtlijn 2003/125/EG van de Commissie¹¹ tot uitvoering van de Richtlijn marktmisbruik op het gebied van de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten ('Richtlijn Belangenconflicten') worden nadere regels gesteld voor het op passende wijze bekendmaken van wezenlijke financiële belangen in financiële instrumenten die het voorwerp uitmaken van informatie waarin beleggingsstrategieën worden aanbevolen, alsook van belangenconflicten of zeggenschapsrelaties ten aanzien van de emittent op wie de informatie rechtstreeks of middellijk betrekking heeft. Daarbij geeft de Commissie aan dat van de betrokken personen die beleggingsaanbevelingen uitbrengen niet mag worden verlangd dat zij de bestaande informatiescheidingen negeren die zijn ingesteld om belangenconflicten te voorkomen en te vermijden (overweging 7 Richtlijn Belangenconflicten). De beleggingsadviseur zal dus wel de Chinese Walls dienen te eerbiedigen en behoeft geen elders in de financiële instelling aanwezige belangen(conflicten) te onthullen wanneer hij door de werking van de Chinese Walls geen weet heeft van deze belangen(conflicten). De objectiviteit van de beleggingsadviseur zou als zodanig echter in het geding kunnen komen, doordat twijfel zou kunnen bestaan over de werking van de Chinese Walls. Daartoe schrijft de Richtlijn Belangenconflicten in artikel 6.2 voor dat financiële instellingen de binnen de financiële instelling getroffen effectieve organisatorische en administratieve regelingen om belangenconflicten ten aanzien van aanbevelingen te voorkomen en te vermijden, met inbegrip van informatiescheidingen, in algemene bewoordingen openbaar maken.

Over het wetsvoorstel tot wijziging van de Wte ter implementatie van de Richtlijn Marktmisbruik heeft een consultatie door het Ministerie van Financiën plaatsgevonden. De Richtlijn Marktmisbruik zal voorafgaand aan het in werking treden van de Wft in de Wte geïmplementeerd worden (de implementatietermijn liep af op 12 oktober 2004, deze termijn is niet gehaald), waarna de wijzigingen in de Wte in de

⁹ Zie consultatiedocument Memorie van Toelichting deel Gedragstoezicht, toelichting bij artikel 3:3.4.

¹⁰ Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (PB 2003, L 96/16).

¹¹ Richtlijn 2003/125/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van de Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten. (PB 2003, L 339/73).

Wft zullen worden overgenomen. In het wetsvoorstel is in artikel 47e voor een ieder die met betrekking tot effecten als bedoeld in (het nieuwe) artikel 46 lid 1 Wte (kort gezegd: effecten die zijn toegelaten tot de *handel* op een erkende Nederlandse gereglementeerde markt of een overheidswege toegelaten buitenlandse effectenbeurs en derivaten van dergelijke effecten) voor het publiek bestemde informatie openbaar maakt waarin beleggingsstrategieën worden aanbevolen of voorgesteld, de verplichting opgenomen tot het gelijktijdig openbaar maken van hun financiële of andere belangen ten aanzien van de betreffende effecten. De verplichting om de regels van informatiescheiding (de Chinese Walls) in algemene bewoordingen openbaar te maken bestaat voor effecteninstellingen al op basis van artikel 33 lid 1 onder 5 NRge.

Doelen van Chinese Walls

De doelen van het instellen van Chinese Walls zijn mooi weergegeven in de tekst van artikel 19 NRge: met de Chinese Walls beoogt de financiële instelling (a) te voorkomen dat de belangen van cliënten van de effecteninstelling kunnen worden geschaad door belangenconflicten tussen de financiële instelling en haar cliënten of tussen haar cliënten onderling en (b) te voorkomen dat gebruik wordt gemaakt van binnen de financiële instelling aanwezige voorwetenschap, waarmee de adequate functionering van de effectenmarkten dan wel het vertrouwen van beleggers in de adequate functionering van de effectenmarkten kan worden geschaad. Alhoewel de financiële instellingen zich natuurlijk kunnen vinden in deze (nobe) doelen die met het instellen van de Chinese Walls gediend zijn, zullen zij zich hierbij toch ook door andere (eigen)belangen laten leiden.

Naleving regelgeving

Allereerst zal de financiële instelling willen voldoen aan de in de hiervoor genoemde wet- en regelgeving gestelde verplichtingen met betrekking tot het invoeren van Chinese Walls. In een aantal gevallen kan het niet voldoen aan deze verplichtingen leiden tot het opleggen van bestuursrechtelijke sancties door de voor die wet bevoegde toezichthouder (bijvoorbeeld bij schending van artikel 19 NRge en artikel 18 ROB). Daarnaast is het mogelijk dat de vergunning om op te treden als effecteninstelling of kredietinstelling ingetrokken wordt vanwege schending van de verplichting tot het instellen van Chinese Walls. Het

niet voldoen aan de vereisten van artikel 11 Wte is zelfs een economisch delict. Het belangrijkste gevolg van acties van de toezichthouders of het Openbaar Ministerie wegens het niet naleven van de verplichtingen op het gebied van Chinese Walls zal evenwel zijn dat de financiële instelling daarmee kans loopt op (aanzienlijke) reputatieschade. De financiële instellingen zullen er dan ook alles aan willen doen om dit soort 'schandalen' te voorkomen.

Voorkomen strafrechtelijke aansprakelijkheid

Met het instellen van Chinese Walls beoogt de financiële instelling ook te ontkomen aan strafrechtelijke aansprakelijkheid wegens overtreding van het verbod op het handelen met voorwetenschap (artikel 46 Wte) en het doorgeven van koersgevoelige informatie (het 'tipverbod' van artikel 46a Wte). Zonder Chinese Walls zou de financiële instelling namelijk vanaf het moment dat zij in het kader van een van haar activiteiten (bijvoorbeeld kredietverlening) over als voorwetenschap kwalificerende wetenschap zou beschikken, niet meer mogen handelen, bemiddelen of adviseren bij transacties in effecten (in de zin van artikel 46 Wte) van het bedrijf waarover zij die informatie heeft. Informatie die op een bepaald niveau binnen de financiële instelling bekend is zal nu eenmaal vrij snel gelden als informatie van de financiële instelling in haar geheel, zodat de aanwezigheid van koersgevoelige informatie in het kader van een van de activiteiten de gehele financiële instelling 'besmet'.

De wetgever heeft in artikel 46 lid 3 Wte een uitzondering opgenomen voor rechtspersonen of instellingen waarvan de werknemers die zijn betrokken bij het verrichten of bewerkstelligen van een effectentransactie slechts beschikken over voorwetenschap met betrekking tot de handel (en niet over de elders in de financiële instelling aanwezige voorwetenschap over het betreffende effect). Het feit dat voorwetenschap aanwezig is bij werknemers van de financiële instelling die niet betrokken zijn bij de effectentransactie, leidt daarmee niet tot overtreding van artikel 46 lid 1 Wte.¹² Artikel 46a lid 2 Wte bevat een soortgelijke uitzondering op het tipverbod, het is een financiële instelling niet verboden een derde een transactie in effecten aan te bevelen wanneer de werknemers die betrokken zijn bij het aanbevelen niet beschikken over voorwetenschap.

Het wetsvoorstel tot wijziging van de Wte ter

12 Zie uitgebreider: M.C.M. van Dijk, *Chinese Muren*, 2001, NIBE-Bankjuridische Reeks nr. 40, pp. 33-36.

implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik bevat een nieuwe regeling van het verbod van handel met voorwetenschap.¹³ In het kader van de Chinese Walls is met name relevant dat artikel 46 Wte niet langer een uitzondering bevat voor de situatie dat de betrokken handelaren handelden zonder voorwetenschap doordat zij door de Chinese Walls geen toegang hadden tot de koersgevoelige informatie. Het verbod van artikel 46 Wte bevat echter een nieuw element dat het vervallen van de uitzondering ondervangt: in het nieuwe verbod van artikel 46 Wte is het slechts verboden 'gebruik te maken van' voorwetenschap. Er dient daardoor een verband te bestaan tussen de voorwetenschap en het verrichten of bewerkstelligen van een effectentransactie. Het Openbaar Ministerie zal dienen te bewijzen dat bij het aangaan van de effectentransactie daadwerkelijk gebruikgemaakt is van de in de financiële instelling aanwezige voorwetenschap met betrekking tot het effect. De financiële instelling handelt dus niet in strijd met het verbod van artikel 46 Wte wanneer zij kan aantonen dat de medewerker die de effectentransactie verricht heeft, daarbij niet over de elders in de financiële instelling aanwezige koersgevoelige informatie kon beschikken. De uitzondering voor het aanwezig hebben van Chinese Walls blijft hiermee gehandhaafd.

De uitzondering voor het aanwezig hebben van Chinese Walls is ook geschrapt uit het tipverbod van artikel 46a Wte. Het nieuwe artikel 46a Wte bevat – in tegenstelling tot het nieuwe artikel 46 Wte – echter niet het element 'gebruikmaken van'. Het had in lijn met de wijziging van artikel 46 Wte gelegen om in artikel 46a Wte enkel het aanbevelen van een transactie in effecten te verbieden, indien bij het aanbevelen 'gebruik wordt gemaakt van' voorwetenschap. Dit lijkt ook bedoeld in de Richtlijn Marktmissbruik: artikel 3 sub b van de Richtlijn Marktmissbruik verbiedt enkel het 'op grond van voorwetenschap' aanbevelen van een transactie. Chinese Walls zijn juist bedoeld om te voorkomen dat binnen de financiële instelling aanwezige voorwetenschap de 'grond' vormt voor het aanbevelen van bepaalde effectentransacties. Op basis van het conceptwetsvoorstel is het nu simpelweg verboden een derde een transactie in effecten aan te bevelen, indien ergens binnen de financiële instelling voorwetenschap aanwezig is die betrekking heeft op die effecten. Handhaving van het tipverbod in deze vorm zal tot een

onwerkbaar situatie leiden voor de financiële instellingen, waarbij aan de aanwezigheid van Chinese Walls binnen de financiële instelling volledig voorbijgegaan wordt. Het is dan ook te hopen dat het wetsvoorstel op dit punt zal worden aangepast.

Voorkomen civielrechtelijke aansprakelijkheid

Civielrechtelijke aansprakelijkheid op het gebied van Chinese Walls speelt met name op het gebied van beleggingsadviezen en emissieprospectussen.¹⁴ De belangrijkste grond daarvoor is toerekenbare tekortkoming wegens het geheimhouden van informatie: de financiële instelling geeft op basis van openbare informatie een beleggingsadvies of vervaardigt een emissieprospectus, dat op basis van elders binnen de financiële instelling bekende niet-openbare informatie onjuist blijkt te zijn. In een dergelijk geval kan de cliënt die schade lijdt door het onjuiste beleggingsadvies of prospectus de financiële instelling aansprakelijk proberen te stellen. De financiële instelling wordt in dit geval dus juist aansprakelijk gesteld wegens het aanwezig hebben en naleven van haar Chinese Walls. De vraag is of de financiële instelling zich met een beroep op haar Chinese Walls kan verdedigen tegen een dergelijke aansprakelijkheid.

De cliënt zal allereerst dienen aan te tonen dat de bij een medewerker of afdeling van de financiële instelling bekende informatie geldt als informatie van de financiële instelling als geheel. Als deze stap genomen is (die zeker indien de informatie op een hoger niveau binnen de organisatie bekend is niet heel zwaar zal zijn), is de financiële instelling aan zet.

De financiële instelling zal dienen aan te tonen dat zij de bij haar aanwezige informatie niet behoefde te betrekken in haar beleggingsadvies. Het argument dat de financiële instelling met het doorgeven van de informatie in strijd handelt met het verbod op het doorgeven van voorwetenschap, lijkt hierbij afdoende verdediging.¹⁵ Op basis van de bestaande civielrechtelijke jurisprudentie geldt dat op een contractspartij die gegevens of feiten kent of behoort te kennen waarvan zij weet of behoort te weten dat zij van essentieel belang zijn voor de oordeelsvorming van haar wederpartij, en indien geen contractueel voorbehoud is gemaakt, een mededelings-, onderzoeks- en adviesplicht rust.¹⁶ Bij afwezigheid van een contractueel voorbehoud zal de financiële instelling de

13 Zie: Schreuders, *Strafrechtelijke procedures: handel met voorkennis*, O&F 60, pp. 51-58.

14 Zie: M.C.M. van Dijk, a.w., pp. 37-46.

15 Zie M.C.M. van Dijk, a.w., p. 39.

16 HR 15 november 1957, NJ 1958, 67 (Baris/Riezenkamp).

voor haar cliënt essentiële informatie dus dienen te betrekken in haar beleggingsadvies.

Zowel effecteninstellingen als banken beschikken echter over een in dit kader relevant contractueel voorbehoud. Voor effecteninstellingen bepaalt artikel 33 lid 1 onder e NRge namelijk dat de effecteninstelling aan iedere cliënt schriftelijk dan wel elektronisch duidelijk dient te maken dat 'koersgevoelige informatie welke mogelijkwjs binnen de effecteninstelling bekend is, wegens het bestaan van deze maatregelen [als bedoeld in artikel 19 NRge] niet aan hen zal worden bekend gemaakt noch anders zal worden aangewend bij de dienstverlening'. Voor banken geldt een soortgelijk voorbehoud op basis van artikel 2 (*Zorgplicht*) van de Algemene Bank Voorwaarden:

'De bank dient bij haar dienstverlening de nodige zorgvuldigheid in acht te nemen. Zij zal daarbij naar beste vermogen met de belangen van de cliënt rekening houden, met dien verstande dat zij niet gehouden is gebruik te maken van haar bekende, niet openbare informatie waaronder koersgevoelige informatie.'

Met deze twee expliciete voorbehouden lijkt het voor effecteninstellingen en banken in beginsel verdedigbaar dat zij informatie kunnen scheiden door middel van Chinese Walls, zonder daarbij gevaar van civielrechtelijke aansprakelijkheid wegens het geheimhouden van die informatie te lopen. Of deze contractuele voorbehouden ook daadwerkelijk standhouden in rechte zal de toekomst uitwijzen.

Voldoet het bestaande systeem?

Zoals hiervoor omschreven kent Nederland een uitgebreid systeem van (bestaande en toekomstige) regelgeving op het gebied van Chinese Walls. Zo op het eerste gezicht is er geen directe aanleiding het systeem aan te passen. Hierbij valt aan te tekenen dat het huidige wettelijke systeem op het gebied van Chinese Walls nog nooit 'getest' is, er bestaat geen enkele Nederlandse jurisprudentie op dit gebied. Er hebben zich wel gebeurtenissen in het buitenland voorgedaan die aanleiding gaven het Nederlandse systeem tegen het licht te houden.

In 2002 gaven de uitkomsten van een aantal onderzoeken van Amerikaanse toezichthouders binnen diverse Amerikaanse financiële instellingen naar de werking van Chinese Walls aanleiding tot stappen van de Amerikaanse toezichthouders. De onderzoeken hadden uitgewezen dat met name op het gebied

van de scheiding tussen de analisten en de investment bankers binnen effecteninstellingen geregeld sprake was van *undue influence*. In de onderzoeken kwam onder meer aan het licht dat in sommige gevallen het salaris (en de bonus) van de analisten werd vastgesteld (door de investment bankers) op basis van onder andere de mate waarin de analisten de investment banking-activiteiten ondersteunden in hun werk, dat binnen bepaalde banken de researchactiviteiten gecombineerd werden met effectenbedrijf en investment banking om optimaal te profiteren van de beschikbare capaciteit en dat analisten betrokken werden bij marketingactiviteiten ('pitches') van investment bankers. Uiteindelijk resulteerden deze belangenverstrengelingen in een aantal gevallen in analistenrapporten met aantoonbaar aangedikte en ongerechtvaardigde beleggingsadviezen. Uiteindelijk aanvaardden de betrokken financiële instellingen een schikking met de toezichthouders voor een totaal van bijna 1,4 miljard dollar aan boetes en schadevergoedingen aan beleggers.

Mede naar aanleiding van de Amerikaanse onderzoeken schreef de AFM op 11 december 2002 een brief aan de besturen van de Nederlandse effecteninstellingen en effectenkredietinstellingen. In deze brief gaat de AFM nader in op de positionering van analisten in het kader van Chinese Walls. In de brief herinnert de AFM de effecten(krediet)instellingen aan de verplichtingen en voorschriften van de NRge op het gebied van Chinese Walls. Hierbij geeft de AFM de instellingen mee dat indien zij de in de NRge genoemde maatregelen hebben getroffen en naleven, de kans dat zich voorvallen zoals deze zich bij enkele Amerikaanse instellingen hebben voorgedaan zich ook in Nederland voordoen, minimaal is.

De gebeurtenissen in de Verenigde Staten gaven dan ook niet direct aanleiding tot herziening van de regelgeving op het gebied van Chinese Walls. De wijzigingen van de Wte in het kader van de implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik brengen wel enkele aanvullende voorschriften op het gebied van Chinese Walls en analisten met zich mee. Al met al lijkt het huidige wettelijke systeem op het gebied van Chinese Walls in Nederland toereikend. Vóór deze conclusie spreekt in ieder geval het vertrouwen dat de AFM in haar brief in het wettelijk systeem uitsprekt en het feit dat de aanstaande wetwijzigingen geen ingrijpende wijzigingen op het gebied van Chinese Walls lijken te bevatten.

Compliance

Het zou natuurlijk ideaal zijn wanneer een financiële instelling met het zorgvuldig naleven van de wettelijke regels op het gebied van Chinese Walls er ook op kon vertrouwen dat zij met een verwijzing naar haar Chinese Walls zal ontkomen aan civielrechtelijke en strafrechtelijke aansprakelijkheid. Dat is echter niet het geval. Voor een beroep op de Chinese Walls in het kader van een civielrechtelijke of strafrechtelijke procedure lijkt toch ten minste vereist dat de instelling kan aantonen dat de Chinese Walls in een concreet geval ook daadwerkelijk het verspreiden van de informatie onmogelijk gemaakt hebben. Daarom dient, zoals ook de AFM in haar brief aangeeft, een financiële instelling niet alleen afdoende Chinese Walls in te stellen, de regels zullen ook daadwerkelijk *nageleefd* dienen te worden door de medewerkers van de betreffende financiële instelling. Om dit te bereiken zal de instelling toezicht dienen te houden op de naleving van de Chinese Walls. Zoals eerder aangegeven is het toezicht op de naleving van de Chinese Walls bij uitstek een taak van de compliance officer(s) van de financiële instelling.

Stand van zaken

Toen ik aan het begin van deze bijdrage aangaf dat ik aandacht zou besteden aan de stand van zaken op het gebied van de naleving van de Chinese Walls en het vereiste toezicht op de naleving, besefte ik al dat het lastig zou worden deze toezegging enigszins na te komen. Zowel de naleving van de Chinese Walls als het toezicht op de naleving geschiedt geheel intern bij de financiële instellingen. Of er daadwerkelijk sprake is van naleving van de Chinese Walls, is daarmee voor een buitenstaander nauwelijks te beoordelen. En ook voor medewerkers van de betreffende instelling – zelfs voor de compliance officers – lijkt het onmogelijk algemeen inzicht te hebben in het functioneren van Chinese Walls in de Nederlandse financiële instellingen; dit inzicht zal hooguit bestaan voor het functioneren van een en ander binnen de financiële instelling waar de betreffende medewerker werkzaam is. Net zoals voor het naar buiten komen van de misstanden in de Amerikaanse banken een diepgaand onderzoek van meerdere toezichthouders nodig was, is over de naleving van de Chinese Walls binnen de Nederlandse financiële instellingen geen zinnig woord te zeggen zonder een vergelijkbaar onderzoek.

In haar jaarverslag 2002 geeft de AFM aan dat zij meer aandacht heeft voor potentiële belangenconflicten binnen instellingen, mede naar aanleiding van

internationale ontwikkelingen en de financiële schandalen in de Verenigde Staten. In het kader daarvan is de AFM bij een aantal instellingen een onderzoek begonnen naar Chinese Walls en de positie van analisten. Aangezien een van de doelen van het onderzoek is de effectiviteit van de nu gekozen oplossing van Chinese Walls ter voorkoming van ongewenste belangenconflicten tussen financiële instellingen en hun cliënten te onderzoeken, bieden de uitkomsten mogelijk inzicht in het al dan niet daadwerkelijk functioneren van Chinese Walls binnen de Nederlandse financiële instellingen. De onderzoeken hadden volgens het jaarverslag van de AFM in 2003 moeten worden afgerond. Over de uitkomsten van de onderzoeken is echter nog niets bekend – en daarmee blijft het (mijn) inzicht in de stand van zaken op het gebied van compliance en Chinese Walls vooralsnog beperkt.

Conclusies

De huidige regelgeving en voorschriften op het gebied van Chinese Walls binnen financiële instellingen die actief zijn op de Nederlandse financiële (effecten)markten lijken volgroeid. Met het invoeren van het effectentypisch gedragtoezicht geldt voor alle op de Nederlandse effectenmarkten actieve financiële instellingen dat zij bepaalde interne regelingen moeten hebben voor het voorkomen en beheersen van belangenverstremming. Al deze financiële instellingen dienen Chinese Walls te hebben die ten minste voldoen aan de in de NRge neergelegde voorwaarden. Gezien de aanzienlijke gevaren die voortvloeien uit het gebrekkig instellen van Chinese Walls, is het moeilijk voor te stellen dat er financiële instellingen zijn die niet een systeem hanteren dat ten minste voldoet aan de geldende regels. De gebeurtenissen in 2002 in de Verenigde Staten zullen de noodzaak van het hanteren van een goed functionerend systeem van Chinese Walls alleen maar hebben benadrukt. Deze gebeurtenissen boden – ook naar de mening van de AFM – niet direct aanleiding om het systeem van regelgeving aan te passen. De beperkte wijzigingen en aanvullingen die op stapel staan zullen het wettelijke systeem op het gebied van Chinese Walls alleen nog maar versterken.

Lastiger is het om iets te zeggen over het daadwerkelijk functioneren van de Chinese Walls binnen de financiële instellingen in Nederland. Hopelijk zal het onderzoek van de AFM hierin meer inzicht bieden. De uitkomsten van het onderzoek van de AFM zullen mogelijk wel aanleiding geven voor het verder aanpassen van de regelgeving op het gebied van Chi-

nese Walls – al lijken er op dit moment geen grote lacunes in de regelgeving te bestaan. De ultieme test van het bestaande systeem zal bestaan uit het naar buiten komen van het eerste schandaal op het gebied

van Chinese Walls – of het uitblijven daarvan.

Mr. T.G.A. Alferink is advocaat, De Brauw Blackstone Westbroek N.V., Amsterdam.