

Gedragsregels voor Nederlandse beleggingsondernemingen handelend met cliënten buiten de Europese Economische Ruimte

Mr. I. M. Hamstra *

Inleiding

Als een Nederlandse beleggingsonderneming diensten verleent via haar bijkantoor buiten de Europese Economische Ruimte (hierna: EER) aan een cliënt van buiten de EER, biedt de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) geen duidelijkheid of de beleggingsonderneming de Nederlandse gedragsregels zoals die voortvloeien uit deel 4 van de Wft dient te volgen.

In deze bijdrage ga ik in op deze onduidelijkheid. Dit doe ik door eerst het wettelijk kader te schetsen, voorbeelden van gedragsregels te geven en de *guidance* van de Europese Commissie te bespreken. Ik ga daarna in op de te onderscheiden situaties van dienstverlening door een bijkantoor in en buiten de EER en geef twee concrete voorbeelden om tot slot met een suggestie voor de toekomst te komen.

Wettelijk kader

De Wft bevat regels ten aanzien van het gedrag van financiële ondernemingen. Voor financiële ondernemingen die beleggingsdiensten verlenen of beleggingsactiviteiten verrichten (hierna: beleggingsondernemingen) gelden specifieke regels die voortvloeien uit de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (*Markets in Financial Instruments Directive*, 2004/39/EG, hierna: MiFID) en de bijbehorende Implementatierichtlijn.¹ De gedragsregels uit MiFID en de bijbehorende Implementatierichtlijn zijn geïmplementeerd in deel 4 van de Wft, het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: Bgfo) en de Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: Nadere Regeling).

* Mr. I.M. Hamstra is werkzaam als advocaat bij Clifford Chance te Amsterdam.

1. Richtlijn 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 (2006/73/EG).

Wanneer men in Nederland beleggingsdiensten wil verlenen of beleggingsactiviteiten wil verrichten, is een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) nodig krachtens artikel 2:96 Wft. Afdeling 4.1.1 Wft bevat reikwijdtebepalingen die aangeven of een vergunninghoudende beleggingsonderneming onderworpen is aan de gedragsregels van deel 4 van de Wft. De relevante bepaling is artikel 4:1 aanhef en lid 1 sub b Wft:

‘Dit deel is, voor zover niet anders is bepaald, van toepassing op beleggingsondernemingen met zetel in Nederland of in een staat die geen lidstaat is waaraan het ingevolge hoofdstuk 2.2 [waar artikel 2:96 Wft in staat; IMH] is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten.’

Hieruit volgt dat in ieder geval vergunninghoudende beleggingsondernemingen met zetel in Nederland zich aan de gedragsregels dienen te houden.

In de toelichting op artikel 2:96 Wft – dat het verlenen van beleggingsdiensten en/of verrichten van beleggingsactiviteiten ‘in Nederland’ aan een vergunningplicht onderwerpt – merkt de wetgever het volgende op:

‘Het element “vanuit Nederland” wordt niet overgenomen uit de Wtb [en de Wte 1995; IMH], omdat het verlenen van vergunningen aan in Nederland gevestigde ondernemingen die uitsluitend diensten verlenen voor buitenlandse cliënten niet past in de doelstelling van dit voorstel om het verlenen van financiële diensten op de Nederlandse financiële markten via een vergunning te reguleren. Een uitzondering hierop vormen de financiële diensten die via het internet in een andere lidstaat worden verleend door financiële ondernemingen met zetel of bijkantoor in Nederland.’

Met deze toelichting wilde de wetgever duidelijk maken dat men geen vergunning nodig heeft indien men slechts *vanuit*

en niet *in* Nederland actief is. De wetgever zegt hiermee (wellicht) ook dat de Wft dient ter bescherming van Nederlandse cliënten en niet van buitenlandse cliënten. Dit alles is echter niet in lijn met MiFID, wat de duidelijkheid over de toepasselijkheid van gedragsregels bij dienstverlening buiten de EER in ieder geval niet ten goede komt. Het uitgangspunt van MiFID is namelijk dat indien een beleggingsonderneming in een ander EER-land actief wil zijn, zij grensoverschrijdend haar diensten kan verlenen door gebruik te maken van een zogenoemd 'MiFID-paspoort' (zie ook de AFM-reader over MiFID²). Met het 'MiFID-paspoort' wordt de notificatieprocedure bedoeld die een beleggingsonderneming dient te volgen wanneer zij grensoverschrijdend actief wil zijn. Deze notificatieprocedure komt in het kort op het volgende neer: de beleggingsonderneming informeert de toezichthouder van het land waar zij haar statutaire zetel heeft (en waar zij krachtens MiFID een vergunning moet hebben verkregen, in Nederland de AFM) over de diensten en/of activiteiten die zij in een ander EER-land (gastland) wil gaan verlenen of verrichten. Deze toezichthouder zal dan binnen een maand de toezichthouder in het gastland van dit voornemen op de hoogte stellen, waarbij relevante gegevens worden meegestuurd. De beleggingsonderneming ontvangt hier een afschrift van. De beleggingsonderneming kan dan in het gastland actief zijn, terwijl slechts de regels van het thuisland nageleefd dienen te worden (en dus niet de regels van het gastland). Voor een Nederlandse vergunninghoudende beleggingsonderneming zijn dat dus de Nederlandse gedragsregels. Resultaat van deze notificatieprocedure is lastenverlichting, doordat de beleggingsonderneming slechts aan één toezichthouder en set regels is onderworpen. Dit is alleen anders indien de beleggingsonderneming via een bijkantoor in het gastland actief is. In dat geval geldt namelijk wel een aantal lokale regels van dat land.

De voornoemde toelichting bij artikel 2:96 Wft is niet herhaald bij de hiervoor geciteerde reikwijdtebepaling van deel 4 van de Wft en het lijkt er dus ook op dat wanneer een Nederlandse beleggingsonderneming eenmaal een vergunning heeft, zij de Nederlandse gedragsregels dient na te leven jegens haar cliënten, ongeacht waar deze zijn gevestigd, in Nederland, in de EER of buiten de EER.

Wat zijn de gedragsregels? En wie is cliënt?

Gedragsregels: voorbeelden

Ik bespreek nu een aantal gedragsregels. Op grond van de gedragsregels uit deel 4 van de Wft dienen beleggingsondernemingen onder meer hun cliënten te classificeren (art. 4:18a Wft) en hun cliënten deugdelijke informatie te sturen over hun orderuitvoeringsbeleid (art. 4:90b Wft) en hun beleid met betrekking tot belangenconflicten (art. 58b lid 1 sub h Bgfo). De mate van cliëntenbescherming hangt af van de classificatie. Er zijn drie vormen van classificatie, te weten: (1) niet-professionele belegger, (2) professionele belegger en

(3) in aanmerking komende tegenpartij (dat wil zeggen zeer professioneel). Hoe professioneler de cliënt, des te minder bescherming deze geniet. Het orderuitvoeringsbeleid gaat in op de wijze waarop de beleggingsonderneming voor haar cliënten orders (zoals een koop of verkoop van aandelen of derivaten) op de best mogelijke manier uitvoert (*best execution*), de plek waar ze de orders uitvoert (op de beurs of anderszins) en in hoeverre de prijs een rol daarin speelt. Tevens is er soms expliciete toestemming nodig om buiten een beurs of multilaterale handelsfaciliteit (veelal als MTF afgekort) te mogen handelen voor een cliënt (art. 4:90b lid 5 Wft). Het beleid met betrekking tot belangenconflicten bespreekt onder andere de mogelijke conflicten die kunnen ontstaan bij de dienstverlening aan de cliënt, conflicten binnen de beleggingsonderneming zelf die de dienstverlening kunnen beïnvloeden en conflicten tussen verschillende cliënten van de beleggingsonderneming. Het beleid vermeldt ook de wijze waarop de beleggingsonderneming met mogelijke conflicten omgaat.

Beleggingsondernemingen dienen cliënten deze informatie toe te sturen en in sommige gevallen dienen zij – als aangegeven – ook nog expliciet de bevestiging van de cliënt teruggestuurd te krijgen. De informatie moet in de administratie van de betreffende instelling worden opgenomen. Uiteraard is dit voor beleggingsondernemingen een administratieve belasting. Het is daarom van belang te weten wanneer aan bovenstaande verplichtingen dient te worden voldaan.

Cliënt

De gedragsregels zien op het gedrag dat de beleggingsonderneming in acht dient te houden jegens haar cliënten. Het begrip 'cliënt' is niet opgenomen in de Wft noch in het Bgfo of de Nadere Regeling. De definitie stond voorheen wel in de Wft, maar is per januari 2009 bij de inwerkingtreding van de Reparatiewet Wft verwijderd. De toelichting³ meldt daarover:

'De definitie van cliënt luidt: een persoon aan wie een financiële onderneming een financiële dienst verleent of aan wie deze voornemens is een financiële dienst te verlenen. De huidige definitie strekt er dus toe om duidelijk te maken dat het begrip in de wet [Wft; IMH], in afwijking van het spraakgebruik, ook wordt gebruikt voor personen met wie nog geen contractuele relatie bestaat. Door het verband waarin het begrip cliënt in de Wft wordt gebruikt in samenhang met het voorgestelde nieuwe artikel 1:15a van de Wft zou de definitie van cliënt gereduceerd worden tot "een persoon", hetgeen betekent: een natuurlijke persoon of een rechtspersoon. Deze betekenis heeft cliënt ook in het normale spraakgebruik, waardoor de definitie overbodig is geworden. (...) Inhoudelijk is geen wijziging beoogd. De bepalingen over financiële diensten strekken zich derhalve nog steeds uit tot potentiële cliënten. (...).'

2. <www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/brochures/2008/mifid_reader.ashx>, p. 8.

3. Kamerstukken II 2007/08, 31 468, nr. 3, p. 2.

Op geen enkele wijze blijkt dat de Nederlandse wetgever de toepasselijkheid van gedragsregels wilde beperken tot Nederlandse cliënten dan wel cliënten binnen de EER (in tegenstelling tot de toepasselijkheid van de vergunningplicht zoals hiervoor gemeld). In MiFID is 'cliënt' gedefinieerd als iedere natuurlijke of rechtspersoon voor wie een beleggingsonderneming beleggingsdiensten en/of nevendiensten verricht. Zoals hiervoor uiteengezet, stond deze definitie voorheen ook in de Wft en is dit ook de betekenis die het begrip in het normale spraakgebruik heeft. MiFID maakt geen onderscheid in de nationaliteit van of plaats waar de cliënt zich bevindt (in het EER-thuisland van de beleggingsondernemingen, een andere EER-lidstaat of buiten de EER). Ook de Europese Commissie maakt duidelijk dat er bij het begrip 'cliënt' geen onderscheid naar locatie van de cliënt wordt gemaakt. Zie hiervoor de Q&A bij MiFID, waarin gevraagd wordt of MiFID van toepassing is op cliënten die zich niet in de EER bevinden.⁴ Het antwoord hierop is bevestigend.

Q: 'Do MiFID rules apply to customers who are not resident in the EEA?'

A: 'Yes. MiFID does not distinguish the obligations of firms to their clients according to the location of the client.'

De tussentijdse conclusie op basis van het vorenstaande is dat Nederlandse vergunninghoudende beleggingsondernemingen zich altijd aan de Nederlandse gedragsregels dienen te houden, of de cliënt zich nu in Nederland, Duitsland of Japan bevindt. Dit is de hoofdregel.

Bijkantoor in en buiten EER

Van de hoofdregel wordt afgeweken zodra een Nederlandse beleggingsonderneming via een bijkantoor in een andere lidstaat van de EER met cliënten handelt. Artikel 32 MiFID stelt (samengevat) dat de regels van het gastland waar het bijkantoor zich bevindt inzake informatieverstrekking, orderuitvoering en orderverwerking, transactionele informatie, openbaarmaking van koersen en informatie na de handel gelden in plaats van de regels van het thuisland (in casu Nederland). De Wft kent een soortgelijke bepaling voor de omgekeerde situatie, namelijk als het gaat om niet-Nederlandse EER-beleggingsondernemingen die in Nederland via een bijkantoor actief zijn (art. 4:1 lid 2 Wft).

De Wft zwijgt over de regels die nageleefd moeten worden wanneer een Nederlandse beleggingsonderneming via een bijkantoor buiten de EER actief is. De hoofdregel blijft dan in beginsel gelden, behalve als een andere bron tot een andere conclusie kan leiden.

De Europese Commissie heeft in haar Q&A bij MiFID antwoord gegeven op de vraag in hoeverre MiFID van toepassing

is op niet-EER-bijkantoren van EER-beleggingsondernemingen.⁵

Q: 'To what extent does MiFID apply to non-EEA branches of EEA investment firms?'

Zij is daar helder over en antwoordt als volgt:

A: 'MiFID does not apply to non-EEA branches of EEA investment firms. Where such branch, however, provides a service to an EEA client, competent authorities can be expected to ensure that such arrangements are not entered into for the sole or dominant purpose of avoiding MiFID's conduct of business or organisational requirements.'

Deze *guidance* is ook relevant voor de toepasselijkheid van gedragsregels. De *guidance* lijkt ook van belang voor Nederlandse vergunninghoudende beleggingsondernemingen, zeker gelet op het feit dat de Nederlandse wetgever in de toelichting op artikel 2:96 Wft een territoriale benadering koos door alleen een vergunningplicht voor te schrijven bij dienstverlening 'in Nederland' c.q. aan Nederlandse cliënten. Echter, deze territoriale benadering geldt in eerste instantie voor de vergunningplicht op basis van artikel 2:96 Wft (overigens ten onrechte, want niet consistent met MiFID) en niet voor de toepasselijkheid van de gedragsregels.

Zoals hiervoor aangegeven, zijn de Nederlandse gedragsregels immers juist ook van toepassing op een Nederlandse vergunninghoudende beleggingsonderneming ingeval zij diensten op grensoverschrijdende basis verleent in een andere EER-lidstaat. Deze systematiek voor dienstverlening in andere lidstaten vloeit voort uit MiFID. Bij dienstverlening buiten de EER geldt deze systematiek niet meer, wat de voornoemde *guidance* van de Europese Commissie kan verklaren.

Het feit dat bij dienstverlening via een bijkantoor buiten de EER de Nederlandse regels niet en de buitenlandse (bijkantoor) regels wel zouden moeten gelden mede met het oog op concurrentievervalsingen en het feit dat toepasselijkheid van twee wettelijke regimes wellicht tot strijd leidt, zoals Grundmann-van de Krol (mijns inziens terecht) meent,⁶ steunt tevens het antwoord van de Europese Commissie. Wat hier van zij, het oordeel van de Europese Commissie vindt geen steun in de reikwijdtebepalingen van de Wft.

Bijkantoor en toch ook grensoverschrijdend?

Ondanks het feit dat er geen specifieke basis is in de Wft, kan men op basis van vorenstaande *guidance* van de Europese Commissie en met een richtlijnconforme interpretatie van mening zijn dat de Nederlandse gedragsregels niet behoren te gelden wanneer een bijkantoor buiten de EER aan een niet-

4. Zie <<http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=211>> (ID 211); en zie ook <<http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=352>> (ID 352).

5. Zie <<http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=256>> (ID 256).

6. C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 618-619.

EER-cliënt diensten verleent (hierbij veronderstellend dat alle dienstverlening vanuit het bijkantoor geschiedt). Een vraag die dan opkomt, is of de dienstverlening uitsluitend vanuit het bijkantoor geschiedt. Wat is bijvoorbeeld het geval wanneer de cliënt een order plaatst om bepaalde aandelen te kopen bij het Japanse bijkantoor en het uiteindelijk de Nederlandse beleggingsonderneming (hoofdkantoor) is die de order uitvoert op de beurs? Welke regels ten aanzien van de orderuitvoering (*best execution*) gelden dan, de Nederlandse? Is dit anders wanneer alleen advies door het bijkantoor gegeven wordt?

Ik ga hierna in op deze twee voorbeeldsituaties.

Orderuitvoering

Stel, een Japanse klant geeft aan het Japanse bijkantoor van een Nederlandse vergunninghoudende beleggingsonderneming aan dat hij graag aandelen X wil kopen. Het bijkantoor kan deze order niet zelf uitvoeren, aangezien het niet is aangesloten bij de beurs waar de aandelen X verhandeld worden, dus vraagt het zijn hoofdkantoor in Nederland de order uit te voeren voor de cliënt.

Beargumenterd kan worden dat slechts het Japanse bijkantoor een dienst verleent aan de Japanse cliënt, te weten het uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten. Dat het bijkantoor de order eerst doorgeleidt aan het Nederlandse hoofdkantoor zou niet tot het oordeel moeten leiden dat ook het Nederlandse hoofdkantoor een dienst verleent aan de Japanse cliënt, als gevolg waarvan de *guidance* van de Europese Commissie over dienstverlening vanuit een bijkantoor buiten de EER wellicht niet meer zou opgaan. Het is meer zo dat het Japanse bijkantoor een activiteit uitbesteedt omdat het de dienst niet zelf rechtstreeks kan verlenen, zoals ook Nederlandse beleggingsondernemingen dat doen wanneer zij bijvoorbeeld voor hun Nederlandse cliënten effecten kopen op een beurs in een meer of minder exotisch land.

De Nederlandse gedragsregels zouden in dit geval niet behoren te gelden. Dit zal wellicht anders zijn wanneer het hoofdkantoor en de cliënt een directe relatie buiten het bijkantoor om krijgen.

Advies

Stel, een Japanse cliënt vraagt aan het Japanse bijkantoor van een Nederlandse vergunninghoudende beleggingsonderneming advies over het sluiten van een derivatenovereenkomst. Adviseurs van het bijkantoor verstrekken het advies aan de cliënt. Het hoofdkantoor is hier niet bij betrokken behalve dan dat de adviesrelatie formeel in een overeenkomst gegoten is met het hoofdkantoor, aangezien het bijkantoor zonder rechtspersoonlijkheid dit niet kan. De Nederlandse gedragsregels zouden op grond van de *guidance* van de Europese Commissie niet moeten gelden.

Tot slot

Het Europese overlegorgaan van toezichthouders (Committee of European Securities Regulators: CESR) is begonnen met de

evaluatie van MiFID en heeft in april verscheidene consultaties uitgebracht. Hierin is echter niets over de territoriale reikwijdte van MiFID genoemd. Het verdient aanbeveling dat de Nederlandse wetgever de reikwijdtebepaling van artikel 4:1 Wft aanpast, zodanig dat de Nederlandse gedragsregels niet gelden bij dienstverlening aan niet-EER-cliënten via een niet-EER-bijkantoor. Hiermee wordt recht gedaan aan de bedoeling van MiFID en wordt aangesloten bij de *guidance* van de Europese Commissie. Het zou bovendien consistent zijn met de gedachte van de Nederlandse wetgever – zie de toelichting op artikel 2:96 Wft – dat het in beginsel slechts Nederlandse cliënten zijn die bescherming behoeven. Het zou de onzekerheid in stand houden wanneer de Nederlandse wetgever wacht met het aanpassen van de Wft tot de evaluatie van MiFID voltooid is. Dit kan immers nog wel een tijd duren. Tot slot is aansluiting bij de *guidance* van de Europese Commissie van belang met het oog op het voorkomen van concurrentievervalsingen en onnodige administratieve lasten bij dienstverlening buiten de EER.