

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2001-14

December 2001

*Bescherming van de belegger bij
belangenconflicten in multifunctionele
financiële instellingen*

Marc Kruithof



The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of Ghent University, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.

For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:

<http://www.law.rug.ac.be/fli>

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2001

*Bescherming van de belegger bij
belangenconflicten in multifunctionele
financiële instellingen*

Marc Kruithof

Abstract

This article investigates to which extent Belgian law protects the private investor in situations where the multifunctional financial institution is confronted with a conflict of interest. Both contract law and the relevant financial regulation are examined. As a conclusion, the author suggests that the present regulatory approach does not provide an effective, nor an efficient answer. As the essence of the problem is the absence of effective market forces controlling the arbitrage between conflicting interests within the financial institution, a solution should be designed to increase transparency, allowing effective competition to minimize problems.

Comments to the Author:

m.kruithof@pandora.be

© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2001

**BESCHERMING VAN DE BELEGGER BIJ BELANGENCONFLICTEN IN
MULTIFUNCTIONELE FINANCIËLE INSTELLINGEN**

MARC KRUTHOF

Docent, Hogeschool Gent

Gastprofessor, Instituut Financieel Recht, U. Gent

Gastprofessor, University of Chicago Law School

I. Inleiding.....	3
A. Situering van het probleem.....	3
B. Belang van het onderwerp.....	7
II. Het gemeenrecht.....	9
A. De rol en het belang van het gemeenrecht.....	9
B. De Anglo-Amerikaanse <i>fiduciary duties</i>	12
C. Het algemeen contractenrecht.....	15
1. De basisprincipes.....	15
2. Gedragsregels bij belangenconflicten.....	16
D. Bijzondere regels inzake de lastgeving.....	16
1. De basisprincipes.....	16
2. Gedragsregels bij belangenconflicten.....	19
a. Algemeen.....	19
b. Het optreden als tegenpartij.....	19
c. Het optreden in dubbele hoedanigheid.....	22
E. Tussenbesluit.....	26
III. De Financiële reglementering.....	26
A. Indeling.....	26
B. Structurele voorschriften.....	28
1. Toegelaten combinaties van verschillende financiële functies.....	29
2. Tempering: de techniek van de <i>Chinese walls</i>	29
3. Autonomie van beleggingsbeheer: <i>asset management</i> vennootschappen.....	33
C. Gedragsregels.....	36
1. De basisplicht ten aanzien van het belang van de belegger.....	36
a. De algemene regel voor bemiddelaars.....	36
b. De bijzondere regel voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.....	41
2. Specifieke gedragsregels inzake belangenconflicten.....	42
a. Het vermijden van belangenconflicten.....	43
b. Gelijke en billijke behandeling van cliënten.....	46
c. Melding van en rapportering inzake belangenconflicten.....	47
d. Het naleven van interne regels en procedures: de <i>Chinese walls</i> herbezocht.....	49
e. De onthouding als verweer.....	51
f. Een bijzondere onthoudingsregel: het optreden als tegenpartij.....	52
g. Faire behandeling van de cliënt en inlossen van diens verwachtingen.....	54
IV. Conclusies.....	56
A. Het gemeenrecht mist toepassingsmodaliteiten.....	56
B. En het financieel recht?.....	56
C. Naar een marktgerichte oplossing?.....	60

I. INLEIDING

A. SITUERING VAN HET PROBLEEM

1. Algemeen omschreven ontstaat een belangenconflict wanneer iemand bij een bepaalde handeling verschillende, van elkaar afwijkende of zelfs tegenstrijdige belangen van verschillende personen moet en/of kan behartigen. Dit is het geval wanneer deze persoon enerzijds de juridische plicht heeft de belangen van een andere persoon te behartigen, en anderzijds ten aanzien van een mogelijke uitvoeringswijze van deze opdracht ofwel zelf een hiermee strijdig belang heeft (*conflict of interest and duty*), ofwel tevens hiermee strijdige belangen van een andere, derde persoon dient te behartigen (*conflict of duties*).¹
2. De financiële sector wordt vandaag gedomineerd door financiële dienstengroepen actief in meerdere subsectoren.² De diensten die door dergelijke multifunctionele financiële instellingen (verder afgekort als "MFI") kunnen worden verleend, zijn onder meer:
 - *commercial banking*: de kredietverlening en depositovergaring;
 - *investment banking*: het verzorgen (en eventueel garanderen) van emissies van effecten voor cliënten, het adviseren en financieren van overnames en fusies;
 - *brokerage*: het optreden als tussenpersoon bij effectentransacties;
 - individueel vermogensbeheer: het discretionair beheren van een beleggingsportefeuille voor rekening van een cliënt;
 - collectief vermogensbeheer: het discretionair beheren van portefeuilles van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en instellingen voor collectieve belegging (verder afgekort als "ICB");
 - het beheren van een eigen effectenportefeuille en het optreden als principaal bij effectentransacties;
 - het verrichten en publiceren van financiële analyses van emittenten van effecten en het verstrekken van beleggingsadvies;
 - het verzekeren; en
 - de distributie van de financiële "producten" die uit bovenvermelde functies ontstaan.
3. De combinatie van deze verschillende activiteiten binnen één MFI heeft vanzelfsprekend als gevolg dat deze instelling vaker zal worden geconfronteerd met belangentegenstellingen.³ Zonder

¹ Zie V. SIMONART, "Conclusions générales", in *Les conflits d'intérêts*, Reeks : Les conférences du Centre de Droit Privé, U.L.B., Vol. VII, Bruylant, Brussel, 1997, (297), 304; R. PENNINGTON, "How Conflicts of Interest May Arise", in R.M. GOODE (eds.), *Conflict of Interest in the Changing Financial World*, The Institute of Bankers, Center for Commercial Law Studies, Queen Mary College, University of London, 1986, (1), 2; R.A. SCHOTLAND, "Introduction", in *Abuse on wall Street. Conflicts of Interest in the Securities Market*, 20th Century Fund Report, Quorum Books, Westport-Connecticut – London, 1980, (3), 4.

² Voor deze combinatie van activiteiten werd onlangs de term *bancassurfinance* gelanceerd. M. TISON (ed.), *Banc-assurfinance*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium nr. 11, Bruylant, Brussel, 2000, in het bijzonder het "Voorwoord" L. LANOYE & M. TISON, p. vii. Deze ondernemingen streven naar integrale dienstverlening of het zogenaamde *all finance* (zie L. VAN DEN BERGHE & K. VERWEIRE, "Van bankassurance en assurfinance naar all Finance", *Bank Fin.*, 1998/6, (303), 304-305; meer uitgebreid, L. VAN DEN BERGHE & K. VERWEIRE, *Creating the Future with All Finance and Financial Conglomerates*, Kluwer, Dordrecht, 1998), waarbij het "product" bestaat uit de duurzame relatie tussen de financiële instelling en de cliënt, en niet zozeer de in het kader van deze relatie aangeboden afzonderlijke financiële diensten. Door middel van relatiemarketing wordt getracht de cliënt aan de financiële instelling te binden en deze alle financiële diensten te leveren, als het ware van de wieg tot het graf (zie B.J.J.M. HEUSMANN, "All finance relatie-marketing", *Bank Fin.*, 1998/6, 314-315; J.M. CORNUDET, "Après la bancassurance-vie, la bancassurance-dommages. Le cas du Crédit Agricole", *Bank Fin.*, 1998/6, (318), 319). Zie ook H. COUSY & H. CLAASSENS (eds.), *Bank, financiewezen en verzekering*, Maklu, Antwerpen-Apeldoorn, 1994; Themanummer "Assurances, banques et mutualités : convergences et divergences ?", *Bull.Ass.*, 1995, nr. 310.

³ Zie IOSCO, *International Conduct of Business Principles*, A Report of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, 1990 (te vinden op <www.iosco.org>), Part One, nr. 9; zie ook N.S. POSER, "Chinese wall or Emperor's New Clothes? (1)", *The Company Lawyer*, 1988, Vol. 9, (119), 119-120.

hierbij volledigheid na te streven, kunnen vanuit het standpunt van de (private) belegger volgende categorieën van potentiële belangenconflicten binnen een MFI worden vermeld.⁴

- Belangenconflicten in hoofde van de financiële instelling doordat deze *de belangen van verschillende beleggers* moet behartigen. Dit type conflicten is inherent aan de schaalvergroting. Het gaat hier voornamelijk over het toewijzen van opportuniteiten aan de verschillende cliënten en het onder hen verdelen van de geleverde inspanningen. Hierbij bestaat het risico dat bepaalde cliënten een voorkeursbehandeling genieten.⁵ Deze conflicten stellen zich bijvoorbeeld wanneer een financiële instelling beleggingsadvies geeft aan of individueel vermogensbeheer waarneemt voor verschillende cliënten, waaronder enerzijds zeer gefortuneerde personen en anderzijds kleinere beleggers,⁶ verschillende ICB's beheert,⁷ of wanneer bij de inschrijving op een emissie niet voldoende effecten werden bemachtigd om aan de vraag van alle cliënten te voldoen.
- Belangenconflicten in hoofde van de financiële instelling doordat deze instelling bij een bepaalde financiële functie zowel *de belangen van cliënten aan de vraag- en aanbodzijde* behartigt. Dit conflict stelt zich het sterkste wanneer de financiële instelling bij één transactie beide partijen vertegenwoordigt en hierbij een discretionaire ruimte heeft gekregen om te oordelen over de transactievoorwaarden. Hier kan als voorbeeld worden vermeld de financiële instelling die van de ene cliënt de opdracht krijgt bepaalde effecten aan te kopen en van de andere cliënt het verzoek krijgt hem te helpen bij de verkoop van diezelfde effecten.
- Belangenconflicten in hoofde van de MFI doordat deze instelling *verschillende diensten* levert die bij één transactie betrokken zijn. Dit type conflicten is specifiek voor MFI's: het is immers alleen maar doordat deze instellingen verschillende diensten aanbieden, dat zij met dergelijke belangenconflicten worden geconfronteerd. Zo kan een MFI door private beleggers ter beschikking gestelde middelen via beleggingsadvies of vermogensbeheer kanaliseren naar effecten waarvan de emissie door deze instelling wordt verzorgd,⁸ of op die manier de beleggers laten deelnemen in ICB's waarvan zij de deelnemingscertificaten distribueert.
- Belangenconflicten in hoofde van de MFI doordat deze instelling bij de *transacties die in het belang van de belegger kunnen worden gesteld ook eigen belangen* heeft. Dit zijn

⁴ Zie ook algemeen G. MCCORMACK, "Conflicts of Interest, Chinese Walls and Investment Management", *International and Comparative Corporate Law Journal*, 1999, Vol. 1, (5), 8-9; N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 121; H. MCVEA, *Financial Conglomerates and the Chinese wall. Regulating Conflicts of Interest*, Clarendon Press, Oxford, 1993, 33-35.

⁵ Cf. J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, "Collective Investment Funds and Conflicts of Interest", in J. STUYCK, F. ABRAHAM & E. TERRY (eds.), *Financial Services and Financial Markets in Europe: Changes and Adjustments*, Fortis Bank Chair Lectures 1998-1999, Leuven University Press, Leuven, 2000, (231), 235; N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 121.

⁶ Niet alleen kan de financiële instelling voorkeur geven aan grotere portefeuilles omdat zij aan deze cliënten meer verdienen, het is ook zo dat grotere beleggers "mobiel" zijn dan de kleine spaarder: de gewone burger heeft gewoonlijk maar één kredietinstelling, waarbij deze al zijn financiële zaken onderbrengt. Bovendien is de verplichting rekenschap af te leggen over het gevoerde portefeuillebeleid een effectievere rem op de bewegingsvrijheid van de financiële instelling wanneer dit verslag moet worden uitgebracht aan een gesofistikeerde professional dan aan een ongeschoolde amateur. Zie ook R.A. SCHOTLAND, *op. cit. supra* voetnoot 1, 11.

⁷ Zo zou de financiële instelling de door haar gecontroleerde ICB met de hoogste notering in de in de pers gepubliceerde ratings kunnen bevoordelen, om op die manier te verzekeren dat zij met minstens één ICB in de top van deze tabellen aanwezig blijft, of omgekeerd, een ICB die een mindere periode doormaakt de voorkeur kunnen geven om al te negatieve publiciteit te vermijden (zie E. WYMEERSCH & M. KRUTHOF, "Belangentegenstellingen bij het beheer van gemeenschappelijke beleggingsfondsen", *Bank Fin.*, 1989/5, (303), 310, nr. 27). De vergelijkingstabellen die in krantenkaternen worden gepubliceerd, zijn in de sector immers "gevreest" (zie F. DE JONGHE & M. VROLIX, "Een kwaliteitslabel voor asset management-bedrijven", *Bank Fin.*, 2000/2-3, (189), 189). Voor een concreet voorbeeld, zie IOSCO, *Conflicts of Interest of CIS Operators*, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2000, te vinden op <www.iosco.org>, p. 7.

⁸ G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 8-9; R. CRANSTON, *Principles of Banking Law*, Clarendon Press, Oxford, 1997, 23; N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 121; Cf. U.S. Securities and Exchange Commission Investor Alert, "Analyzing Analyst Recommendations", versie 13 juli 2001, te vinden op <www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm>.

weliswaar geen conflicten specifiek verbonden met het multifunctionele, maar doordat de instelling verschillende functies vervult, wordt het aantal mogelijke dergelijke conflicten wel ernstig vergroot.

- Zo heeft een MFI er bijvoorbeeld zelf belang bij haar cliënten te stimuleren hun gelden te beleggen in effecten uitgegeven door een onderneming die haar cliënt is als kredietnemer⁹ of wanneer zij de emissie van deze effecten verzorgt of heeft gewaarborgd.¹⁰
- Nog meer voor de hand ligt het richten van belegde gelden op beleggingsobjecten uitgegeven door de MFI zelf of door een ermee verbonden onderneming.¹¹ Zo kan een financiële instelling bij de (kleine) belegger vooral de zogenaamde "huisproducten" aanprijzen, of in het kader van individueel vermogensbeheer delen van de portefeuille beleggen in verbonden ICB's. Een ander voorbeeld is het aanhouden van deposito's door ICB's bij de verbonden kredietinstelling.
- In een variant worden belegde gelden gestuurd naar effecten waarvoor de MFI zelf als tussenpersoon kan optreden, zodat deze de vergoeding voor het optreden bij deze transactie volledig kan houden,¹² of worden beleggingen in effecten waarin een verbonden tussenpersoon niet kan of mag interveniëren,¹³ gemeden. In nog een extremer geval wordt de belegger aangezet (onnodig) transacties te verrichten om zo de vergoedingen ontvangen voor het optreden als tussenpersoon bij deze transacties te verhogen.¹⁴
- Belegde gelden kunnen ook worden gekanaliseerd naar transacties in effecten waarin de MFI zelf of een ermee verbonden onderneming (zoals bijvoorbeeld een door de financiële instelling beheerde of gepromote ICB) een positie inneemt, zodat deze een eigen belang heeft bij het koersverloop.¹⁵ Hier is het overigens ook mogelijk dat de MFI aan haar eigen transacties in bepaalde effecten voorrang geeft boven de identieke

⁹ Het verhogen van de kredietwaardigheid van haar kredietnemers, is een voor de hand liggend belang van een kredietinstelling. Zie ook R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 23; N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 121; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 34.

¹⁰ Zo bv. het overnemen voor rekening van een beheerde individuele portefeuille of een ICB van de zogenaamde *queues d'émissions*, de effecten die de financiële instelling die een emissie heeft overgenomen, niet heeft kunnen plaatsen. Zie Verslag namens de Commissie voor de Financiën, *Parl. St.*, Senaat, 1994-95, nr. 1352/2, p. 89 ("Bij Belgische bemiddelaars valt dagelijks vast te stellen dat deelneming aan een emissie die slecht geplaatst raakt, ertoe leidt dat deze effecten worden doorgespeeld aan een klant met wie men een contract van open vermogensbeheer heeft"); zie ook J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 234; J. PARDON, *Deontologie. De deontologie in het kader van het nieuwe Belgische recht betreffende de financiële markten*, Belgische Vereniging van Banken, Aspecten en Documenten nr. 130, Brussel, 1991, 11.

¹¹ IOSCO, *Conflicts of Interest of CIS Operators*, *supra* voetnoot 7, p. 4-5.

¹² Zie ook J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 234; R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 23. Over belangenconflicten met betrekking tot de vergoeding van financiële tussenpersonen, zie J.-B. ZUFFEREY, "Conflicts of Interest with Respect to the Remuneration of Financial Intermediaries. Some Swiss and Comparative Aspects", in CEJE (ed.), *Aspects Juridiques de la gestion de fortune*, Bruylant, Brussel, 1999, 223-237.

¹³ Zoals bv. schatkistcertificaten.

¹⁴ Cf. U.S. Securities and Exchange Commission Investor Alert, "Analyzing Analyst Recommendations", *supra* voetnoot 8; L.S. UNGER (Acting Chairman van de SEC), *Written Statement Concerning Conflicts of Interest Faced by Brokerage Firms and Their Research Analysts Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises*, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 31 juli 2001, te vinden op <www.house.gov/financialservices/073101wl.htm>, p. 3. Dit misbruik wordt *churning* van de portefeuille genoemd. Zie hierover in het algemeen P.R. WOOD, "Financial Conglomerates and Conflict of Interest", in R.M. GOODE (ed.), *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, The Institute of Bankers, Center for Commercial Law Studies, Queen Mary College, University of London, 1986, (59), 60; M. MAYER, "Broker-Dealer Firms", in *Abuse on wall Street. Conflicts of Interest in the Securities Markets*, 20th Century Fund Report, Quorum Books, Westport-Connecticut – London, 1980, (433), 436; N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 121.

¹⁵ Cf. U.S. Securities and Exchange Commission Investor Alert, "Analyzing Analyst Recommendations", *supra* voetnoot 8. Een bekende praktijk in dit opzicht zijn de zogenaamde "booster shots", waarbij de financiële instelling vlak voor het beëindigen van de *lock-up* overeenkomst (tijdens welke de *pre-IPO* aandelen die de financiële instelling of haar werknemers bezitten niet mogen worden verkocht) het koersverloop van deze aandelen ondersteunt om zo na het verstrijken van de *lock-up* periode de eigen positie aan een hogere prijs te kunnen ten gelde maken. Zie ook L.S. UNGER (Acting Chairman van de SEC), *loc. cit. supra* voetnoot 14, p. 3, 6, 8 en 12.

transacties die voor rekening van beleggers moeten worden uitgevoerd, of met haar transacties voor eigen rekening anticipeert op verrichtingen voor rekening van beleggers.¹⁶

- Tenslotte kan de MFI geneigd zijn beleggingen in effecten uitgegeven door bepaalde ondernemingen te stimuleren, om zo deze onderneming te overtuigen haar cliënt te worden. De financieringsbron die een MFI zo kan stimuleren, kan een belangrijk argument zijn voor ondernemingen om deze instelling als kredietverlener of zakenbank te verkiezen of te behouden.¹⁷ Meer algemeen wordt immers vastgesteld dat grote ondernemingen niet vlot aanvaarden dat hun huisbankier belegging in door hen uitgegeven effecten niet stimuleert.¹⁸

4. De problematiek van de belangenconflicten is een bijzonder actueel onderwerp. De jongste jaren werden in ons land academische studies over belangentegenstellingen in diverse context gepubliceerd.¹⁹ Ook zijn verschillende overheden opgetreden om problemen op het vlak van belangenconflicten in de financiële wereld aan te pakken.²⁰ Deze bijdrage onderzoekt in hoeverre

¹⁶ Zo het zogenaamde *front running*, waarbij de financiële instelling voor eigen rekening transacties doorvoert alvorens cliënten worden aangezet via adviezen of vermogensbeheer om analoge transacties uit te voeren. Een voorbeeld is de MFI die, wetende dat een door haar beheerde ICB een belangrijke transactie gaat ondernemen, zelf eerst voor eigen rekening dergelijke transactie doorvoert. Zie IOSCO, *Conflicts of Interest of CIS Operators*, *supra* voetnoot 7, p. 6. In de praktijk die men *scalping* noemt, koopt de financiële instelling eerst effecten voor eigen rekening en tracht vervolgens via advies of vermogensbeheer aankopen voor cliënten te genereren met de bedoeling de eigen deelneming terug te verkopen wanneer de koers door de aldus gestimuleerde vraag is gestegen. Zie N.S. POSER, "Chinese Wall or Emperor's New Clothes?", *The Company Lawyer*, 1988, Vol. 9, (119), 121, en (203), 206.

¹⁷ Omgekeerd zal een emittent niet geneigd zijn een financiële instelling te belasten met een emissie indien deze instelling geen interesse in de effecten uitgegeven door deze onderneming heeft getoond. Cf. U.S. Securities and Exchange Commission Investor Alert, "Analyzing Analyst Recommendations", *supra* voetnoot 8; L.S. UNGER (Acting Chairman van de SEC), *loc. cit. supra* voetnoot 14, p. 3.

¹⁸ Cf. U.S. Securities and Exchange Commission Investor Alert, "Analyzing Analyst Recommendations", *supra* voetnoot 8; L.S. UNGER (Acting Chairman van de SEC), *loc. cit. supra* voetnoot 14, p. 13.

¹⁹ Zie bv. de bundel studies *Les conflits d'intérêts*, Reeks : Les conférences du Centre de Droit Privé, U.L.B., Vol. VII, Bruylant, Brussel, 1997, PH. ERNST, *Belangenconflicten in naamloze vennootschappen*, Intersentia, Antwerpen, 1997.

²⁰ Vooreerst is er natuurlijk de bijzondere regeling inzake belangenconflicten bij beleggingsdiensten opgenomen in artikel 36, §1, 6°, van de Wet van 6 april 1995 inzake de secundaire markten, het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs, *B.S.*, 3 juni 1995 (verder afgekort als de "Wet Secundaire Markten"), die de regels ter zake opgelegd door Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *Pb. L.* 141/027 van 11 juni 1993 (verder afgekort als de "RBD"), in ons recht heeft omgezet. Over de omzetting van de gedragsregels van artikel 11 van deze Richtlijn in de diverse Lid-Staten, zie M. TISON, "Conduct of Business Rules and Their Implementation in the EU Member States", *Financial Law Institute Working Paper Series*, 2000/14, <www.law.rug.ac.be/fli/WP/WPindex.html> (dit artikel zal worden gepubliceerd in G. FERRARINI, K. HOPT & E. WYMEERSCH (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro*).

Vanzelfsprekend kan hier ook worden verwezen naar de verschillende elkaar op korte tijd volgende wijzigingen van de regeling inzake belangenconflicten in kapitaalvennootschappen (oud artikel 60-60bis en 133, Gecoördineerde Wetten op de Handelsvennootschappen, nu artikel 259-261, 264, 523-524 en 529, W.Venn.). Zie hierover PH. ERNST, *op. cit. supra* voetnoot 19; E. WYMEERSCH, *De belangenconflictenregeling in de vennootschappen. De regeling voor de NV, de BVBA en de Coop.V.*, Maklu, Antwerpen, 1996.

Recenteerde de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (verder afgekort als "CBF") een omzendbrief inzake het voorkomen van belangentegenstelling bij ICB's: Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, "Beheersautonomie – Voorkoming van Belangenconflicten", te vinden op <www.cbf.be>. Deze Circulaire werd geschorst door de Raad van State: R.v.St.(IX^k.) 8 januari 2001, arrest nr. 91.998, *NV Petercam t. Commissie voor het Bank- en Financiewezen*, *FF- Bank Fin. R.*, 2001/II, 110, noot E. DE KEIJSER. (zie hierover *infra* voetnoten 163 en 179).

Voor een buitenlands voorbeeld kan worden verwezen naar de hoorzittingen over belangenconflicten waarmee financiële analisten worden geconfronteerd, recent gehouden in het Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises van het U.S. House of Representatives Committee on Financial Services: "Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from wall Street?" op 14 juni 2001, en "Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives" op 31 juli 2001 (transcripten te vinden op <www.house.gov/financialservices/061401tc.htm> en <www.house.gov/financialservices/073101tc.htm>; zie hierover bv. ook "Analisten verdienen geld aan eigen adviezen", *De Standaard*, 2 augustus 2001; "Kwart

het in ons land bestaande recht een adequate regeling bevat van de belangenconflicten binnen MFI's met het oog op de bescherming van de (private) belegger.

B. BELANG VAN HET ONDERWERP

1. Het belang van de problematiek van de belangenconflicten binnen MFI's mag niet worden onderschat. Een bijzondere aandacht voor de gevaren die hierbij optreden, is gejustificeerd op basis van drie overwegingen.
2. In eerste instantie is het beheersen van belangenconflicten nodig om de (kleinere) belegger te beschermen tegen misbruiken van financiële instellingen.²¹ Door zijn gebrekkige kennis van, inzicht in en ervaring met de werkelijke werking van de financiële markten en de hierbij horende risico's, is de private spaarder doorgaans niet in staat zelf over zijn beleggingsbelangen te waken; hij is hiervoor volledig afhankelijk van de financiële instelling waarop hij een beroep doet.²² Het is precies deze afhankelijkheid en onevenwichtige machtsverhouding die op het vlak van de belangenconflicten strengere regels vereist.²³ Er is dan ook een tendens waar te nemen om de private belegger in zijn relatie tot een financiële instelling door middel van meer en strengere regels te beschermen dan een professionele belegger.²⁴ In deze zin kan men de nodige regels zien als elementen in de antagonistische relatie tussen beleggers en de MFI.²⁵
3. In tweede instantie dienen belangentegenstellingen binnen financiële instellingen echter ook te worden beheerst om de integriteit en efficiëntie van de financiële markten te waarborgen. Indien beleggingen als gevolg van belangentegenstellingen binnen MFI's worden afgeleid naar

Amerikaanse analisten vermengt persoonlijke belangen in beursadviezen", *De Financieel Economische Tijd*, 2 augustus 2001).

- ²¹ Zo berekende Investars.com *post factum* dat over de periode januari 1997 – mei 2001, terwijl de S&P 500 met 58% steeg en de NASDAQ meer dan verdubbelde, slechts 4 van de 19 grootste U.S. *brokerage firms* beleggingsadvies gaven dat een beleggingsmeerwaarde zou hebben gerealiseerd, en de hoogste opbrengst hierbij slechts 7.6% zou zijn geweest. Zie D.W. TICE, "Testimony before the Committee on Financial Services, Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises Subcommittee, Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from wall Street", 14 juni 2001, te vinden op <www.house.gov/financialservices/061401w1.htm>, i.h.b. p. 16. Voor recentere cijfers, zie <www.investars.com>.
- ²² Bovendien zijn in België gevestigde beleggers voor hun transacties in genoteerde financiële instrumenten uitgegeven door Belgische instellingen en ondernemingen verplicht de diensten van een beleggingsonderneming of kredietinstelling te gebruiken (artikel 2 Wet Secundaire Markten; zie over deze zogenaamde commissairisdwang in het algemeen: J. CERFONTAINE & J. VREYS, "Bemiddeling bij transacties in financiële instrumenten", *Bank Fin.*, 1996/6, 352-361), zodat de afhankelijkheid van de belegger van MFI's ook juridisch niet te vermijden is.
- ²³ Zie H. McVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 30-31; zie ook *infra* paragraaf 4 en 2.
- ²⁴ Alhoewel artikel 11 van de RBD voorziet dat de hierin opgenomen gedragsregels door de Lid-Staten moeten worden toegepast met inachtneming van de professionele aard van de persoon voor wie de beleggingsdienst wordt verricht, heeft artikel 36 van de Wet Secundaire Markten dergelijke verfijning niet ingevoerd. Het Forum of European Securities Commissions (FESCO), waarvan de CBF deel uitmaakt, heeft ondertussen in consultatieve paper FESCO/00-124b, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, februari 2001 (te vinden op <www.eurofefesco.org>) verschillende gedragsregels voorgesteld voor beide categorieën beleggers. De criteria om professionele van private beleggers te onderscheiden, werden uitgewerkt in *FESCO Paper on the Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules*, 00-FESCO-A, maart 2000 (te vinden op <www.eurofefesco.org>). Het uitgangspunt is hierbij inderdaad dat professionele beleggers deze zijn die "may be deemed to possess the experience, knowledge and expertise to make their own investment decisions and properly assess the risks they incur." (*FESCO Paper 00-FESCO-A*, punt 9).
- ²⁵ De toegenomen belangstelling voor belangentegenstellingen binnen financiële instellingen en eventuele misbruiken ter zake is misschien een te verwachten gevolg van de recente neergang van het beursklimaat, gecombineerd met enkele spectaculaire moeilijkheden van beleggingslievelingen van de jaren 90. Zo kunnen de publieke oproepen gericht aan de banken om in de zaak Lernout & Hauspie "hun verantwoordelijkheid ten opzichte van de kleine aandeelhouders" op te nemen, worden opgevat als verdedkte verwijzingen naar de mogelijkheid dat belangenconflicten waarmee zij werden geconfronteerd mede hebben bijgedragen tot de omvang van het verlies geleden door de kleine beleggers (zie bv. "Deminor en Test Aankoop Roepen Schuldeisers L&H op Herstelplan Goed te Keuren", *De Standaard*, 1 juni 2001). In omstandigheden waarbij zeer veel beleggers hun spaargelden hebben verloren, mag het niet verwonderen dat naarstig wordt gezocht naar manieren om die verliezen op anderen af te wentelen (Cf. D. DECKMYN, "De Dotcom Zondebok is Gevonden", *De Standaard*, 13 augustus 2001).

effecten waarbij deze instellingen het meeste belang hebben – bijvoorbeeld doordat zij als zakenbank belang hebben aan de aanbodzijde van effectentransacties – dan worden bij het beleggen de onderliggende *fundamentals* uit het oog verloren.²⁶ Op die manier faalt de financiële markt in haar cruciale functie: de optimale allocatie van kapitaal.²⁷ Scheeftrekkingen die hierdoor ontstaan, kunnen leiden tot overinvestering in bepaalde sectoren ten koste van onderinvestering in andere.²⁸ Het beschermen van de correct werkende allocatiefunctie van de financiële markten is in het belang van heel de economie.²⁹

4. Tenslotte is het beheersen van de problematiek van de belangenconflicten waarmee MFI's worden geconfronteerd essentieel om het vertrouwen van de kleine beleggers in deze instellingen te ondersteunen.³⁰ Men mag immers nooit uit het oog verliezen dat de financiële markten en instellingen leven bij de gratie van het vertrouwen dat het publiek in hen stelt. Wordt dit

²⁶ Sommigen gaan zo ver te suggereren dat de effectenbeurzen onbetrouwbaar zijn geworden door het bestaan van belangenconflicten binnen de financiële instellingen die deze markten beheersen (zie bv. D.W. TICE, *loc. cit. supra* voetnoot 21, i.h.b. p. 15). De beurshausse van het afgelopen decennium – vooral deze van de Internet- en technologie-effecten – zou zo misschien wel eens het gevolg kunnen zijn geweest van het kanaliseren van de vraag naar effecten van kleine beleggers via MFI's die in feite vooral belangen hadden aan de aanbodzijde van deze effecten, als goed betaalde adviseurs en financiers van de ondernemingen bij hun beursintroducties en emissies. In de mate dat het management van ondernemingen via aandelenopties extra belang heeft bij de evolutie van de aandelenkoersen, wordt dit fenomeen nog versterkt, en irrationeel risicovol beleid gericht op overnames en agressieve groei ten koste van alles gestimuleerd. Cf. D.W. TICE, *loc. cit. supra* voetnoot 21, i.h.b. p. 16-17.

²⁷ Zoals R. GLANTZ het formuleert: misbruik inzake belangentegenstellingen bij beleggingsdiensten "undermines one of the primary reasons for having a stock market – the efficient allocation of investment dollars." (getuigenis voor het Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises van het U.S. House of Representatives Committee on Financial Services tijdens de hoorzitting "Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives" op 31 juli 2001, te vinden op <www.house.gov/financialservices/073101w1.htm>, p. 5); zie ook H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 30. Bovendien ontstaat hierdoor het risico dat op langere termijn niet-houdbare inkomsten en hierdoor onterecht verhoogde aandelenkoersen ontstaan voor de financiële instellingen zelf ("the end result is reduced efficiency and, for those institutions involved in the underhanded activity, a false level of profitability which is not sustainable in the long term under true market conditions." H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 30). De potentiële gevolgen van het barsten van deze *bubble* zouden wel eens veel verstrekkender kunnen zijn dan de gevolgen van het barsten van de *Internet bubble* en de *telecom bubble*. Zie D.W. TICE, *loc. cit. supra* voetnoot 21, i.h.b. p. 17 e.v.

²⁸ Cf. het verhaal van de afgeblazen beursgang van Auto's Cardoen. Zie "Auto's Cardoen stelt beursgang uit, maar houdt vast aan groeiplannen", *De Standaard*, 19 januari 2000, waarin volgende betekenisvolle passage:

De nieuwe autowinkels in Kortrijk-Roeselare, Brussel, Hasselt en Namen had Cardoen gehoopt te kunnen financieren met het half miljard dat hij op de beurs wilde ophalen. Maar de banken die de beursgang voorbereidden, hebben Cardoen afgeraden naar de beurs te trekken. "Het klimaat is niet gunstig voor een relatieve kleine introductie van een bedrijf in een traditionele sector", zei afgevaardigd bestuurder Karel Cardoen gisteren op een persconferentie. "Misschien verandert dat als we auto's verkopen via het Internet", voegde hij er half schertsend, half gemeend aan toe.

²⁹ Het opdrijven van de reglementering van bepaalde markten heeft niet noodzakelijk als effect dat de concurrentie wordt beperkt. Specifiek met betrekking tot de zeer strikt gereguleerde effectenbeurzen – die in de economische literatuur steevast worden aangehaald als voorbeelden van quasi-perfect concurrentiële markten – wordt dit duidelijk: door de transactiekosten te beperken, slaagt deze strenge reglementering erin het transactievolume op te drijven en de efficiëntie van de markt te verhogen. Zie bv. R.H. COASE, *The Firm, the Market and the Law*, The University of Chicago Press, Chicago & London, 1988, p. 9. Dit is in ons land bovendien belangrijk omdat de beurs er sowieso een minder belangrijke rol speelt bij de financiering van ondernemingen dan in veel andere landen. In de mate dat recente hervormingen van de financiële markten in ons land mede waren bedoeld om de rol van de beurs uit te breiden en ervoor te zorgen dat effecten uitgegeven door Belgische emittenten ook voornamelijk in ons land verhandeld worden (zie M. MEY, "La nouvelle réforme de la bourse – Principaux aspects de la Loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.*, 1995/9, (522), 523, nr. 3-4; O. LEFEBVRE, "La réforme boursière", *Bank Fin.*, 1996/6, (335), 335), is het dan ook van bijzonder belang dat hierdoor de globale efficiëntie van de kapitaalallocatie in ons land niet wordt verminderd.

³⁰ Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 4 en 30. Alhoewel de concrete aanleiding voor het uitvaardigen van de hoger vermelde circulaire inzake belangentegenstellingen bij ICB's te vinden was in de confrontatie van de CBF met gevallen waarin buitenlandse toezichtsautoriteiten een attestatie vroegen dat bepaalde Belgische ICB's die internationaal actief werden effectief op een "autonome en professionele" manier werden beheerd, terwijl zij zelf hierover haar twijfels had, werd ook opgemerkt dat de CBF met deze circulaire als het ware aan de alarmbel trok: zij was ervan overtuigd dat situaties bestaan die vroeg of laat afbreuk dreigen te doen aan het beleggersvertrouwen in Belgische ICB's in het algemeen. F. NAERT, "ICB's: De vereiste van autonoom beheer", *Bank Fin.*, 1998/4, (191), 192; zie ook Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *supra* voetnoot 20, p. 2.

vertrouwen geschonden, dan kan dit niet alleen leiden tot directe schade voor de getroffen financiële instellingen,³¹ maar ook tot een inkrimping van de betrokken financiële markten,³² en uiteindelijk dus ook tot een verhoging van de financieringskost voor ondernemingen in het algemeen. Indien de beleggers (al dan niet terecht) vrezen dat zij op de beleggingsmarkten de speelbal zijn van de belangen van financiële groepen, dan zouden zij hun spaartegoeden niet meer, of minder via deze markten ter beschikking kunnen stellen.³³ Het beschermen van het publieke vertrouwen in de financiële markten is in een markteconomie dan ook een zaak van algemeen belang, die alle partijen betrokken bij deze markten en de overheid nauw aan het hart zou moeten liggen.

5. Uit deze overwegingen blijkt meteen dat een afkeer van regulering en toezicht als *a priori* standpunt verkeerd is. De landen met de beste financiële reglementering en het beste toezicht op financiële instellingen en markten blijken niet toevallig het meest efficiënte financieel systeem te hebben en hierdoor ook de meest succesvolle financiële instellingen.³⁴ Vanzelfsprekend moet eventueel voorgestelde reglementering wel getoetst worden op haar effectiviteit én efficiëntie. Er wordt soms opgemerkt dat hierbij moet worden rekening gehouden met de reële structuur van de financiële markt.³⁵ Ons inziens moeten dergelijke ongetwijfeld terechte bedenkingen toch ook enigszins worden gerelativeerd. Immers, in de mate dat men onze financiële markten meer en meer internationaliseert en men de Belgische belegger naar deze markten lokt precies met het oog op het realiseren van de voordelen die een ruime, liquide effectenmarkt zoals de Amerikaanse of Britse biedt, moet men tegelijkertijd de keerzijde van de medaille erkennen en de algemene principes die bij dergelijke efficiënt werkende kapitaalmarkt horen, aanvaarden.

II. HET GEMEENRECHT

A. DE ROL EN HET BELANG VAN HET GEMEENRECHT

1. Hoezeer het financieel recht ook een gespecialiseerde materie mag zijn met uitgebreide wettelijke en reglementaire bepalingen, de relatie tussen de belegger en de financiële instelling blijft in eerste instantie toch van contractuele aard.³⁶ Zo zal:

³¹ In de mate dat belangenvermengingen binnen MFI's vermoedens van misbruiken kunnen creëren, stelt dit dan ook een probleem voor de MFI zelf: wanneer haar verweten zou worden dat gestelde verrichtingen niet in het beste belang van de belegger waren, kan zij het zeer moeilijk krijgen overtuigend aan te tonen dat zij geen rekening heeft gehouden met haar andere belangen. Cf. F. NAERT, *op. cit. supra* voetnoot 30, 192.

³² Zie IOSCO, *International Conduct of Business Principles*, *supra* voetnoot 3, Part One, nr. 7 ("Smaller investors, whether they participate directly in the markets, or indirectly through mutual funds or pension funds, continue to be considered vital to the functioning of the markets. Their continued participation depends upon confidence in the integrity of the market and in the firms with which they deal").

³³ IOSCO, *Conflicts of Interest of CIS Operators*, *supra* voetnoot 7, p. 2.

³⁴ Zie ook J.-P. ABRAHAM, "Controle over groepen van financiële dienstverleners", *Bank Fin.*, 1999/10, (519), 520; D. WALKER (Chairman van de Britse SIB), "The Development of Principles and Conduct of Business Rules for Financial Services in the UK", *Bank Fin.*, 1990/7, (371), 374, nr. 23-24. De opmerking van een lid in de Senaatscommissie naar aanleiding van het opnemen van deontologische regels in artikel 36 Wet Secundaire Markten, dat goed werkende beurzen in noordelijke landen minder gereguleerd zijn dan de niet erg ontwikkelde beurzen in zuidelijke landen (Verslag namens de Commissie voor de Financiën, *Parl.St.*, Senaat, 1994-95, nr. 1352/2, p. 87), is feitelijk dan ook niet correct.

³⁵ Zie bv. E. WYMEERSCH, "Toepassingen van corporate governance-regelingen in het Belgische economisch recht", *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Die Keure, Brugge, 2001 p. 683 e.v.); zie ook Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *supra* voetnoot 20, die, naast het door de CBF geprefereerde stelsel van de *asset management* vennootschap (zie hierover *infra* paragraaf 6) voor zogenaamd "kleinere promotoren" de mogelijkheid blijft voorzien dat het portefeuillebeheer van een ICB wordt uitgeoefend door de promotor en/of zijn vertegenwoordigers op grond van een interne taakverdeling binnen de raad van bestuur van de beheers- of beleggingsvennootschap.

³⁶ X. DIEUX, "Questions relatives à l'intermédiation financière en droit positif", in *Les intermédiaires commerciaux*, Ed. Jeune Barreau, 1990, Brussel, (291), 295. Weliswaar is de relatie tussen een individuele belegger en een beleggingsvennootschap van vennootschapsrechtelijke aard, maar in de realiteit wordt het beheer van beleggingsvennootschappen waargenomen door een financiële instelling op basis van een overeenkomst met deze BEVEK of BEVAK (zie *infra* voetnoot 169). Ook hier is de relatie tussen de beleggersbelangen – erkend als het enige

- het beleggingsadvies meestal kunnen worden gekwalificeerd als een verhuring van diensten;³⁷ wanneer het beleggingsadvies echter wordt gegeven zonder dat er tussen de financiële instelling en de belegger een contractuele relatie bestaat – bijvoorbeeld bij gepubliceerd advies of wanneer een belegger enkel een losse inlichting vraagt – dan is de financiële instelling onderworpen aan de buitencontractuele aansprakelijkheid,³⁸ eventueel op basis van de *culpa in contrahendo* wanneer het advies kaderde in de totstandkoming van een overeenkomst tussen beide;³⁹
- het met elkaar in contact brengen van twee of meer partijen waardoor tussen hen een transactie in een financieel instrument kan tot stand komen, beschouwd worden als makelarij,⁴⁰
- het ontvangen en doorgeven voor rekening van beleggers van orders en het uitvoeren van dergelijke orders voor rekening van derden gebeuren in de vorm van een lastgeving of commissie;⁴¹

belang dat de beleggingsvennootschap heeft (zie *infra* paragraaf 2) – en de financiële dienstverlener dus uiteindelijk van contractuele aard.

³⁷ Zie bv. Gent, 17 juni 1995, *T.Not.*, 1995, 557, noot F. BOUCKAERT; zie ook M. FLAMEE & TH. TILQUIN, “La gestion de fortune et le conseil en placements”, *Bank Fin.*, 1991/10, (561), 575, nr. 58; J.-F. ROMAIN, “La réforme financière de 1990 – Livre IV – La gestion de fortune et le conseil en placement”, *J.T.*, 1991, (629), 629, nr. 2.1; J.-F. ROMAIN, “La gestion de fortune et le conseil en placements: Le praticien confronté au nouveau régime légal et réglementaire”, *D.A.O.R.*, 1992, nr. 22, (9), 10; L. CORNELIS & J. PEETERS, “De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur: inhoud en draagwijdte van zijn informatie- en adviesverplichtingen”, in CENTRUM VOOR BEROEPSVERVOLMAKING IN DE RECHTEN (eds.), *Actuele ontwikkelingen in de rechtsverhouding tussen bank en consument*, Maklu, Antwerpen-Apeldoorn, 1994, (189), 196, nr. 5; D. ROGER & M. SALMON, “Réflexions relatives à la responsabilité contractuelle des gérants de fortune et des conseillers en placements”, *J.T.*, 1998, (393), 395, nr. 9.

³⁸ Soms wordt gesteld dat het al dan niet contractueel karakter van de verhouding tussen financiële instelling en belegger zal afhangen van het al dan niet bezoldigd karakter van deze advisering of informatieverstrekking. Zie bv. E. WYMEERSCH, M. DAMBRE & K. TROCH, “Overzicht van rechtspraak – Privaat bankrecht (1992-1998)”, *T.P.R.*, 1999, (1779), 2020, nr. 347, die hiervoor overigens verwijzen naar een passage in het vorige rechtspraakoverzicht (Y. MERCIERS, PH. COLLE & M. DAMBRE, “Overzicht van rechtspraak – Algemeen handelsrecht, handelscontracten, bank-, krediet-, wissel- en chequeverrichtingen (1987-1991)”, *T.P.R.*, 1992, (845), 918-919, nr. 140) waarin geen beleggingsadvies aan de orde was maar wel het verstrekken door de bank van *commerciële inlichtingen* in verband met de solvabiliteit en betrouwbaarheid van een van haar cliënten aan leveranciers of andere schuldeisers van die cliënt. In dergelijke situatie zal inderdaad zelden tot nooit sprake zijn van een overeenkomst tussen die derde en de bank wanneer geen vergoeding dient te worden betaald (zie hierover algemeen R.M. BOSSUYT, “De Aansprakelijkheid van banken en informatiekantoren voor onjuiste, misleidende informatie”, *Bank Fin.*, 1989/9, 533-542). Ons inziens is het al dan niet bezoldigd karakter bij *beleggingsadvies* echter niet doorslaggevend: uit het ontbreken van een vergoeding kan men niet afleiden dat er tussen de belegger en de beleggingsadviseur geen (eventueel stilzwijgend aangegane) contractuele relatie zou bestaan (zie ook J.-P. BUYLE & M. DELIERNEUX, “Becommuniceerde rechtspraak in bank- en beursrecht”, *T.B.H.*, 1998, (783), 847). Het al dan niet bezoldigd karakter is echter wel een relevant criterium om de toepassing van de bepalingen inzake het beleggingsadvies in de Wet Secundaire Markten (Boek III, Titel II) af te bakenen (zie artikel 119).

³⁹ Zie bv. Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank Fin.*, 1997, 334; Antwerpen, 16 september 1997, *T.B.H.*, 1998, 843. In deze zaak ging het over een advies door de bankier gratis verstrekt aan één van zijn vaste cliënten. Ons inziens lijkt dit eerder een situatie waarin er sprake is van een (zij het impliciete) overeenkomst. Zie ook A. BRUYNEEL & E. VAN DEN HAUTE, “Chronique de droit privé. Les opérations de banque (1998)”, *Bank Fin.*, 1999/8, (388), 394, nr. 27.

⁴⁰ Zie bv. Kh. Brussel, 31 januari 1980, *B.R.H.*, 1980, 420. Er bestaat geen afzonderlijke wettelijke regeling voor de makelarij in het algemeen; het betreft in feite een bijzonder soort verhuring van diensten (zie bv. Cass., 16 september 1977, *Arr.Cass.*, 1978, 72; P.A. FORIERS, “Le droit commun des intermédiaires commerciaux: courtiers, commissionnaires, agents”, in *Les intermédiaires commerciaux*, Eds. Jeune Barreau, Brussel, 1990, (29), 99, 95). Over de gevallen waarin beleggingsondernemingen en kredietinstellingen als makelaar kunnen optreden bij effectentransacties, zie J. CERFONTAINE & J. VREYS, *op. cit. supra* voetnoot 22, 359-360, nr. 43; C. SUNT & J. VAN LANCKER, “De beursgenoteerde vennootschap en de beurshervorming”, *T.R.V.*, 1996/2, (75), 105, nr. 55, i.h.b. voetnoot 233.

⁴¹ Bij effectenhandel treedt de financiële instelling doorgaans als commissionair op; verrichtingen in naam van de cliënt zijn uitzonderlijk. Zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, Tome IV, Bruylant, Brussel, 2^{de} uitgave, 1988, 184, nr. 260; zie ook J. TYTECA, “De verhandeling van effecten, andere financiële instrumenten en deviezen”, in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe beurswetgeving*, Biblo, Kalmthout, 1991, (191), 228, nr. 43; J.-M. GOLLIER & D. VALSCHAERTS, “Les transactions sur valeurs mobilières cotées ou non cotées”, *R.P.S.*, 1992, nr.

- het op discretionaire basis beheren van beleggingsportefeuilles op grond van een door de belegger gegeven opdracht of in het kader van een ICB een lastgeving of commissie uitmaken, naargelang de financiële instelling de transactie in eigen naam dan wel in naam van de cliënt stelt;⁴²
- het verhandelen van effecten voor eigen rekening, zoals bijvoorbeeld gebruikelijk is op de markt van de Euro-obligaties, een koop-verkoopovereenkomst inhouden;⁴³
- het plaatsen van door de financiële instelling zelf uitgegeven effecten, zoals bijvoorbeeld kasbons, neerkomen op het sluiten van een leningsovereenkomst.⁴⁴

2. De contractuele aard impliceert dat het gemeenrecht op deze relatie van toepassing is in zoverre geen bijzondere financieelrechtelijke regels ervan afwijken. Bovendien moet de noodzakelijk onvolledige financieelrechtelijke regeling worden ingepast in het groter gemeenrechtelijk kader om de juiste betekenis ervan te achterhalen.⁴⁵

Het is dus aangewezen eerst na te gaan welke principes met betrekking tot de hier besproken belangenconflicten kunnen worden afgeleid uit het gemeenrecht, en meer bepaald uit de regels van toepassing op overeenkomsten in het algemeen enerzijds en de bijzondere bijkomende regels inzake de lastgeving en commissie anderzijds. Het onderscheid tussen de lastgeving en de andere overeenkomstentypes is relevant omdat in ons gemeenrecht, in tegenstelling tot in het *common*

6588, (5), 36, nr. 28; J. CERFONTAINE & J. VREYS, *op. cit. supra* voetnoot 22, 358, nr. 38; E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite relatives aux opérations sur instruments financiers – L'article 36 de la Loi du 6 avril 1995", *Bank Fin.*, 1995/10, (574), 580, nr. 17; X. DIEUX, *op. cit. supra* voetnoot 36, 292.

⁴² Alhoewel men eindeloos kan twisten over de juridische kwalificatie van deze overeenkomsten als huur van diensten, lastgeving of gemengd contract, moet worden vastgesteld dat pleidooien om deze activiteiten als huur van diensten te beschouwen voornamelijk zijn ingegeven door de behoefte te ontsnappen aan de mogelijkheid voor de rechter om het loon van de lasthebber te verminderen (P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 35, nr. 9, 45, nr. 23; zie hierover *infra* paragraaf 4). Vermits het essentieel onderscheid tussen het beleggingsadvies enerzijds en het vermogensbeheer anderzijds gelegen is in de bevoegdheid van de vermogensbeheerder om discretionair daden van beschikking te stellen (*cf.* de definitie van de beleggingsdienst "vermogensbeheer" in artikel 46, 1°, 3 Wet Secundaire Markten; zie ook Circulaire BA/1/92 en B92/4 van de CBF en R92/2 van de CIF van 14 augustus 1992 inzake vermogensbeheer en beleggingsadvies, te vinden op <www.cbf.be>, punt 1.1.2.), moet in het licht van het hier behandelde onderwerp worden gekozen voor een kwalificatie als lastgeving. Zie L. CORNELIS & J. PEETERS, "De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur...", *loc. cit. supra* voetnoot 37, 194-198, nr. 4-8; A. VAN CAUWENBERGE, "Instellingen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies", in K. BYTTEBIER & R. FELTKAMP (eds.), *Regulering van het beursapparaat*, Die Keure, Brugge, 1997, (265), 274, nr. 11; J.-F. ROMAIN, "La réforme financière de 1990 ...", *loc. cit. supra* voetnoot 37, 629, nr. 2.1; J.-F. ROMAIN, "La gestion de fortune et le conseil en placements...", *loc. cit. supra* voetnoot 37, 10; D. ROGER & M. SALMON, *op. cit. supra* voetnoot 37, 394, nr. 8; Y. MERCHIERS, PH. COLLE & M. DAMBRE, "Overzicht van rechtspraak – Algemeen handelsrecht, handelscontracten, bank-, krediet-, wissel- en chequeverrichtingen (1987-1991)", *T.P.R.*, 1992, (845), 919-920, nr. 142-144 en de daar vermelde rechtspraak; zie ook Scheidsr. Uitspr. Brussel, 29 maart 1996, *T.B.H.*, 1996, 1078; Kh. Brussel, 3 april 1990, *T.B.H.*, 1992, 62; Kh. Brussel, 9 januari 1991, *R.D.C.B.*, 1993, 601. *Contra*: M. FLAMEE & TH. TILQUIN, *op. cit. supra* voetnoot 37, 575, nr. 57.

⁴³ Zie E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 580, nr. 17; J. CERFONTAINE & J. VREYS, *op. cit. supra* voetnoot 22, 358, nr. 40.

⁴⁴ Zie E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 580, nr. 17.

⁴⁵ Men kan dan ook betreuren dat de financiële regelgevers recent soms weinig blijf hebben gegeven van een grondig inzicht in het gemeenrecht en de onderliggende principes ervan. Hierdoor werden enerzijds reeds bestaande gemeenrechtelijke principes op een onnodig voor verwarring zorgende manier herhaald in de reglementering (zie bv. *infra* paragrafen 5, 3, 1-3, 4, 1-2, en 3) en anderzijds door financieelrechtelijke bepalingen afwijkingen van het gemeenrecht ingevoerd zonder dat dit op basis van de *ratio* ervan kan worden gejustificeerd (zie bv. *infra* paragrafen 2, 3, 4, en 1). Zie ook J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts : Théorie générale dans le droit commun de la représentation, fondée sur le principe de bonne foi, et applications en droit financier", in *Les conflits d'intérêts*, Les Conférences du Centre de Droit Privé, U.L.B., Vol. VII, Bruylant, Brussel, 1997, (93), 99, nr. 2, 188, nr. 47. Op die manier riskeert een regelgever die de bescherming van de belegger wenst te verstevigen in feite de reeds door het gemeenrecht geboden bescherming te verzwakken. *Cf.* A. BRUYNEEL, "La réforme 1995-1997 des marchés et intermédiaires financiers", *Bank Fin.*, 1997/8, (519), 523-525, die zich afvraagt of "la surprotection juridique de l'investisseur individuel ne conduit [...] pas à une illusion de sécurité consumériste, à un sentiment de garantie aux antipodes du concept de risque inhérent à la plupart des investissements financiers ?"

law,⁴⁶ geen algemene fiduciaire plichten worden erkend. De met deze plichten vergelijkbare regels worden bij ons doorgaans gekoppeld aan de regels van het mandaat. Vermits de meest gehanteerde juridische benadering belangenconflicten tracht te beheersen op basis van deze fiduciaire plichten, is het nuttig deze even toe te lichten.

B. DE ANGLO-AMERIKAANSE *FIDUCIARY DUTIES*

1. In het Anglo-Amerikaanse recht worden *fiduciary duties* opgelegd aan elkeen die juridisch is gehouden andermans belangen te dienen en waarbij de relatie tussen beide personen wordt gekenmerkt door een ongelijke informatieverdeling (*informational imbalance*) en een afhankelijkheid van de ene persoon van de macht van de andere (*power dependency*).⁴⁷ De juridische vertegenwoordigingsfiguur *agency* is hiervan een voorbeeld, maar ook in andere juridische relaties zonder vertegenwoordigingsbevoegdheid kunnen dergelijke *fiduciary duties* gelden.⁴⁸

2. Enigszins schematisch voorgesteld omvatten deze *fiduciary duties*:⁴⁹

- De *no-profit rule*:
 - de *fiduciary* mag geen persoonlijk voordeel halen uit zijn positie, en
 - de *fiduciary* mag de informatie die hij van de begunstigde verkrijgt alleen gebruiken ten voordele van deze begunstigde en niet in zijn eigen voordeel of in het voordeel van iemand anders.
- De *no-conflict rule*:
 - de *fiduciary* mag zich niet in een positie plaatsen waarin zijn eigen belang in strijd zou komen met het belang van de begunstigde (verbod van *conflict of interest and duty*);

⁴⁶ Eigenlijk is deze formulering niet helemaal correct. De zogenaamde *fiduciary duties* zijn eigenlijk geen "*obligations at common law*" maar wel "*obligations in equity*". Zie *Bray v. Ford*, [1896] AC 44, geciteerd in ST. COATES, "Conflicts of Interest in the Securities Industry", in B. RIDER & M. ASHE (eds.), *The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Sweet & Maxwell, Dublin, 1995, (104), 104.

⁴⁷ P. FINN, "Fiduciary Law and the Modern Commercial World", in E. MCKENDRICK (ed.), *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, Clarendon Press, Oxford, 1992, (7), 9, omschrijft het als volgt: "A person will be a fiduciary in his relationship with another when and in so far as that other is entitled to expect that he will act in that other's interest or (as in a partnership) in their joint interest, to the exclusion of his own several interest."

⁴⁸ Het bekendste voorbeeld hiervan is natuurlijk de *trust*. Voor het bestaan van een fiduciaire verhouding is dus geen contract nodig, alhoewel het bestaan van een contractuele relatie in veel gevallen de basis vormt waarop de fiduciaire relatie wordt geënt. Bovendien is het irrelevant of de *fiduciary* door de begunstigde wordt vergoed of niet, en of de *fiduciary* op verzoek van de begunstigde optreedt of uit eigen initiatief. Naast *agency* kan ook een lening of een verkoop in bepaalde gevallen fiduciaire verplichtingen bevatten. Zie P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 13 en 15; R. INNES, "Fiduciary Duties and Regulatory Rules", in H. PARRY, E. BETTELHEIM & W. REES (eds.), *Futures Trading Law and Regulation*, FT Law & Tax, London, 1996, (45), 46. Zie ook G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 5, en de daar op p. 10-11 geciteerde opmerking van Lord Justice MOULTON in *Re Coomber* ([1911] 1 Ch 723 728-729): "Fiduciary relations are of many different types; they extend from the relation of myself to an errand boy who is bound to bring me back my change to the most intimate and confidential relations which can possibly exist between one party and another where the one is wholly in the hands of the other because of the infinite trust in him. All these are cases of fiduciary relations, and the Courts have again and again, in cases where there has been a fiduciary relation, interfered and set aside acts which, between persons in a wholly independent position, would have been perfectly valid."

⁴⁹ Zie G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 12; P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 9; B. RIDER, "Conflicts of Interest: An English Problem?", in G. FERRARINI (ed.), *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, London – Den Haag – Boston, 1998, (149), 150-152. Hier past wel een *caveat*, vermits de zaken veel genuanceerder zijn dan uit deze voorstelling zou kunnen blijken. Zoals Justice FRANKFURTER van het Amerikaanse federale Supreme Court het reeds stelde in *SEC v. Chenery Corp.* (318 US 80, op p. 85-86): "To say that a man is a fiduciary only begins analysis; it gives direction to further inquiry. To whom is he a fiduciary? What obligations does he owe as a fiduciary? In what respect has he failed to discharge these obligations? And what are the consequences of his deviation from duty?" Zie ook Sir ANTHONY MASON, "Themes and Prospects", in P.D. FINN (ed.), *Essays in Equity*, Law Book Co., Sydney, 1985, 246 ("the fiduciary relationship is a concept in search of a principle"), geciteerd in P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 8.

- de *undivided loyalty rule*, die de *fiduciary* verbiedt zich in een positie te plaatsen waarin hij de conflicterende belangen van verschillende begunstigden zou moeten behartigen (verbod van *conflict of duties*);
- deze verplichting is echter geen resultaatsverbintenis: alleen de conflicten die naar redelijkheid vooraf kunnen worden voorzien en te ontwijken zijn, moeten worden vermeden. Indien zonder fout van de *fiduciary* toch dergelijk belangenconflict zou ontstaan, dan heeft de *fiduciary* de plicht “*to disclose or to abstain*”: hij moet zich onthouden van elke interventie, tenzij zijn opdrachtgever(s) hun specifieke toestemming hebben gegeven na door hem volledig en correct te zijn geïnformeerd over het bestaande belangenconflict (“*full disclosure*”).

3. De fiduciaire basisregels vertonen een inhoudelijk verband: de *ratio* van beide regels is te verzekeren dat de *fiduciary* alleen de belangen van de begunstigde voor ogen houdt en bij het uitvoeren van zijn taak zo goed mogelijk deze belangen behartigt.⁵⁰ Vermits de functie van de regels het vermijden van potentiële misbruiken is, gelden deze verboden óók in specifieke situaties waarin het gedrag van de *fiduciary* in feite niet heeft geleid tot enig effectief nadeel voor de begunstigde.⁵¹

4. Eigenlijk komt het er dus op neer dat de handelingsvrijheid van de *fiduciary* wordt ingeperkt wegens de afhankelijkheidsrelatie die tussen hem en de begunstigde bestaat. Deze machtsverhouding heeft als gevolg dat het onderling afwegen van beider belangen niet aan een normale marktwerking is onderworpen. Zoals Judge CARDOZO in *Meinhard v. Salmon* schreef: “Many forms of conduct permissible in a work-a-day world for those acting at arm’s length are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place.”⁵² Als echter blijkt dat de *fiduciary* in de uitvoering van zijn taak – dus bij het arbitrerend tussen de strijdige belangen – wel onderworpen was aan een effectieve, correcte en betrouwbare marktwerking waardoor een misbruik in feite niet mogelijk was, kan een fiduciaire regel die deze transactie verbodt opzij worden gezet.⁵³

⁵⁰ P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 9 (“the consequential obligation a fiduciary finding attracts in itself are designed essentially to procure loyalty in service”) en 24. Zie ook de uitspraak van Lord HERSCHELL in *Bray v. Ford* ([1896] AC 44 op p. 51-52): “it is an inflexible rule of a Court of Equity that a person in a fiduciary position [...] is not, unless otherwise expressly provided, entitled to make a profit: he is not allowed to put himself in a position where his interest and duty conflict. It does not appear to me that this rule is, as has been said, founded upon principles of morality. I regard it rather as based on the consideration that, human nature being what it is, there is danger, in such circumstances, of the person holding a fiduciary position being swayed by interest, rather than by duty, and thus prejudicing those whom he was bound to protect.” Soms wordt dit zelfs in verband gebracht met Bijbelse voorschriften zoals “Niemand kan twee heren dienen; want of hij zal den enen haten en den anderen liefhebben, of hij zal den enen aanhangen en den anderen verachten” en het “leid ons niet in verzoeking” in het Onze Vader gebed (Mattheus, 6:13 en 6:24; zie bv. B. RIDER, *op. cit. supra* voetnoot 49, 152; P.R. WOOD, *op. cit. supra* voetnoot 14, 61).

⁵¹ Zie bv. *De Bussche v. Alt* [1878] 8 Ch D 286 (geciteerd in G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 13), waarin een *agent* de opdracht had een schip te verkopen tegen een afgesproken prijs. Nadat deze tevergeefs had geprobeerd het schip tegen deze voorwaarden te verkopen (en hem kon hierbij geen tekortkoming aan zijn plicht om zo goed mogelijk zijn best te doen worden verweten!), besloot de *agent* het schip dan maar zelf van zijn opdrachtgever te kopen tegen deze vooropgestelde prijs. De begunstigde had dus gekregen wat hij wenste, en was *in concreto* niet benadeeld. Enige tijd later slaagde de *agent* er echter in het schip aan een hogere prijs verder te verkopen aan een Japanse prins. De *agent* werd verplicht de hierbij verwezenlijkte winst over te dragen aan de begunstigde. Zie ook *Boardman v. Phipps*, [1967] 2 AC 46 (geciteerd in G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 14), waarin een *fiduciary* door zijn fiduciaire relatie op de hoogte was van de mogelijkheid een winst te maken en hierdoor ook de gelegenheid kreeg deze winst te realiseren. Alhoewel uit de feiten bleek dat de begunstigde nooit zelf deze winst had kunnen genieten, werd de *fiduciary* toch gedwongen deze winsten aan hem af te staan.

⁵² 249 NY 458, 464 (1928), geciteerd in N. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 122.

⁵³ Cf. R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 204, die stelt dat “as a matter of policy there is a reluctance to overlay ordinary, arm’s length commercial relationships with fiduciary duties.” Zo kan bijvoorbeeld ook naar Anglo-Amerikaans gemeenrecht worden geargumenteed dat een *broker* zowel voor de koper als de verkoper mag optreden wanneer hij de transactie uitvoert op een gereguleerde effectenbeurs: in die omstandigheden zorgt het beursmechanisme er immers voor dat de macht van deze *fiduciary* wordt geneutraliseerd; de preventie van misbruiken van belangenconflicten hoeft dus niet meer te worden verzekerd door een juridisch verbod. Zie bv. *Jones v. Canavan*, [1972] 2 NSWLR 236; zie ook G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 29.

Deze vaststelling is belangrijk. In essentie dient de juridische behandeling van belangenconflicten in hoofde van commerciële dienstverleners ons inziens te trachten de arbitrage tussen de betreffende belangen, die door de omstandigheden waarin deze plaatsvindt aan een effectieve marktwerking is onttrokken, door middel van juridische regels toch onderhevig te maken aan een vorm van marktdiscipline. Enkel wanneer dit niet kan worden gerealiseerd, is het nodig de handelingen te verbieden.

5. We dienen dus na te gaan op welke manier ons gemeenrecht deze problemen opvangt. Hierbij moeten we ons echter hoeden voor het vooronderstellen van de conclusie van dit onderzoek. Al te vaak gaan continentale juristen bij dergelijke vraagstelling er vanuit dat de hoger besproken *fiduciary duties* wel aanwezig moeten zijn in ons rechtsstelsel;⁵⁴ de problematiek beperkt zich dan tot een zoektocht naar de meest geschikte juridische basis die hiervoor kan worden aangevoerd.⁵⁵ Hierbij wordt dan uit het oog verloren dat het best mogelijk is dat ons gemeenrecht dergelijke principes niet kent, of toch niet in dezelfde mate, en hetzelfde resultaat bereikt door middel van andere regels.

Eigenaardig genoeg wordt hierdoor bij ons naar een invoering van dergelijke strenge fiduciaire regels gestreefd, net op het ogenblik dat in landen met een Anglo-Amerikaans rechtstelsel een tegenovergestelde tendens valt waar te nemen. De vrij strikte *fiduciary duties* zijn in het *equity* ontwikkeld in een periode waarin de handels- en financiële transacties relatief eenvoudig waren.⁵⁶ Het ongewijzigd toepassen van deze principes op de complexe financiële wereld van vandaag is niet alleen moeilijk, maar volgens vele commentatoren zelfs niet gewenst.⁵⁷ Met betrekking tot belangenconflicten bij financiële instellingen worden deze regels in de rechtspraak dan ook niet altijd even strikt toegepast als men op het eerste gezicht zou verwachten.⁵⁸

⁵⁴ Een voor de hand liggende verklaring hiervoor kan worden gezocht in het feit dat de belangrijkste financiële markten in de wereld onderhevig zijn aan het Anglo-Amerikaanse recht (New York, London, ...). In hun poging om met deze centra te concurreren, is de verleiding voor andere jurisdicties groot om de daar geldende principes over te nemen of te imiteren, zodat deze regels automatisch tot wereldstandaard uitgroeien. Een tweede verklaring kan misschien te vinden zijn bij de bijna onweerstaanbare aantrekkingskracht die het Anglo-Amerikaanse recht uitoefent op veel continentale juristen, omdat het juridische discours – we moeten hierin eerlijk durven zijn – door de meer uitvoerige motivering van de rechterlijke uitspraken en de expliciete discussie over de bases van de erin opgenomen juridische principes in deze landen nu eenmaal intellectueel interessanter is. Men kan dit vergelijken met de voorliefde van veel continentale juristen voor het Europees recht, waarbij het Europees Hof van Justitie zelfs werd omschreven als het "European lawyer's hobbyhorse"; zie T. KOOPMANS, "The Future of the Court of Justice of the European Communities", *Yearbook of European Law*, 1991, Vol. 11, 15.

⁵⁵ Zie bv. J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 93-189, die deze fiduciaire plichten tracht te baseren op het principe van de goede trouw. Dit is niet onredelijk, vermits ook in *common law* landen wordt opgemerkt dat het toepassen van *fiduciary duties* op commerciële contracten in feite een omweg is om een plicht tot goede trouw en *fair dealing* op te leggen bij het totstandkomen, uitvoeren en afdwingen van overeenkomsten. Zie P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 7.

⁵⁶ R. CRANSTON, "Conflicts of Interest in the Multifunctional Financial Institution", *Brooklyn J.Int'l L.*, 1990, Vol. 16, (125), 128; P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 19-20; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 147.

⁵⁷ Zie bv. H. MCVEA, "Conflicts of Interest – Regulatory Rules and the Common Law", in B. RIDER & M. ASCHE (eds.), *The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Sweet & Maxwell, Dublin, 1995, (131), 142; H. MCVEA., *op. cit. supra* voetnoot 4, 147; R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 24; P.R. WOOD, *op. cit. supra* voetnoot 14, 61; N.S. POSER, "Chinese wall or Emperor's New Clothes? (2)", *The Company Lawyer*, 1988, Vol. 9, (159), 165.

⁵⁸ N. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 122; zie ook P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 13; B. RIDER, *op. cit. supra* voetnoot 49, 164. Er is recent in de rechtspraak bovendien een tendens te ontwaren om fiduciaire plichten in commerciële relaties *expliciet* te beperken, zoals blijkt uit *Kelly v. Cooper*, [1992] 3 WLR 936, waarin werd gesteld dat een algemeen aanvaard commercieel gebruik kan afwijken van een *fiduciary duty*, en *Clark Boyce v. Mouat*, [1993] 4 All ER 268, waarin gesteld werd dat *fiduciary duties* niet kunnen worden ingeroepen om af te wijken van specifieke afspraken in een overeenkomst. Zie ST. COATES, *op. cit. supra* voetnoot 46, 104-105, 112-113, 115-116, 118 en 129.

C. HET ALGEMEEN CONTRACTENRECHT

1. De basisprincipes

1. Contracten met (private) beleggers bevatten voor financiële dienstverleners niet altijd de opdracht om de belangen van de belegger te behartigen. Het is perfect mogelijk dat de belegger een specifieke prestatie vraagt, zonder dat de financiële instelling als taak heeft te beoordelen of deze prestatie voor de belegger wel de best mogelijke is.⁵⁹ In dat geval zal de overeenkomst – of het nu een huur van diensten is, een koop-verkoopovereenkomst of een leningsovereenkomst – voor de financiële instelling geen verplichtingen meebrengen op het vlak van de belangentegenstellingen. Er is hier in hoofde van de financiële instelling immers geen juridisch belangenconflict, vermits zij niet de opdracht heeft de belangen van de belegger te behartigen, maar wel een bepaalde prestatie te leveren, gekozen door de belegger omdat deze zelf heeft geoordeeld dat dit in zijn belang is.⁶⁰

2. Dit moet echter worden genuanceerd. In ons recht wordt meer en meer een beroep gedaan op de *culpa in contrahendo* enerzijds en op de verplichting contracten te goeder trouw uit te voeren anderzijds om aan contractanten informatieplichten op te leggen.⁶¹ Zo wordt aangenomen dat een professioneel dienstverlener waarmee een private persoon omwille van zijn vakkennis contracteert, niet alleen de specifiek door de cliënt gevraagde prestatie zal moeten leveren, maar de cliënt ook de nodige informatie moet geven die hem in staat stelt een correcte beslissing te nemen.⁶² Ook inzake beleggingsverrichtingen wordt deze redenering toegepast.⁶³ Men kan dan ook argumenteren dat een financiële instelling die een opdracht heeft gericht op het behartigen van de belangen van zijn cliënt een inbreuk pleegt op de goede trouw wanneer hij bij de uitvoering van deze opdracht andere belangen – zoals bijvoorbeeld zijn eigen belang of een belang van een andere cliënt – laat primeren.⁶⁴

3. In veel situaties zal de overeenkomst echter als expliciete of impliciete maar essentiële opdracht inhouden dat de financiële instelling de belegger zal helpen kiezen (beleggingsadvies) of eventueel zelfs in de plaats van de belegger zal kiezen tussen verschillende alternatieve beleggingsobjecten (individueel of collectief vermogensbeheer) of transactievoorwaarden met betrekking tot deze beleggingsobjecten (uitvoering van orders met een marge voor de prijs of geen specificatie van de uitvoeringswijze). In dat geval bevat de overeenkomst zelf voor de financiële instelling de verbintenis als een goed huisvader te trachten het belang van de belegger te optimaliseren.⁶⁵

⁵⁹ Zie bv. Brussel, 7 november 1996, *Pas.*, 1995, II, 111; Kh. Brussel, 31 mei 1996, *J.L.M.B.*, 1996, 1588.

⁶⁰ Zie V. SIMONART, *op. cit. supra* voetnoot 1, 303-304, ("Il ressort [...] de toutes les contributions que des conflits d'intérêts ne surviennent dans le chef d'une personne que lorsque celle-ci a l'obligation, à un titre ou un autre, de protéger ou prendre en considération les intérêts d'une autre personne").

⁶¹ Zie algemeen D. FRERIKS, "Onderzoeks- en mededelingsverplichtingen in het contractenrecht", *T.P.R.*, 1992, (1187), 1215-1238, nrs. 26-54; W. WILMS, "Het recht op informatie in het verbintenissenrecht: Een grondslagenonderzoek", *R.W.*, 1980-81, (489), 497-508; zie ook X. DIEUX, *op. cit. supra* voetnoot 36, 296-297; R. KRUIHOF, H. BOCKEN, F. DE LY & B. DE TEMMERMAN, "Overzicht van rechtspraak (1981-1992) - Verbintenissen", *T.P.R.*, 1994, (171), 278-288, nr. 75-80, en 461-462, nr. 188.

⁶² P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 107, nr. 108; G. SCHRANS, "De progressieve totstandkoming der contracten", *T.P.R.*, 1984, (1), 11-13, nr. 7; R. KRUIHOF, H. BOCKEN, F. DE LY & B. DE TEMMERMAN, *op. cit. supra* voetnoot 61, 282-284, nr. 77; voor belangrijke nuanceringsen, zie echter L. CORNELIS & J. PEETERS, "De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur...", *loc. cit. supra* voetnoot 37, 215-225, nr. 31-39.

⁶³ Zie bv. Kh. Brussel, 31 mei 1996, *J.L.M.B.*, 1996, 1588; Liège, 16 januari 1997, *T.B.H.*, 1999, 22; Kh. Brussel, 26 maart 1997, *Bank Fin.*, 1997, 334. Zie ook J.-P. BUYLE & A. WILLEMS, "La responsabilité professionnelle des banquiers dans l'établissement et l'utilisation de documents", *Rev.Dr.U.L.B.*, 1992, (145), 160-167.

⁶⁴ Voor een algemene theorie waarbij de problematiek van de belangenconflicten worden geanalyseerd op basis van het principe van de goede trouw, zie J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts", *loc. cit. supra* voetnoot (45), 93-189, i.h.b. p. 131.

⁶⁵ D. FRERIKS, *op. cit. supra* voetnoot 61, 1238-1242, nrs. 56-60; zie ook W. WILMS, *op. cit. supra* voetnoot 61, 505-506. Zelfs indien de relatie tussen de financiële instelling niet van contractuele aard is, zal advies dat meer is ingegeven door de belangen van de financiële instelling zelf dan door de belangen van de geadviseerde belegger, een

2. Gedragsregels bij belangenconflicten

1. Ongeacht het type overeenkomst dat haar met de belegger verbindt, zal de financiële instelling gehouden zijn als een goed huisvader de contractuele opdracht uit te voeren. Indien deze opdracht expliciet of impliciet mee het informeren of adviseren van de belegger omvat, zal deze verplichting ook gelden voor het gegeven advies of de verstrekte informatie. Geeft de overeenkomst de financiële instelling de ruimte om zelf te kiezen tussen alternatieve beleggingsobjecten, transactievoorwaarden of uitvoeringsmodaliteiten, dan zal zij ook deze keuze zorgvuldig moeten maken.

Het feit dat de financiële instelling hierbij eventueel met een belangenconflict wordt geconfronteerd, heeft op zich echter geen juridische gevolgen. Zolang zij de voor de belegger beste uitvoering geeft aan de overeenkomst, heeft zij haar contractuele verplichting correct uitgevoerd. De belegger heeft gekregen wat hij heeft gevraagd, eventueel inclusief het naar redelijkheid te verwachten beste advies en de beste informatie. Er is dus geen algemene *no-conflict rule*, noch een algemene *disclose or abstain rule*. Wel is er een algemene contractuele basis om de MFI aan te spreken indien deze een voor de belegger minder gunstige keuze heeft gemaakt doordat zij zich mede heeft laten leiden door andere belangen die zij bij de transactie heeft of die zij hierbij vertegenwoordigt. Er mag immers worden aangenomen dat een normaal zorgvuldig financieel dienstverlener die de plicht heeft de belangen van zijn cliënt te behartigen deze opdracht niet aanwendt voor een ander doel. Een misbruik van een belangenconflict kan dus gemeenrechtelijk wel worden geredieerd: de MFI zal de hierdoor bij de belegger veroorzaakte schade dienen te vergoeden.

2. Niets verzet zich er echter tegen dat de dienstverlener zelf, naast de contractueel verschuldigde vergoeding voor zijn diensten, ook andere voordelen haalt uit de uitvoering van zijn opdracht, weer op voorwaarde dat hij de door de cliënt naar redelijkheid te verwachten beste prestatie levert. Er is dus ook geen algemene *no-profit rule*. Deze voordelen mogen zelfs voor de cliënt verborgen blijven: de dienstverlener hoeft de cliënt hierover niet te informeren. Wel geldt dit vanzelfsprekend alleen indien het voordelen betreft die de belegger zelf niet had moeten krijgen, want in dat geval zou het achterhouden van deze voordelen impliceren dat de dienstverlener niet de voor de cliënt best mogelijke uitvoering aan zijn opdracht heeft gegeven.

D. BIJZONDERE REGELS INZAKE DE LASTGEVING

1. De basisprincipes

1. In ons gemeenrecht worden de zogenaamde fiduciaire plichten voornamelijk vastgeknoopt aan de principes die de lastgeving en de commissie beheersen.⁶⁶

2. Alhoewel dit op zich niet expliciet in het Burgerlijk Wetboek wordt gesteld, gaan de regels van toepassing op het mandaat uit van het onderliggende idee dat de lasthebber de middelenverbintenis heeft zijn vertegenwoordigingsbevoegdheid zo uit te oefenen dat het belang van de vertegenwoordigde het best ("*au mieux*") wordt gediend.⁶⁷

fout impliceren, waarvoor de financiële instelling aansprakelijk kan worden gesteld. Zie bv. Antwerpen, 16 september 1997, *T.B.H.*, 1998, 843.

⁶⁶ Alhoewel men op basis van artikel 13, Titel VII, Boek I, W.Kh. – dat bepaalt dat "[d]e verplichtingen en de rechten van de persoon die handelt *in naam van een opdrachtgever*, worden geregeld in het Burgerlijk Wetboek, boek III, titel XIII" (cursivering toegevoegd) – *a contrario* zou kunnen redeneren dat de regels inzake de lastgeving niet van toepassing zijn op de commissionair die in eigen naam optreedt, blijkt zowel de rechtspraak als de rechtsleer in ons land de commissie met betrekking tot de fiduciaire plichten analoog te behandelen aan het mandaat (P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 32-33, nr. 6). Zelfs J. VAN RYN en J. HEENEN, die de autonomie van de commissie ten opzichte van de lastgeving erg benadrukken (zie hiervoor *op. cit. supra* voetnoot 41, 8-10, nr. 6), doen dit: zie *Ibidem*, 17, nr. 19.

⁶⁷ P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 46-47, nr. 25. Inzake commissie, zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 18-19, nr. 20; L. FREDERICQ, *Handboek van Belgisch handelsrecht*, Deel I, Bruylant, Brussel, 1976, 265-266, nr. 231.

Dit principe kan vooreerst worden afgeleid uit de *ratio* van de juridische concepten subjectief recht, handelingsbekwaamheid en vertegenwoordigingsbevoegdheid en van hun onderlinge samenhang. Rechten zijn in essentie een bijzondere juridische erkenning van belangen van personen: ze geven aan de titularis ervan een met de hulp van de overheid afdwingbare aanspraak of bevoegdheid die als beschermingsmechanisme van het betreffende belang kan worden aangewend.⁶⁸ De algemene handelingsbekwaamheid van rechtssubjecten is de juridische vertaling van het zelfbeschikkingsrecht met betrekking tot de zo beschermde belangen.⁶⁹ behoudens wettelijke uitzonderingen of afwijkingen,⁷⁰ kunnen rechtssubjecten door middel van rechtshandelingen⁷¹ naar eigen inzichten wijzigingen aanbrengen aan hun rechten en plichten, onder meer door middel van onderlinge bindende afspraken, contracten. Wanneer de mogelijkheid om voor rekening van een rechtssubject rechtshandelingen te stellen wordt gedelegeerd aan een ander rechtssubject die dergelijke diensten aanbiedt, dan dient deze vertegenwoordigingsbevoegdheid nog steeds ditzelfde doel, met name het behartigen van de belangen van de persoon voor wiens rekening de rechtshandelingen worden gesteld.⁷² Dergelijke vertegenwoordigingsbevoegdheid is dus een doelgebonden bevoegdheid, en gebruik van deze bevoegdheid voor een ander dan het bedoelde doel, houdt dan ook bevoegdheidsafwendings in.⁷³

Het beginsel dat de lasthebber zijn opdracht zo optimaal mogelijk in het belang van de lastgever moet uitoefenen, blijkt bovendien te zijn neergelegd in een aantal specifieke wettelijke bepalingen. De lasthebber dient zijn opdracht immers uit te voeren zoals een normaal zorgvuldig persoon dit zou doen; de algemene contractuele foutnorm en het principe van de uitvoering van contracten te goeder trouw zijn op deze middelenverbintenis van toepassing.⁷⁴ Dit principe kan echter ook worden teruggevonden in artikel 1998 B.W., dat de lastgever alleen gebonden acht de verbintenissen na te komen die de lasthebber "overeenkomstig de hem verleende macht" heeft aangegaan.⁷⁵

⁶⁸ De aanspraak of bevoegdheid bestaat uit een bepaalde heerschappij over een deel van de omgeving van het rechtssubject. Over subjectieve rechten in het algemeen, zie onder meer W. VAN GERVEN, *Algemeen deel*, in R. DILLEMANS & W. VAN GERVEN (eds.), *Beginselen van Belgisch privaatrecht*, E. Story-Scientia, Brussel, 1987, nr. 30 e.v. Niet alle belangen van rechtssubjecten worden door rechten beschermd. De niet door dergelijke aanspraken of bevoegdheden beschermde rechtmatige belangen genieten een minder beschermde status: een aantasting van dergelijke belangen kan alleen worden geredigeerd door middel van vorderingen die een specifieke aansprakelijkheidsbasis vergen, zoals bv. een schadeloosstellingsvordering op basis van een aan een andere persoon toerekenbare fout (artikel 1382 B.W.) of een vordering tot staking op basis van een aan een andere persoon toerekenbare daad strijdig met de eerlijke handelsgebruiken (artikelen 93-95 W.H.P.C.). Remedies ter bescherming van een niet als recht erkend rechtmatig belang zijn dan ook alleen maar beschikbaar indien de aantasting van het belang veroorzaakt wordt door een type gebeurtenis door het recht erkend als aansprakelijkheidsbasis. Remedies ter bescherming van een wel als recht erkend belang zijn beschikbaar tegen elke aantasting, ongeacht het type gebeurtenis dat de oorzaak vormt van de bedreiging. Anders uitgedrukt: rechtmatige belangen die niet als recht zijn erkend worden enkel door een recht beschermd tegen bepaalde oorzaken van aantasting, niet tegen de aantasting op zich. Zie ook F. OST, "Entre droit et non-droit : l'intérêt", in PH. GÉRARD, F. OST & M. VAN DE KERCKHOVE (eds.), *Droit et intérêt*, Vol. 2, Fac. Univ. Saint-Louis, Brussel, 1990, 38-39.

⁶⁹ W. VAN GERVEN, *op. cit. supra* voetnoot 68, nr. 38.

⁷⁰ Zie artikel 1123 B.W., dat van openbare orde is.

⁷¹ Handelingen waaraan het recht bepaalde wijzigingen van rechten en plichten koppelt en die door de rechtssubjecten worden gesteld precies met het oog op het verwezenlijken van die rechtsgevolgen.

⁷² W. VAN GERVEN, *op. cit. supra* voetnoot 68, nr. 67. Zoals VAN GERVEN schrijft, kan bij uitzondering een mandaat gegeven zijn in het belang van de volmachtouder, zoals bv. het hypothecair mandaat, maar het moet duidelijk zijn dat dergelijke uitzonderlijke situaties geheel vreemd zijn aan de hier besproken problematiek.

⁷³ Zie ook A. MEINERTZHAGEN-LIMPENS, "La représentation et les conflits d'intérêts en droit comparé", in *Les conflits d'intérêts*, Les Conférences du Centre de Droit Privé, U.L.B., Vol. VII, Bruylant, Brussel, 1997, (261), 271, nr. 11; Cf. W. VAN GERVEN, *Bewindsbevoegdheid. Rechtsvergelijkende bijdrage tot een algemene theorie van bewind over andermans vermogen*, Bruylant, Brussel, 1962, nrs. 96-97 en 100-112.

⁷⁴ Artikel 1992, lid 1 B.W.; zie ook P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 47, nr. 27; C. PAULUS & R. BOES, *Lastgeving*, A.P.R., Story-Scientia, Gent-Leuven, 1978, 90-92, nr. 137-1140. Indien het echter een lastgeving om niet betreft – in de context van de in deze bijdrage besproken problematiek niet echt relevant – dan wordt de aansprakelijkheid wegens schuld minder streng toegepast. Zie artikel 1992, lid 2 B.W.

⁷⁵ "Qui passe commission, perd"; zie L. FREDERICQ, *op. cit. supra* voetnoot 67, 265-266, nr. 231. Zie bv. Kh. Brussel, 6 januari 1971, *R.G.A.R.*, 1974, 9211; Pol. Brussel, 12 mei 1997, *T.Vred.*, 1997, 289; zie ook M. EKELMANS,

Dit alles betekent, algemeen geformuleerd, dat de lasthebber bij de uitvoering van zijn opdracht geen handelingen mag stellen die het vertegenwoordigde belang niet optimaal bevredigen om zo een ander belang dat hij behartigt – zijn eigen belang of het belang van een andere persoon – te bevorderen.⁷⁶ Dit principe lijkt op zich niet te verschillen van de hoger vermelde regel van toepassing op alle overeenkomsten waar de contractuele opdracht het behartigen van andermans belangen inhoudt.⁷⁷

3. Het in de context van de belangenconflicten belangrijkste van het algemeen contractenrecht afwijkend principe inzake het mandaat kan worden gevonden in artikel 1993 B.W., dat de lasthebber verplicht tot het geven van “rekenschap” aan de lastgever. Deze regel verplicht de lasthebber er vooreerst toe aan de lastgever verslag uit te brengen over de uitvoering van de opdracht.⁷⁸ Maar – en aan dit facet wordt in de context van de belangentegenstellingen vaak minder aandacht besteed – deze verplichting houdt ook in dat de lasthebber *alles* wat hij als voordeel zou hebben ontvangen bij en naar aanleiding van het uitvoeren van zijn opdracht, “ook al was het door hem ontvangene aan de lastgever niet verschuldigd”, aan de lastgever moet geven.⁷⁹ De handelingen van de lasthebber in uitvoering van het mandaat werden immers gesteld “voor rekening van” de opdrachtgever, en dit impliceert dat *alle* gevolgen van deze handelingen in het vermogen van de lastgever terecht moeten komen.⁸⁰ De regel van artikel 1993 B.W., die dus een *no-profit rule* blijkt te zijn, bevat een resultaatsverbintenis voor de lasthebber: het eindresultaat moet zijn dat de lasthebber geen enkel voordeel behoudt uit de uitvoering van zijn opdracht zonder de geïnformeerde toestemming van de lastgever, zoals vanzelfsprekend de eventueel overeengekomen vergoeding.⁸¹

“Conflits d’intérêts – Contrats d’intermédiaires”, in *Les conflits d’intérêts*, Les Conférences du Centre de Droit Privé, U.L.B., Vol. VII, Bruylant, Brussel, 1997, (5), 13-14, nr. 3.6; J.-F. ROMAIN, “Du contrat avec soi-même et des conflits d’intérêts...”, *loc. cit. supra* voetnoot 45, 134.

⁷⁶ Zo lang aan deze verplichting is voldaan, verbiedt echter niets dat de uitvoering van het mandaat ook in het voordeel van de lasthebber zelf is. Zie bv. Rb. Leopoldstad, 5 december 1950, *J.T. d’Outremer*, 1950-1951, 172 (geciteerd in C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 11, nr. 15), waar het feit dat de lastgeving zowel in het belang van de lastgever als de lasthebber was alleen als relevant werd beschouwd om het herroepbaar of onherroepelijk karakter ervan vast te stellen.

⁷⁷ Zie *supra* paragraaf 3.

⁷⁸ De lasthebber dient de lastgever alle elementen te verschaffen die deze nodig heeft om te uitvoering van het mandaat te kunnen controleren. Zie C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 101, nr. 160, 102-103, nr. 164-166; H. DE PAGE, *Traité élémentaire de droit civil belge*, T. V, Bruylant, Brussel, 1952, 412-414, nr. 420.

⁷⁹ Zie P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 68, nr. 52; C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 103-104, nr. 168-169; H. DE PAGE, *op. cit. supra* voetnoot 78, 415-417, nr. 422. Deze regel is ook van toepassing op de commissie; zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 24, nr. 27 (“Tout le profit de l’opération revient donc au commettant”).

⁸⁰ C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 103, nr. 168; H. DE PAGE, *op. cit. supra* voetnoot 78, 415-417, nr. 422. De noodzakelijke keerzijde van de verplichting van artikel 1993 B.W. wordt dan ook gevormd door de verplichting van de lastgever de lasthebber te vergoeden voor kosten en voorschotten die deze tot uitvoering van de lastgeving heeft gedaan (artikel 1999 B.W.) en hem schadeloos te stellen voor de verliezen die hij ter gelegenheid van de uitvoering van zijn opdracht heeft geleden indien hem hierbij geen fout kan worden verweten (artikel 2000 B.W.; deze verplichting geldt telkens wanneer er een verband is tussen het door de lasthebber of commissionair geleden verlies en de aanvaarde opdracht; zie bv. Kh. Brussel, 2 juni 1938, *Jur.Com.Brux.*, 1938, 447, waar inrichtingen van de commissionair nodig om de orders van de committent uit te voeren door plundersaars waren vernietigd). Dit blijkt ook uit artikel 1996 B.W., dat de interesten op de sommen die de lasthebber heeft besteed voor zijn eigen gebruik – en dus in strijd met het beginsel dat deze sommen enkel ten voordele van de lastgever mogen worden aangewend – laten lopen vanaf het tijdstip waarop hij van die sommen heeft gebruik gemaakt. Artikel 2001 B.W. bevat een analoge bepaling voor de interesten op de voorschotten die de lastgever aan de lasthebber moet terugbetalen.

⁸¹ Cf. H. DE PAGE, *op. cit. supra* voetnoot 78, nr. 422, voetnoot 6 op p. 415 (“Lorsqu’il agit comme mandataire, le mandataire est le mandant. Ce que l’article 1993 prohibe, c’est précisément la dissociation, dans le chef du mandataire, de sa qualité de mandataire en de son individualité propre”), en p. 416 (“Le mandat ne peut jamais, en d’autres termes, devenir une source de profits pour le mandataire dans les rapports de celui-ci avec les tiers”). Zie ook J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 24, nr. 27; L. FREDERICQ, *op. cit. supra* voetnoot 67, 268, nr. 233.

4. En zelfs met betrekking tot deze vergoeding is het gemeenrecht bijzonder streng. Zo wordt artikel 1986 B.W. – dat voorziet dat lastgeving om niet geschiedt tenzij het tegendeel bedongen is – in de rechtspraak gebruikt als basis om het overmatige bedongen loon van de lasthebber te matigen.⁸² In essentie steunt deze bevoegdheid van de rechtbanken ons inziens ook op het beginsel dat de uitvoering van de lastgeving geen enkel ander belang mag bevorderen (resultaat) dan het belang van de lastgever:⁸³ zelfs het voorzien van een vergoeding voor de lasthebber is een afwijking van dit beginsel, en wordt daarom argwanend bekeken.⁸⁴

2. Gedragsregels bij belangenconflicten

a. Algemeen

1. Wanneer de lasthebber een met het behartigde belang van de lastgever strijdig eigen belang heeft (*conflict of interest and duty*), lijkt de hoger vastgestelde regel dat de uitvoering van de lastgeving het belang van de lastgever volledig moet maximaliseren niet *per se* te eisen dat de lasthebber zich onthoudt van elke actie. Om bevoegdheidsafwending te vermijden, volstaat het dat de lasthebber de handeling stelt die voor de lastgever het voordeligste is. Houdt deze handelwijze ook voor de lasthebber zelf voordelen in, dan zal hij deze ingevolge artikel 1993 B.W., wel aan de lastgever moeten overdragen. De enige manier om aan deze verplichting te ontsnappen, is deze voordelen bekend te maken en van de volledig en correct geïnformeerde lastgever toestemming te krijgen om ze te mogen behouden.

2. Er lijkt in het gemeenrecht met betrekking tot de lastgeving dan ook geen algemeen principe te bestaan dat inhoudt dat de lasthebber zich niet mag begeven of bevinden in een situatie waarin een belangenconflict bestaat (geen algemene *no conflict rule*) of zich minstens moet onthouden van handelen wanneer hij zich in dergelijke conflictsituatie bevindt zonder geïnformeerde toestemming van de lastgever (geen algemene *disclose or abstain rule*). Wel dient de lasthebber steeds de voor de lastgever beste handelwijze te volgen (middelenverbintenis) en bovendien alle zelf verkregen voordelen aan de lastgever over te dragen (resultaatsverbintenis die fungeert als een *no-profit rule*), tenzij hij deze volledig inlicht en van hem de toestemming krijgt de voordelen te behouden.

b. Het optreden als tegenpartij

1. Een specifieke toepassing van deze problematiek doet zich voor wanneer de lasthebber bij een transactie die hij voor rekening van de lastgever stelt zelf optreedt als tegenpartij.⁸⁵ Met

⁸² Zie Cass., 6 maart 1980, *Arr.Cass.*, 1979-1980, 842; zie hierover C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 116-118, nr. 195-197; P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 41-45, nr. 19-23.

⁸³ Zie Cass., 17 januari 1851, *Pas.*, 1851, I, 314, waarin het Hof overwoog dat de eventueel overeengekomen beloning voor de lasthebber enkel een "vergoeding" mag vormen en geen "winst". Zie ook Cass., 28 november 1889, *Pas.*, 1890, I, 27, waarin werd overwogen dat het deel van de beloning dat de "vergoeding" overstijgt (het "winst"-gedeelte, dus) een verbintenis zonder oorzaak zou zijn. Beide redeneringen zijn ons inziens mede gebaseerd op het principe dat in de rechtsfiguur van de lastgeving *in essentie* geen plaats is voor het behalen door de lasthebber van welk voordeel dan ook naast de contractueel overeengekomen "vergoeding" voor zijn diensten.

⁸⁴ Maar hiermee willen we niet zeggen dat we het daarom eens zijn met de toepassing die deze rechtspraak hier maakt van deze overwegingen. Zelfs met deze basis dient namelijk ook te worden gejustifieerd waarom in dit geval afgeweken zou kunnen worden van het algemeen principe van de bindende kracht van overeenkomsten, zoals vastgelegd in artikel 1134 B.W., en daarvoor vinden we in deze rechtspraak eigenlijk geen argumenten, tenzij de totaal irrationele verwijzing naar in de huidige omstandigheden volstrekt irrelevante Romeinsrechtelijke traditie van de lastgeving als vriendendienst.

⁸⁵ Er is geen conceptueel-juridische reden waarom dit niet zou kunnen. Bij dergelijke transactie zijn immers alle constitutieve elementen voor een contract aanwezig, in het bijzonder het aanbod en de aanvaarding, zij het dat deze beide toestemmingen worden geuit door één persoon, de lasthebber. Dit neemt echter niet weg dat de vertegenwoordiger in deze situatie enerzijds zijn eigen toestemming als contractpartij geeft en anderzijds namens en voor rekening van de opdrachtgever diens toestemming voor de rechtshandeling uit. Het is nu eenmaal de essentie van het concept lastgeving dat het stellen van de rechtshandeling en het gebonden zijn door de handeling (het titularis zijn van de rechtsgevolgen) worden gescheiden. Dergelijk contract "met zichzelf" is dus niet onvereenigbaar

betrekking tot die situatie overwoog het Hof van Cassatie in een arrest van 7 december 1978 dat "zo de handeling, gesteld in strijd met het *rechtsbeginsel dat er zich tegen verzet dat in een akte de lasthebber van een partij tevens als tegenpartij van zijn lastgever zou optreden*, nietig is, deze nietigheid slechts relatief is en kan worden gedekt door de met kennis van zaken handelende lastgever."⁸⁶ Dit arrest poneert dat er een algemeen rechtsbeginsel – een rechtsregel dus – bestaat dat de lasthebber verbiedt zelf op te treden als tegenpartij in een transactie die hij voor rekening van zijn lastgever stelt.⁸⁷ De meerderheid van de rechtsleer is het hiermee eens,⁸⁸ en dit principe wordt ook toegepast bij de commissie.⁸⁹

Een zo geformuleerde regel is echter niet erg nuttig; hij is enerzijds te streng en anderzijds niet streng genoeg.⁹⁰ Bovendien lijkt het veronderstellen van dergelijk algemeen rechtsbeginsel ons enerzijds overbodig en anderzijds onwenselijk omdat het aanleiding geeft tot verkeerde conclusies voor andere, analoge situaties.

2. Zoals hoger aangetoond is er een regel die de lasthebber verplicht optimaal in het belang van de lastgever op te treden.⁹¹ Nu is het best mogelijk dat dit principe desgevallend impliceert dat de lasthebber de transactie met zichzelf kan en soms zelfs moet aangaan. Met andere woorden: in bepaalde omstandigheden kan het niet-optreden als tegenpartij een inbreuk inhouden op het beginsel dat de lasthebber de lastgeving zo goed mogelijk moet uitvoeren in het belang van de lastgever.⁹² De door het Hof geformuleerde regel is hier dus te streng; deze verbiedt ook verrichtingen die in het licht van de *ratio* van de regeling net wel wenselijk zijn.

met het concept lastgeving, zodat er geen *a priori* principiële reden is om dergelijke transactie uit te sluiten. Zie J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 105; H. DE PAGE, *Traité élémentaire de droit civil belge*, T. II, Bruylant, Brussel, 1964, 411-412, nr. 448.

Anders is het echter bij de commissie. Hier treedt de vertegenwoordiger op in eigen naam, zodat hij bij het contracteren met zichzelf niet de toestemming van de opdrachtgever uit. Het contract komt dan ook niet tot stand met de vertegenwoordigde maar wel met de commissionair zelf. Strikt conceptueel geredeneerd kan de commissionair dus niet zelf optreden als tegenpartij, omdat er slechts één toestemming is (J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 22, nr. 25; L. FREDERICQ, *op. cit. supra* voetnoot 67, 266, nr. 231). Deze theoretisch-conceptuele hindernis kan echter worden omzeild doordat de commissionair bij deze handeling als lasthebber zal optreden en ook "in naam van" de opdrachtgever zal optreden, zodat het contract tussen twee personen tot stand zal komen. Zie P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 66, nr. 50. Uiteindelijk komen we hier dus ook terecht bij de analyse van toepassing op de lastgeving. Zie ook J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 107.

⁸⁶ Cass., 7 december 1978, *Arr.Cass.*, 1978-1979, (407), 409, *Pas.*, 1979, I, (408), 410 (cursivering toegevoegd). Naar (slechte) gewoonte bevat dit arrest echter geen argumenten om het bestaan van dergelijk algemeen rechtsbeginsel aan te tonen.

⁸⁷ Dit is de algemeen gangbare interpretatie van dit arrest. Er moet echter worden opgemerkt dat de formulering van dit arrest het ook mogelijk maakt dat het Hof van Cassatie helemaal niet bevestigt dat dergelijk algemeen rechtsbeginsel bestaat, maar enkel opmerkt dat het door eiser in cassatie aangevoerde middel niet ontvankelijk was bij gebrek aan belang. *In casu* was er immers een gedrag aanwezig dat, *indien er al dergelijk algemeen rechtsbeginsel zou bestaan* (waarover het Hof zich dan niet zou hebben uitgesproken), de relatief nietige handeling zou hebben bevestigd. Zie voor dergelijke interpretatie V. SIMONART, *op. cit. supra* voetnoot 1, 314-315.

⁸⁸ Zie onder meer C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 95, 148; H. DE PAGE, *op. cit. supra* voetnoot 78, 406-408, nr. 411; M. EKELMANS, *op. cit. supra* voetnoot 75, 9, nr. 2; P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 64-65, nr. 48. De vraag of een vertegenwoordiger zelf kan optreden als tegenpartij wordt in verschillende rechtsstelsels op zeer uiteenlopende bases geanalyseerd en beantwoord. Steeds komt het er op neer dat de regel een verbod inhoudt maar in bepaalde gevallen uitzonderingen op dit verbod voorziet, of dat de regel zich niet tegen dergelijke transactie verzet tenzij aan bepaalde voorwaarden niet is voldaan. Bij analyse van de concrete gevallen blijken de oplossingen echter doorgaans zeer dicht bij elkaar te liggen. Zie A. MEINERTZHAGEN-LIMPENS, *op. cit. supra* voetnoot 73, 277-285, nr. 20-33.

⁸⁹ Zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 22-23, nr. 25; L. FREDERICQ, *op. cit. supra* voetnoot 67, 267, nr. 231.

⁹⁰ Zie ook A. FRANÇOIS, "De nieuwe regeling van belangenconflicten in de raad van bestuur: Een (voorlopig) eindpunt?", in K. BYTTEBIER, R.R. FELTKAMP & A. FRANÇOIS (eds.), *De gewijzigde vennootschapswet 1995*, Kluwer Rechtswetenschappen, Antwerpen, 1996, (153), 162-163, nr. 6.

⁹¹ Zie *supra* paragraaf 2.

⁹² Strikt geredeneerd zou de regel zoals ze werd geformuleerd door het Hof van Cassatie het onmogelijk maken voor de lastgever om vooraf aan een lasthebber de toestemming te geven eventueel zelf als tegenpartij op te treden. Immers,

Dit verklaart ons inziens ook waarom artikel 1596 B.W. het verbod voor de lasthebber om als tegenpartij op te treden beperkt tot de openbare verkopen. Indien de lasthebber bij een onderhandse verkoop als tegenpartij optreedt, kan achteraf worden nagegaan of de hierbij toegepaste prijs marktconform was of niet. Indien de prijs marktconform was, dan houdt de transactie geen nadeel in voor de lastgever, en is er op basis van deze overweging geen reden om de transactie te verbieden. Betreft het echter een openbare verkoop, dan zal de tussenkomst van de lasthebber als koper een directe invloed hebben op de "marktvoorwaarden" op basis waarvan de verkregen prijs zal moeten worden beoordeeld. Hierdoor wordt het inherent onmogelijk om achteraf te beoordelen of de prijs de voor de lastgever best mogelijke was of niet. Eigenlijk gaat het hier dus om een regel die als *ratio* heeft de correcte werking van een min of meer georganiseerde markt te beschermen, en niet zozeer de belangen van de vertegenwoordigde.⁹³ De uitbreiding van het verbod van artikel 1596 B.W. tot onderhandse verkopen zoals door het Hof van Cassatie voorgestaan in het arrest van 24 september 1981⁹⁴, lijkt ons dan ook niet geïntegreerd.

3. Overigens is het door het Hof geformuleerde algemeen rechtsbeginsel ons inziens ook overbodig. De verplichting om in dergelijke gevallen de toestemming van de lastgever te verkrijgen, bestaat reeds op basis van artikel 1993 B.W., om de lasthebber toe te staan de voordelen die hij zelf uit de transactie zou puren te behouden: zonder deze toestemming zou hij deze voordelen immers aan de lastgever moeten afstaan.⁹⁵ Het probleem is echter dat het in de praktijk quasi onmogelijk is het voordeel dat de lasthebber uit de met zichzelf gestelde rechtshandeling puurt precies te duiden los van het plaatsvinden van de transactie zelf.⁹⁶ Is immers het feit dat de lasthebber zichzelf een tegenpartij heeft bezorgd *op zich* niet reeds een voordeel dat hij behaalt door de uitvoering van zijn opdracht? Hiervan moet men ons inziens uitgaan, vermits hij de transactie niet zou hebben aanvaard als het bestaan ervan voor hem geen voordeel zou inhouden. Maar dit voordeel kan niet aan de lastgever worden "overgemaakt" zonder de transactie zelf ongedaan te maken! Dit betekent dus dat de lasthebber wanneer hij zelf als tegenpartij optreedt verplicht is hiervoor de toestemming van de lastgever te vragen als hij "het voordeel van het bestaan van de transactie" – en dat is juridisch de geldigheid van de transactie zelf – wil behouden.

Dit werpt ons inziens ook een ander licht op het merkwaardige arrest van het Hof van Cassatie van 24 september 1981⁹⁷, waarin het Hof artikel 1596 B.W. – dat lasthebbers verbiedt bij openbare verkopen zelf rechtstreeks of onrechtstreeks op te treden als koper van de goederen met de verkoop waarvan zij zijn belast – niet alleen ook van

een relatieve nietigheid kan pas worden gedekt nadat de nietige rechtshandeling werd gesteld. Doordat het Hof het verbod van het optreden van de lasthebber als tegenpartij koppelt aan het "wezen" van de lastgeving, zou een voorafgaande toestemming tot het optreden als tegenpartij de aard van de overeenkomst wijzigen: de overeenkomst zou geen lastgeving meer zijn maar een verkoop of een aankoopoptie (zie P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 66, 49-50; H. DE PAGE, *op. cit. supra* voetnoot 78, 408, nr. 412). Vrij algemeen wordt echter aangenomen dat de lastgever wel geldig vooraf – impliciet of expliciet – zijn toestemming kan geven aan de lasthebber om eventueel als tegenpartij op te treden zonder dat dit noodzakelijkerwijze het bestaan van een mandaat uitsluit.

De door het Hof in het arrest van 7 december 1978 voorgestelde relatieve nietigheid zal wel moeten worden toegepast indien er sprake is van wilsgebreken bij het sluiten van de lastgeving zelf. Dit zou met name het geval zijn wanneer de lasthebber reeds op dat ogenblik zinnens was zelf als tegenpartij op te treden voor de voorgenomen transactie, waardoor de lastgever in feite rechtstreeks heeft toegestemd tot die transactie met de lasthebber zonder het te beseffen. Zie ook J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 133. Maar hiervoor is het niet nodig een afzonderlijk algemeen rechtsbeginsel te formuleren: deze nietigheid kan worden gebaseerd op artikel 1117 B.W.

⁹³ Cf. *bv.* artikel 5, §2, vijfde streepje Besluit van het comité van het rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten, *B.S.*, 31 januari 1996: bemiddelaars zijn er toe gehouden "om niet gelijktijdig aan- en verkooptransacties voor eigen rekening te sluiten zonder economische reden en met als enig doel een koers vast te stellen of een volume te vermeerderen"; cf. Regel 93.1.1.(b), Marktreglement van Nasdaq Europe, goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001; Regel 3004, Marktregels van Euronext Brussels, goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001.

⁹⁴ Cass., 24 september 1981, *Arr.Cass.*, 1981-82, 132, *Pas.*, 1982, I, 125, *R.W.*, 1982-1983, 2082; zie hierover ook *infra* voetnoot 97.

⁹⁵ Zie *supra* paragraaf 3.

⁹⁶ Dit zou wel gemakkelijk zijn wanneer de voorwaarden waartegen de transactie plaatsvond niet overeenstemmen met de marktvoorwaarden. Maar in dat geval heeft de lasthebber de lastgeving niet optimaal in het belang van de lastgever uitgevoerd, en is de transactie reeds op die basis betwistbaar, zonder dat hiervoor een beroep op artikel 1993 B.W. nodig is.

⁹⁷ Cass., 24 september 1981, *Arr.Cass.*, 1981-82, 132, *Pas.*, 1982, I, 125, *R.W.*, 1982-1983, 2082.

toepassing verklaarde op onderhandse verkopen, maar zelfs op de gevallen waarin de verkoop heeft plaatsgevonden aan een vooraf door de lastgever vastgestelde prijs. Blijkbaar koppelt het Hof het verbod van artikel 1596 B.W. aan het wezen van de lastgeving zelf, vermits het als reden voor deze laatste interpretatie opgeeft dat "die enkele omstandigheid nog niet betekent dat [de lastgever] aan de lastgeving een einde heeft gemaakt".⁹⁸ Deze motivering *begs the question*: er wordt immers niet geantwoord op de vraag *waarom* er een inherent verbod zou bestaan voor een lasthebber om als tegenpartij op te treden. Allicht doelde het Hof op het in het arrest van 7 december 1978⁹⁹ geformuleerde algemeen rechtsbeginsel, maar zoals reeds opgemerkt wordt hiervoor in dat arrest geen justificatie gegeven. Dit is bovendien een risicovolle cirkelredenering, want het algemeen rechtsbeginsel geformuleerd in het arrest van 7 december 1978 was inhoudelijk eigenlijk mede gebaseerd op ... artikel 1596 B.W. De transactie uitgevoerd aan de door de lastgever vastgestelde voorwaarden heeft nochtans de vertegenwoordigde belangen van de lastgever optimaal behartigd. Het belangenconflict in hoofde van de vertegenwoordiger heeft dus geen nadeel voor de vertegenwoordigde veroorzaakt. Vanuit het oogpunt van de bescherming van de vertegenwoordigde tegen misbruik van dit belangenconflict is er in deze situatie dan ook helemaal geen behoefte aan een verbod. Stellen dat dit wel nodig is omdat niet alleen alle voorwaarden van de transactie vooraf moeten overeengekomen zijn maar tevens "le fait que la personne de l'acquéreur lui est indifférente, de sorte qu'il accepterait de contracter avec le mandataire"¹⁰⁰, is niet te rijmen met het algemeen principe dat bij contracten *intuitu pecuniae* de identiteit van de tegenpartij geen hoofdbestanddeel van de overeenkomst vormt, waarover de partijen het eens moeten zijn opdat de overeenkomst tot stand zou komen.¹⁰¹ De enige correcte basis voor een verbod in dit geval van toepassing moet ons inziens dan ook liggen in het feit dat de lasthebber hier uit de uitvoering van het mandaat een voordeel haalt (het bestaan van de transactie zelf), dat hij ingevolge artikel 1993 B.W. zonder toestemming van de lastgever niet mag houden.

Dit verklaart dan meteen ook waarom dit verbod in dit specifiek geval kon worden toegepast, alhoewel de lasthebber hier niet *zelf* was opgetreden als tegenpartij: de tegenpartij was een BVBA waarvan de aandeelhouders de familie van de lasthebber waren, terwijl hijzelf alleen tijdelijk uit de vennootschap was getreden om de transactie te laten plaatsvinden. De lasthebber verwierf een voordeel uit de uitgevoerde transactie (ook al was hij geen tegenpartij), dat hij ingevolge artikel 1993 B.W. enkel mag behouden mits toestemming van de lastgever. Vermits het verkregen voordeel het bestaan van de transactie zelf is, zal deze enkel geldig zijn mits specifieke toestemming van de lastgever. De nietigheid van de transactie ten aanzien van de koper, *in casu* de vennootschap, kan hier op basis van de vertrouwensleer worden gemotiveerd: enkel indien de tegenpartij rechtmatig kon vertrouwen op de geldigheid van de transactie, zou de lastgever gebonden zijn. Vermits dat hier niet zo was (de betrokkenen waren *ab initio* op de hoogte van de situatie), kan de vennootschap zich in dit geval niet beroepen op de vertrouwensleer om de verkoper-lastgever tot de verkoop gebonden te houden. In de redenering van het bestreden arrest, goedgekeurd door het Hof van Cassatie, moest om tot dezelfde eindoplossing te komen een ons inziens kunstmatig beroep worden gedaan op "een bedrieglijke verstandhouding tussen de organen van de vennootschap en de leden van de familie D." om te besluiten dat het pand *in feite* werd verkocht aan laatstgenoemden, onder wie de lasthebber. Dit is betwistbaar, vermits *in casu* het goed wel degelijk gekocht was door de rechtspersoon – de vennootschap – en niet door de vennoten ten persoonlijke titel.

In de praktijk zal het door het Hof van Cassatie geformuleerd algemeen rechtsbeginsel dus tot hetzelfde resultaat leiden als een logische toepassing van artikel 1993 B.W.,¹⁰² waardoor het onnodig is hiervoor een beroep te doen op een algemeen rechtsbeginsel.

c. Het optreden in dubbele hoedanigheid

1. De door het Hof van Cassatie in zijn arrest van 7 december 1978 geformuleerde regel is echter anderzijds niet streng genoeg. Op zich beschouwd, lijkt deze enkel de directe belangenconflicten te vatten, de gevallen waarbij de lasthebber voor eigen rekening als tegenpartij optreedt. Doordat het Hof heeft nagelaten uitvoerig de redenering op basis waarvan het algemeen rechtsbeginsel werd vastgesteld weer te geven, werd het aan de lagere rechtspraak en doctrine overgelaten om op basis van zelf gesubstitueerde redeneringen op zoek te gaan naar met de *ratio*

⁹⁸ Zie ook C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 95, nr. 148, volgens wie het contracteren met zichzelf "de natuur van het contract van lastgeving in het gedrang [zou] brengen."

⁹⁹ *Supra* voetnoot 86.

¹⁰⁰ J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 137-138.

¹⁰¹ Zie ook artikel 1110, lid 2 B.W., dat dwaling omtrent de identiteit van de tegenpartij alleen als oorzaak van nietigheid voorziet bij contracten *intuitu personae*.

¹⁰² De door ons voorgestelde redenering heeft bovendien als voordeel dat de lastgever wel vooraf kan goedkeuren dat de lasthebber eventueel zelf als tegenpartij optreedt. Zoals hoger aangegeven (zie *supra* voetnoot 92) is dit in de logica van het Hof van Cassatie eigenlijk niet mogelijk.

van dit rechtsbeginsel consistente oplossingen voor andere belangenconflicten,¹⁰³ bijvoorbeeld voor de situatie waarin de lasthebber twee lastgevers vertegenwoordigt met strijdige belangen (*conflict of duties*).¹⁰⁴ En hier blijkt het door het Hof geformuleerde algemeen rechtsbeginsel aanleiding te geven tot betwiste gevolgtrekkingen.

2. Vermits het Hof zijn regel als algemeen rechtsbeginsel vooropstelde, mogen we er vanuit gaan dat deze regel volgens het Hof *niet* reeds volledig is vervat in artikel 1993 B.W. Welnu, als de *ratio* van dit beginsel niet het verplicht afstaan van alle voordelen van de transactie aan de lastgever is, dan is de enige overblijvende mogelijke onderliggende motivering van deze regel de vrees dat de lasthebber zich minstens ten dele laat leiden door zijn eigen belang wanneer hij zelf als tegenpartij optreedt. De regel heeft dus als functie het vermijden van belangenconflicten,¹⁰⁵ en kan op basis van die overweging vrij gemakkelijk worden uitgebreid tot een nog ruimer algemeen rechtsbeginsel dat "défend à une personne d'agir dans le même acte en deux qualités différentes (à titre personnel, et comme mandataire ou chargée, à un titre quelconque, des intérêts d'autrui), à raison de l'opposition d'intérêts."¹⁰⁶ Wanneer de lasthebber bij de transactie naast het belang van zijn lastgever ook een belang van een andere opdrachtgever behartigt, is er een gevaar dat hij niet de voor zijn lastgever beste oplossing kiest. Ook in die situatie zouden op basis van deze *ratio* belangenconflicten dus moeten worden vermeden. Aldus interpreteert men het door het Hof geponeerde rechtsbeginsel soms als een algemene *abstain rule*¹⁰⁷ of zelfs als een *no-conflict rule*.¹⁰⁸ *Ad absurdum* zou men dan zelfs kunnen stellen dat het een lasthebber ook verboden is

¹⁰³ Dit toont eens te meer aan dat het ontbreken van inhoudelijke motiveringen in de arresten van het Hof van Cassatie, zeker deze waarin "nieuwe" interpretaties worden vooropgesteld of de zogenaamde "princiëpsarresten", een ernstig probleem stellen voor de rechtsontwikkeling in ons land: doordat het Hof niet elaboreert op basis van welke redenering ze tot haar conclusies komt, is het voor buitenstaanders bijzonder moeilijk om de precieze draagwijdte van de in de arresten opgenomen principes te beoordelen. Hierdoor wordt de juridische activiteit in haar essentie belemmerd door de instantie die er normaliter de speerpunt van zou moeten zijn.

¹⁰⁴ Dit word ook wel het "dubbelmandaat" genoemd.

¹⁰⁵ Zie P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 64-65, nr. 48-49; M. EKELMANS, *op. cit. supra* voetnoot 75, 7, nr. 1, 10, nr. 3.3., en 24-25, nr. 2.2-2.3; zie ook H. DE PAGE, *op. cit. supra* voetnoot 78, 408-409, nr. 412; J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 22, nr. 25; C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 95, nr. 148; PH. ERNST, *op. cit. supra* voetnoot 19, 127, nr. 136.

¹⁰⁶ H. DE PAGE, *op. cit. supra* voetnoot 78, 407, nr. 411; zie ook C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 95, nr. 148 ("het algemeen principe dat men bij dezelfde rechtshandeling niet in verschillende hoedanigheden mag optreden"); PH. ERNST, *op. cit. supra* voetnoot 19, 92, nr. 87, en 244-245, nr. 263; PH. ERNST, "Belangenconflicten in naamloze vennootschappen", *R.W.*, 1991-1992, (585), 586, nr. 7; M. EKELMANS, *op. cit. supra* voetnoot 75, 16, nr. 6, komt tot eenzelfde resultaat op basis van de toepassing van artikel 1998, lid 2 B.W.: het optreden voor rekening van beide partijen zou geen normale uitvoering van de opdracht zijn, waarvoor men de toestemming van de lastgever niet kan vermoeden.

¹⁰⁷ Zie bv. Vz.Kh. Brussel, 7 september 2000, *Bank Fin.*, 2000, 606, 611-612 (waarin wordt opmerkt "[q]ue lorsque le conseil de'administration de la société Cobepa a rendu son avis sur l'O.P.A., les administrateurs qui représentent en fait la société BNP Paribas au conseil d'administration de la société cible se sont trouvés en conflit d'intérêts avec les actionnaires destinataires de l'offre qu'ils étaient supposés défendre ; que le principe général de droit visant à l'évitement des conflits d'intérêts commandait à ces administrateurs de s'abstenir de participer au vote"); Antwerpen, 15 september 1992, *Eur.Vervoerr.*, 1994, 303 ("Overwegende dat een lasthebber [...] geen tegenstrijdige belangen mag verdedigen in hoofde van zijn mandanten; dat hieraan geen afbreuk wordt gedaan door het feit dat voorgehouden wordt dat in de huidige evolutie van het maritiem verkeer de diverse maritieme activiteiten gegroepeerd worden in hoofde van één enkele onderneming, zoals in casu; dat wanneer zulks het geval is, de mandataris hiervan ook de gevolgen moet dragen, nl. dat niet aanvaard wordt dat bij tegenstrijdigheid van belangen, in eigen handen een geldig protest kan aangetekend worden"); Kh. Brussel, 6 januari 1971, *R.G.A.R.*, 1974, 9211 ("dat een lasthebber buiten de perken van zijn mandaat treedt, zodra hij een handeling verricht waarbij zijn persoonlijke belangen deze van de lastgever in het gedrang kunnen brengen, dit bij toepassing van het algemeen rechtsprincipe dat geen uiteenlopende belangen kunnen waargenomen worden door éénzelfde persoon die in een dubbele hoedanigheid een rechtshandeling verricht").

¹⁰⁸ Zie bv. Rb. Liège, 26 mei 1986, *R.G.A.R.*, 1988, 11398 ("Attendu que, dès lors qu'une compagnie d'assurance manifeste à son assuré son intention de poursuivre contre lui une action récursoire, ladite compagnie ne peut plus prétendre agir en qualité de mandataire de son assuré dans ses rapports avec les tiers ; que d'évidence le mandat de gestion prévu au contrat d'assurance disparaît, compte tenu de l'opposition d'intérêts entre mandant et mandataire"); Antwerpen, 19 december 1994, *T.Not.*, 1995, 369 (waarin het Hof opmerkt "dat een lastgeving weliswaar tegelijkertijd in het belang van de lasthebber kan geschieden doch op voorwaarde dat het belang van de mandataris, in verband met de te verrichten rechtshandeling niet strijdig is met dat van de lastgever", en mede op basis van een

meerdere cliënten te hebben: wanneer de mogelijkheid zich voordoet om slechts één cliënt te bedienen, zou dit in het nadeel zijn van de andere cliënten.

3. Dergelijke interpretatie van het door het Hof van Cassatie geformuleerde algemeen rechtsbeginsel stuit echter op bezwaren. Er zijn immers tal van voorbeelden te geven van toegelaten transacties waarbij een persoon in verschillende hoedanigheden betrokken is of met belangenconflicten geconfronteerd wordt. Inzake commissie wordt bijvoorbeeld traditioneel de geldigheid aanvaard van de transactie waarbij de commissionair voor rekening van beide partijen optreedt, op voorwaarde dat de commissionair zijn opdracht van beide opdrachtgevers correct heeft uitgevoerd.¹⁰⁹ In de financiële reglementering wordt aan bemiddelaars zelfs toegestaan zelf op te treden als tegenpartij bij effectenverrichtingen.¹¹⁰ De zaakvoerder van een BVBA die tevens de enige vennoot is, kan in naam en voor rekening van de vennootschap met zichzelf transacties aangaan.¹¹¹ Het is dan ook niet erg overtuigend uit de enkele voorbeelden waar de wetgever belangenconflicten wel met een verbod van handelen remedieert een algemeen rechtsbeginsel af te leiden.¹¹²

4. Het is ons inziens daarom nuttiger het door het Hof van Cassatie geformuleerde algemene rechtsbeginsel te verwerpen. Op basis van de regel dat de uitvoering van de lastgeving optimaal het belang van de lastgever moet dienen, kan men in deze situatie stellen dat optreden voor twee opdrachtgevers bij eenzelfde transactie niet *op zich* verboden is, zolang de transactie bekeken vanuit het standpunt van elke opdrachtgever de best mogelijke vormt. Enkel wanneer dit voor één van beide opdrachtgevers niet het geval is, zal de lasthebber zich moeten onthouden van het stellen van deze handeling; zo niet, zou hij zijn vertegenwoordigingsbevoegdheid afwenden van haar doel.¹¹³ Het inlichten en het verkrijgen van de toestemming van de lastgever is *enkel* vereist

niet geargumenteerde al te ruime interpretatie van artikel 1596 B.W., stelt "dat *een algemene onbekwaamheid bestaat* om lasthebber te zijn in hoofde van een persoon, die omtrent de te verrichten rechtshandeling strijdige belangen heeft met de lastgever" (cursivering toegevoegd); nochtans omvatte het gegeven mandaat in dit geval *specifiek en expliciet* de bevoegdheid een lening aan te gaan mede namens de lastgevers als hoofdelijke medeleners!).

¹⁰⁹ Dit wordt "*marché d'application*" genoemd of ook wel "compensatie". Zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 23, nr. 25; M. EKELMANS, *op. cit. supra* voetnoot 75, 26, nr. 3, die echter niet aangeeft waarom hij voor de commissie een ander principe voorstaat dan voor de lastgeving.

¹¹⁰ Zie *infra* paragraaf 1.

¹¹¹ Zie artikel 261 W.Venn.

¹¹² Het algemeen rechtsbeginsel zou aan de basis liggen van de artikelen 450 en 1596 B.W., en het oude artikel 75*bis* W.Kh. Artikel 1596 B.W., kan ons inziens echter op een andere basis worden uitgelegd (zie *supra* voetnoot 94). Het principe vervat in het oude artikel 75*bis* W.Kh., nu in gewijzigde vorm verwoord in artikel 38 Wet Secundaire Markten, kan echter ook worden gebaseerd op de doelstelling de werking van de beursmarkt te waarborgen, conform het principe van de beursdwang (zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 191, nr. 266; zie over de beursdwang ook *infra* voetnoot 198). Van de wettelijke regels op basis waarvan het algemeen rechtsbeginsel kan worden afgeleid, blijft ons inziens dus niet veel over; in plaats van over een algemeen rechtsbeginsel lijkt het hier dan ook meer te gaan over een onaanvaardbaar extensieve interpretatie van één wetsbepaling. Zie ook H. DE WULF, "Bestuurders tussen hamer en aambeel bij groepsintern overnamebod", *Bank Fin.*, 1999, 468, 475-476; Brussel, 19 januari 2001, *FF-Bank Fin. R.*, 2001/II, 121 ("Attendu qu'en faisant l'inventaire des cas particuliers nécessitant une intervention du législateur ou du juge confronté à la problématique des conflits d'intérêt au sens large, il demeure hasardeux d'y voir – par 'induction amplificante' pour reprendre l'expressions des intimés – l'expression d'un principe général de droit qui imposerait un devoir d'abstention chaque fois qu'une personne serait en présence d'intérêts contradictoires résultant de ce qu'il traiterait de la même opération en différentes qualités"). Het is wel enigszins merkwaardig dat wordt opgemerkt dat het door het Hof van Cassatie geformuleerde rechtsbeginsel niet extensief mag worden geïnterpreteerd, terwijl dit beginsel zelf op een merkwaardig extensieve interpretatie van artikel 1596 B.W., lijkt te zijn gebaseerd (zie voor een op dit punt inconsistente analyse: J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 130-132). Algemeen wordt immers aangenomen dat, vermits de bekwaamheid de regel is (zie artikel 1123 en 1594 B.W.), onbekwaamheden restrictief dienen te worden geïnterpreteerd.

¹¹³ Specifiek met betrekking tot het probleem dat een lasthebber voor rekening van meerdere opdrachtgevers analoge transacties kan stellen en hierbij soms moet kiezen aan welke opdrachtgever hij een mogelijke transactie toewijst, kan men veronderstellen dat er een stilzwijgende toestemming is van de opdrachtgever aan een professionele tussenpersoon om tevens namens andere partijen op te treden. Elke normaal redelijke cliënt mag immers verondersteld worden dit te beseffen, en het kan ook niet worden aangemerkt als foutief gedrag van de tussenpersoon. Met betrekking tot de criteria die de tussenpersoon toepast om bepaalde mogelijke transacties toe te

in het licht van artikel 1993 B.W., dit is wanneer de lasthebber zelf een voordeel zou hebben gehaald uit het stellen van de transactie (*no-profit rule*). Dit kan hier het geval zijn, bijvoorbeeld wanneer hij van de tegenpartij een vergoeding ontvangt op basis van het aantal of de omvang van de verwezenlijkte transacties. Zonder toestemming van de lastgever zal de lasthebber gehouden zijn de vergoeding die hij van de tegenpartij krijgt aan hem over te maken.¹¹⁴

5. Samengevat kunnen we concluderen dat het gemeenrecht met betrekking tot de lastgeving aan een lasthebber niet *per se* verbiedt om zich te plaatsen in of te handelen in een situatie waarin hij conflicterende belangen behartigt. Wel dient de lasthebber (ook) in dergelijke gevallen steeds de beste oplossing voor zijn lastgever te kiezen. Dit is een middelenverbintenis, waarbij de gewone contractuele foutnorm kan worden gehanteerd. Een inbreuk op deze verplichting zal door de lastgever kunnen geredigeerd worden door een schadevergoeding te eisen van de lasthebber.¹¹⁵

6. De door de lasthebber in naam van de lastgever gestelde rechtshandeling blijft echter in principe geldig. Hier kan men de gewone principes inzake de externe werking van de vertegenwoordiging toepassen: de vertrouwensleer zal de personen waarmee de lasthebber in naam van de opdrachtgever heeft gecontracteerd beschermen, doch alleen indien deze een rechtmatig vertrouwen hadden.¹¹⁶ Dit betekent dus wel dat de gestelde handeling niet aan de opdrachtgever zal kunnen worden toegerekend indien de tegenpartij op de hoogte was of op de hoogte moest zijn van het feit dat de lasthebber zijn opdracht niet correct uitvoerde.¹¹⁷

Het toepassen van de vertrouwensleer in het geval waarin de vertegenwoordiger zelf als tegenpartij is opgetreden bij een handeling die niet op de beste manier het vertegenwoordigde belang behartigt, zal ook de relatieve nietigheid van de gestelde handeling met zich brengen: in dat geval kan het vertrouwen van de tegenpartij – en dat is hier de vertegenwoordiger zelf – immers niet rechtmatig zijn, vermits hij wist of moest weten dat hij tekort is geschoten bij het naleven van zijn verplichting om de voor de vertegenwoordigde beste oplossing te kiezen.

1. Bovendien dient de lasthebber alle voordelen die hij zou halen uit het handelen in een conflictsituatie – met inbegrip van de vergoedingen die hij eventueel van anderen, waaronder de aanbrechte contractpartij wanneer hij die vertegenwoordigt, zou ontvangen – over te dragen aan de lastgever. Het behouden van dergelijke voordelen is enkel mogelijk mits toestemming van de lastgever. Indien het stellen van de handeling op zich een voordeel voor de lasthebber uitmaakt doordat hij zelf optreedt als tegenpartij, heeft de lasthebber dus de toestemming van de lastgever

wijzen aan bepaalde cliënten, zal echter een meer specifieke, uitdrukkelijke contractuele afspraak nodig zijn om de tussenpersoon te beschermen tegen een mogelijke aansprakelijkheidsvordering van de cliënt. Zonder dergelijke afspraak zou de tussenpersoon immers gehouden zijn alle cliënten gelijk te behandelen, wat bij veronderstelling niet altijd mogelijk is. Cf. *Kelly v. Cooper*, [1993] AC 205 (geciteerd in G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 26-27).

¹¹⁴ Zie bv. Rb. Antwerpen, 3 december 1892, *J.Port.Anv.*, 1893, I, 23. De lasthebber die beide opdrachtgevers niet inlicht en van beiden geen toestemming verkrijgt, zou dus verplicht zijn de vergoeding die hij voor het stellen van de transactie van de ene ontvangt aan de andere af te geven en omgekeerd de vergoeding die hij van de andere krijgt aan de ene; hij zou dus geen vergoeding overhouden. Dit is een belangrijke *incentive* voor de lasthebber om in dergelijke situatie de toestemming van beide lastgevers te krijgen, in ruil voor bv. een verlaagde vergoeding voor dergelijke transactie (elke opdrachtgever betaalt bv. de helft van de normale commissie).

¹¹⁵ Cf. A. MEINERTZHAGEN-LIMPENS, *op. cit. supra* voetnoot 73, 274-275, nr. 16-17 (Frankrijk), en 276, nr. 18 (Duitsland).

¹¹⁶ Zie over de vertrouwensleer in het algemeen, M.E. STORME, "De rechtszekerheid en het vertrouwensbeginsel", in *Vertrouwensbeginsel en rechtszekerheid in België*, Preadvies van de Vereniging voor de Vergelijkende Studie van het Recht van België en Nederland, Tjeenk Willink, Deventer, 1997, 1-69.

¹¹⁷ Cf. A. MEINERTZHAGEN-LIMPENS, *op. cit. supra* voetnoot 73, 273-277, die in nr. 14 vaststelt dat dergelijk resultaat in de meeste rechtsstelsels wordt bereikt, zij het op verschillende juridische bases: in Frankrijk op basis van de theorie van de onrechtmatige oorzaak (nr. 15), in Duitsland op basis van rechtsmisbruik (nr. 18). Indien de vertegenwoordiger in eigen naam handelde – met andere woorden indien het een commissie betreft – dan zou men in dergelijke situatie kunnen argumenteren dat de gestelde handeling op zich niet nietig is, maar toch niet aan de opdrachtgever kan worden toegerekend. In dat geval zal de in naam van de vertegenwoordiger gestelde handeling ook voor zijn rekening zijn. De vertrouwensleer beschermt hier immers alleen het vertrouwen dat de tegenpartij in de geldigheid van de rechtshandeling die hij met de commissie heeft gesteld. Het gebonden achten van de opdrachtgever is hiervoor niet nodig.

nodig om het voordeel van het bestaan van de transactie te behouden; in dat geval zal de gestelde handeling de lastgever dus enkel binden indien deze hiertoe uitdrukkelijk zijn toestemming geeft.

E. TUSSENBSLUIT

1. Uit dit overzicht blijkt dat het gemeenrecht niet volstaat als regeling voor het beheersen van belangenconflicten in MFI's. Ons inziens zijn voornamelijk twee probleemgebieden aan te stippen.

2. Enerzijds blijkt de naleving van de regel die de financiële dienstverlener die als opdracht heeft het belang van de belegger te behartigen verplicht tot het als een goed huisvader maximaliseren van dit belang in de praktijk bijzonder moeilijk te verifiëren. Vermits dit een middelenverbintenis is, is het feit dat betere beleggingsbeslissingen mogelijk waren op zich onvoldoende om de financiële instelling aansprakelijk te stellen: hiertoe dient een fout te worden aangetoond, wat veelal onmogelijk zal blijken.¹¹⁸ Maar vermits MFI's zeer vaak worden geconfronteerd met belangenconflicten, ontstaat wel minstens een vermoeden dat andere belangen dan die van de belegger een rol kunnen hebben gespeeld. Dit op basis van de werking van het gemeenrecht in de praktijk niet te bevestigen of weerleggen vermoeden kan – terecht of onterecht – wantrouwen creëren. In dat opzicht is het ook in het belang van de MFI zelf dat hier mechanismen zouden bestaan die hen van alle verdenking kunnen vrijpleiten en zo hun goede reputatie ondersteunen. Voor de belegger zijn dan weer mechanismen nodig die hem de nodige informatie bezorgen op basis waarvan een vordering gebaseerd op een eventueel misbruik kan worden bewezen, en op basis waarvan *industry watchdogs*, zoals de media en beleggersgroeperingen, misbruiken kunnen opsporen. Wanneer methoden om dergelijke extern markttoezicht mogelijk te maken niet haalbaar of efficiënt zijn, dienen eventueel structurele maatregelen te worden genomen om de nodige onafhankelijkheid van het beheer van de verschillende onderdelen van de MFI te waarborgen.

3. Anderzijds stoot het toepassen van de verplichting voor de financiële instelling (als lastgever of commissionair) alle voordelen behaald uit de uitvoering van de opdracht aan de belegger over te maken – tenzij deze correct en volledig geïnformeerd aan de financiële instelling de toestemming geeft deze voordelen te behouden – in de praktijk op problemen. Vele, zo niet de meeste, van de voordelen die een MFI kan halen uit transacties zijn precies wegens het multifunctionele van deze instellingen aan het publieke oog onttrokken. De belegger heeft er dus belang bij dat mechanismen worden ingesteld die deze voordelen aan het licht brengen. Maar nog ernstiger is het bezwaar dat kan worden gedebatteerd over wat nu precies een door dergelijke transactie verkregen voordeel vormt, en indien men het hier dan al eens zou zijn, hoe dit voordeel kan worden gekwantificeerd. Dit vormt dan weer een probleem voor de MFI, die door de hier heersende vaagheid onderworpen zijn aan een moeilijk in te schatten *legal risk*. Er is dus een behoefte aan een regeling inzake belangenconflicten die duidelijk maakt welke voordelen voortvloeiend uit de conglomeratie door de MFI mogen worden behouden en welke aan de beleggers dienen toe te komen.

III. DE FINANCIËLE REGLEMENTERING

A. INDELING

1. De financiële reglementering kan worden opgesplitst in twee categorieën: enerzijds de prudentiële regels en anderzijds de gedragsregels van toepassing op de financiële markten. De prudentiële regeling betreft de vereisten waaraan financiële instellingen moeten voldoen om toe-

¹¹⁸ Bewijzen dat de MFI bij de betreffende beslissing ook andere belangen had en dat het dus waarschijnlijk is dat deze hebben meegespeeld, volstaat op zich niet. De belegger zal dus ofwel specifiek moeten kunnen bewijzen dat de beslissing *in concreto* was ingegeven door andere dan zijn belangen (bevoegdheidsafwendings) of dat de beslissing ten aanzien van zijn belangenbehartiging zo gebrekkig was, dat geen normaal zorgvuldige financiële dienstverlener ze zou hebben genomen. Dit zal in de praktijk alleen mogelijk zijn bij zeer flagrante misbruiken van belangenconflicten.

gelaten te worden tot de markt.¹¹⁹ Deze regels zijn in eerste instantie gericht op het behoud van de stabiliteit van het financiële stelsel in haar geheel, waaronder het vermijden van systeemrisico, en van de financiële gezondheid van de financiële instellingen in het bijzonder. Hierdoor wordt ook getracht het vertrouwen van het publiek in de financiële markten en de financiële instellingen te bevorderen en versterken, wat een primaire vereiste is om de financiële sector haar cruciale rol in de globale economie optimaal te laten vervullen. Het betreft hier in belangrijke mate organisatorische voorschriften, maar ook regels inzake voorzichtig en goed beheer.¹²⁰ De gedragsregels zijn daarentegen eerder gericht op het behoud van de eerlijkheid en correctheid van de financiële transacties – en hierdoor ook de integriteit van de markt in haar geheel – en op de bescherming van de individuele belangen van de beleggers in hun relatie tot de financiële instelling. Indirect dragen zij echter ook bij tot het vertrouwen dat beleggers stellen in de financiële instellingen en markten.

2. Het onderscheid tussen prudentiële regels en gedragsregels is door de wetgever niet steeds duidelijk voor ogen gehouden bij het opstellen van de wetgeving. Beide soorten regels worden bijvoorbeeld door elkaar opgesomd in de Wet Secundaire Markten. Dat hierdoor verwarring ontstaat en het kwalificeren van een regel als prudentieel of als gedragsregel hierdoor soms moeilijk lijkt, kan dan ook niet verwonderen.¹²¹

Dit wordt nog versterkt doordat het belang van het onderscheid beperkt is.¹²² Bekeken vanuit de positie van de cliënt van de financiële instelling doet het er immers niet toe of een bepaalde regel

¹¹⁹ Om toegelaten te worden tot de markt van financiële dienstverleners dient de instelling immers een vergunning te bezitten. Voor beleggingsondernemingen, zie artikel 3.1 RBD en artikel 47, §1 Wet Secundaire Markten; voor vennootschappen voor beleggingsadvies, zie artikel 123 Wet Secundaire Markten; voor kredietinstellingen, zie artikel 4 Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, *Pb. L.* 126/1 van 26 mei 2000, en artikel 7 Wet van 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, *B.S.*, 19 april 1993 (verder afgekort als de "Wet Kredietinstellingen"); voor verzekeringsondernemingen, zie artikel 6 Eerste Richtlijn 79/267/EEG van de Raad van 5 maart 1979 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe levensverzekeringsbedrijf, en de uitoefening daarvan, *Pb. L.* 63/1 van 13 maart 1979, zoals gewijzigd, en artikel 6 Eerste Richtlijn 73/239/EEG van de Raad van 24 juli 1973 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringbranche, en de uitoefening daarvan, *Pb. L.* 228/3 van 16 augustus 1973, zoals gewijzigd, en artikel 3 Wet van 9 juli 1975 inzake de controle der verzekeringsondernemingen, *B.S.*, 29 juli 1975, zoals gewijzigd; voor instellingen voor collectieve belegging in effecten, zie artikel 4.1 Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's), *Pb. L.* 375/3 van 31 december 1985 (verder afgekort als de "ICBE-Richtlijn"), en artikel 120 Wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten, *B.S.*, 22 december 1990, zoals gewijzigd (verder afgekort als "W.F.T.F.M.").

¹²⁰ E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 574. L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten, getoetst aan het aansprakelijkheidsrecht", in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Maklu, Antwerpen-Apeldoorn, 1996, (621), 651, nr. 28, omschrijven een prudentiële regel als "het wettelijk of deontologisch voorschrift waardoor, in het belang van de gemeenschap, aan een beroepsbeoefenaar (in casu een bemiddelaar) voorschriften i.v.m. zijn rechtsvorm, kapitalisatie en wijzigingen van vermogen, aandeelhouders, bestuurders, organisatie, controle (intern, extern, overheidscontrole), beperkingen inzake activiteiten, verplichtingen t.a.v. cliënten, inzake vergunningen ... worden opgelegd om een voorzichtige (deugdelijke) bedrijfsuitoefening in het vooruitzicht te kunnen stellen."

¹²¹ Zie over deze mogelijke verwarring in andere gevallen en Lid-Statens, M. TISON, *op. cit. supra* voetnoot 20, 5-6.

¹²² Het onderscheid heeft voornamelijk belang met betrekking tot de bevoegdheden van de toezichthoudende overheden. Zo wordt de naleving van prudentiële voorschriften gecontroleerd door de sectorale toezichthoudende overheidsinstelling bevoegd voor het type financiële instelling (prudentiële controle of toezicht), naargelang van het geval de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (kredietinstellingen: artikel 46 Wet Kredietinstellingen; beleggingsondernemingen: artikel 92 Wet Secundaire Markten; vennootschappen voor beleggingsadvies: artikel 133 Wet Secundaire Markten; ICB's: artikel 131 W.F.T.F.M.) of de Controledienst voor de Verzekeringen (artikel 29 Wet van 9 juli 1975 betreffende de controle der verzekeringsondernemingen). Ten aanzien van de gedragsregels heeft deze overheid geen rechtstreekse toezichtsbevoegdheid (zie artikel 47 Wet Kredietinstellingen; artikel 93 en 133 Wet Secundaire Markten; artikel 136 W.F.T.F.M.): hier zijn het de marktautoriteiten die toezicht houden (zie artikel 19 Wet Secundaire Markten; m.b.t. andere gereglementeerde markten wordt op basis van de artikelen 30-35 Wet Secundaire Markten, een analoge regeling opgelegd; zie ook M.v.T, Wet Secundaire Markten, *Gedr.St.*, Senaat, 1994-1995, nr. 1352/1, p. 18; D. TIREZ, "Artikel 36: Naar een codificatie van de Belgische gedragsregels", in *De hervorming van de financiële markten en bemiddelaars*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium, Bruylant, Brussel, 1997,

een gedragsregel dan wel een prudentiële regel is. Aangezien in ons land de theorie van de relatieve onrechtmatigheid niet wordt gevolgd,¹²³ kan een belegger die zich geschaad voelt door een gedraging van een financiële instelling die in strijd is met een prudentiële regel, zich op deze inbreuk beroepen om een vordering tot schadeloosstelling op te baseren.¹²⁴ In die zin "fungeren" prudentiële regels dan ook gewoon als "gedragsregels" in de rechtsverhouding tussen de financiële instelling en haar cliënten of anderen die belang hebben bij het naleven van deze voorschriften.¹²⁵

B. STRUCTURELE VOORSCHRIFTEN

1. Zoals reeds vermeld, dient een financiële instelling over een vergunning te beschikken,¹²⁶ en hiertoe dient deze onderneming aan een aantal structurele vereisten te voldoen. Het is vanzelfsprekend niet de bedoeling hier alle prudentiële voorschriften van toepassing op financiële instellingen te vermelden, laat staan te bespreken. We beperken ons tot die bepalingen die op een rechtstreekse wijze in verband kunnen worden gebracht met de problematiek van de belangentegenstellingen binnen MFI's.¹²⁷ Het gaat hier over regels die ervoor moeten zorgen dat bepaalde belangenconflicten niet kunnen ontstaan.

(343), 349), met slechts een zogenaamd toezicht in de tweede lijn voor de CBF (zie artikel 4 Wet Secundaire Markten; voor een algemene bespreking van dit gelaagd controlesysteem, zie E. WYMEERSCH, "Hervorming van het toezicht op de Belgische effectenmarkten", in K. BYTTEBIER & R. FELTKAMP (eds.), *Regulering van het beursapparaat*, Die Keure, Brugge, 1997, 207-261; G. CARTON DE TOURNAI, "Le contrôle en seconde ligne de la Commission bancaire et financière", *R.P.S.*, 1995, nr. 6680, 291-307; over de verschillende toezichtssystemen van toepassing in de E.U., zie E. WYMEERSCH, "The Implementation of the ISD and CAD in National Legal Systems", in G. FERRARINI (ed.), *European Securities Markets. The Investment Services and Beyond*, Kluwer, London, 1998, 3 e.v.).

Ten tweede – en dit volgt eigenlijk voort uit de eerste vaststelling – is in het kader van de bevoegdheidsverdeling die voortvloeit uit de principes inzake vrij verkeer die gelden in de Europese Gemeenschappelijke Markt de overheid van de Lid-Staat van herkomst van de financiële instelling bevoegd inzake het opleggen en het controleren van de naleving van prudentiële regels, terwijl de overheid van de Lid-Staat waar de diensten worden verleend bevoegd is voor het opleggen en het toezien op de naleving van de gedragsregels. Zie enerzijds de artikelen 8 (dat de vergunningsopdracht en het toezicht op de naleving van de prudentiële regels opdraagt aan de Lid-Staat van herkomst) en 10 (dat stelt dat de Lid-Staat van herkomst de prudentiële regels opstelt) van de RBD. Deze prudentiële regeling werd dan ook geharmoniseerd door de RBD (zie de artikelen 3 (2.-3.), 4, en 10 RBD). Zie anderzijds artikel 11 RBD (dat in lid 1 de beginselen waarop de gedragsregels moeten worden gebaseerd opsomt, en in lid 2 bepaalt dat de Lid-Staat waar de dienst wordt verricht bevoegd is voor de tenuitvoerlegging en het toezicht op de naleving van deze regels). Dit type reglementering werd in het kader van het vrij verkeer van beleggingsdiensten slechts zeer summier geharmoniseerd: de RBD beperkt zich tot het opsommen van een aantal principes die minimaal door deze reglementering moeten worden toegepast. Zie hierover onder meer M. TISON, *op. cit. supra* voetnoot 20, 4-6. De moeilijkheid van het lokaliseren van de dienst in een Lid-Staat of het feit dat één verrichting significante contacten kan hebben met verschillende Lid-Staten kan hier voor problemen zorgen. Zie P. GORIS, "Activiteiten van buitenlandse beleggingsondernemingen in België en van Belgische beleggingsondernemingen in het buitenland", in K. BYTTEBIER & R. FELTKAMP (eds.), *De regulering van het beursapparaat*, die Keure, Brugge, 1997, (301), 306-307, nrs. 8-10; M. TISON, *op. cit. supra* voetnoot 20, 17-18; C. CRUICKSHANK, "Is There a Need to Harmonise Conduct of Business Rules?", in G. FERRARINI (ed.), *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, London – Den Haag – Boston, 1998, (131), 132-133.

¹²³ Zie E. DIRIX, *Het begrip schade*, Reeks Aansprakelijkheidsrecht 3, Maklu, Antwerpen, 1984, 22, nr. 11; S.R.L. VAN NUIJS, "Relativiteit van de onrechtmatige daad. Vergelijkend onderzoek van het Nederlands en Belgisch recht aangaande aansprakelijkheidsbeperking via een relativiteitsvereiste", *R.W.*, 1980-1981, 553-584.

¹²⁴ Via de concretisering van vage normen zoals de foutnorm van artikel 1382 B.W. en het principe van de goede trouw in artikel 1134 B.W. door de rechtspraak kunnen principes in gedragscodes (het zogenaamde soft law) en prudentiële regels hard law worden. Zie E. WYMEERSCH, *op. cit. supra* voetnoot 35, p. 4; zie ook COMMISSION DROIT ET VIE DES AFFAIRES, *Le droit des normes professionnelles et techniques: Séminaire organisé à Spa-Balmoral*, Bruylant, Brussel, 1985, 514 p.

¹²⁵ L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 652, nr. 28.

¹²⁶ Zie *supra* voetnoot 119.

¹²⁷ Op de problematiek van de bindingen tussen financiële en niet-financiële ondernemingen wordt hier dus niet ingegaan.

1. Toegelaten combinaties van verschillende financiële functies

1. Op het vlak van het combineren van verschillende financiële functies of bindingen tussen verschillende financiële ondernemingen onderling is de reglementering zeer soepel.¹²⁸

Zo mag een kredietinstelling tevens alle beleggingsdiensten aanbieden,¹²⁹ mogen beursvennootschappen alle beleggingsdiensten combineren,¹³⁰ mogen kredietinstellingen en beleggingsondernemingen tevens beleggingsadvies geven,¹³¹ mogen vennootschappen voor vermogensbeheer tevens orders van cliënten ontvangen, doorgeven en uitvoeren, en ondernemingen adviseren inzake kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, en adviseren en zelfs diensten verlenen op het gebied van fusies en overnames van ondernemingen.¹³²

Ook op het vlak van de controlerelaties tussen financiële instellingen onderling, is de reglementering tolerant. Kredietinstellingen mogen onbeperkt deelnemingen bezitten in andere kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, vennootschappen voor beleggingsadvies en verzekeringsondernemingen.¹³³ Beleggingsondernemingen mogen onbeperkt deelnemingen bezitten in andere beleggingsondernemingen en vennootschappen voor beleggingsadvies.¹³⁴ Verzekeringsondernemingen mogen onbeperkt deelnemingen aanhouden in kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en vennootschappen voor beleggingsadvies.¹³⁵ Het combineren van beleidsfuncties binnen verschillende financiële instellingen wordt ook niet beperkt.¹³⁶

2. Tempering: de techniek van de *Chinese walls*

1. De reglementering staat dus toe dat binnen een groep van ondernemingen quasi-alle financiële diensten worden samengebracht. Daarom zijn er bepalingen die ervoor moeten zorgen dat een zekere scheiding wordt ingebouwd tussen de verschillende activiteiten binnen één MFI.

2. Zo moeten beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die beleggingsdiensten verrichten "zodanig gestructureerd en georganiseerd zijn dat er een minimaal risico wordt gelopen dat belangenconflicten tussen de onderneming en haar cliënten of tussen haar cliënten

¹²⁸ De Belgische overheden staat niet *per se* negatief tegenover financiële conglomeraten, dit in tegenstelling tot sommige andere landen, zoals bv. Frankrijk en Portugal. Zie J.-P. ABRAHAM, *op. cit. supra* voetnoot 34, 520.

¹²⁹ Zie artikel 3, §2 Wet Kredietinstellingen en artikel 45, 1° Wet Secundaire Markten. Kredietinstellingen mogen niet zelf verzekeringsverrichtingen stellen – deze worden niet als "bankwerkzaamheden" beschouwd – maar zij kunnen wel optreden als verzekeringstussenpersoon onder de Wet van 27 maart 1995 betreffende de verzekeringsbemiddeling en de distributie van verzekeringen, *B.S.*, 14 juni 1995. Zie K. BERNAUW, "De rechtspositie van de bankier als verzekeringstussenpersoon", in M. TISON (ed.), *Bancassurfinance*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium nr. 11, Bruylant, Brussel, 2000, (141), 144-145.

¹³⁰ Zie artikel 47, §2 Wet Secundaire Markten.

¹³¹ artikel 3, §2 Wet Kredietinstellingen; artikelen 47, §2-5 en 121 Wet Secundaire Markten.

¹³² artikel 47, §3 Wet Secundaire Markten.

¹³³ Zie artikel 32, §4 Wet Kredietinstellingen. Over deelnemingen van kredietinstellingen in verzekeringsondernemingen en omgekeerd in het algemeen, zie W. DEVROE, "Bank en verzekering: Deelname in elkaars kapitaal (Europa en U.S.A.)", in H. COUSY & H. CLAASSENS (eds.), *op. cit. supra* voetnoot 2, 93-142.

¹³⁴ Zie artikel 76, lid 2 Wet Secundaire Markten.

¹³⁵ De Wet van 9 juli 1975 betreffende de controle der verzekeringsondernemingen bevat op dit punt geen beperkingen. Ingevolge artikel 18, lid 1 van de Eerste Richtlijn 73/239/EEG van de Raad van 24 juli 1973 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringsbranche, en de uitoefening daarvan (*Pb. L.* 5/27 van 7 januari 1978, zoals gewijzigd) en artikel 21, lid 1 van de Eerste Richtlijn 79/267/EEG van de Raad van 5 maart 1979 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe levensverzekeringsbedrijf, en de uitoefening daarvan (*Pb. L.* 63/1 van 13 maart 1979, zoals gewijzigd) mogen de Lid-Staten geen beperkingen stellen met betrekking tot de aard van de activa die verzekeringsondernemingen aanhouden boven de activa die de technische voorzieningen dekken. Zie ook H.v.J., 20 april 1999, *Skandia*, zaak C-241/97, *Jur.*, 1999, I-1879.

¹³⁶ Zie artikel 27 Wet Kredietinstellingen; artikel 70 en 126 Wet Secundaire Markten; ook op dit vlak bevat de Wet van 9 juli 1975 betreffende de controle der verzekeringsondernemingen geen beperkingen.

onderling afbreuk doen aan de belangen van de cliënten.”¹³⁷ Deze vage norm is letterlijk overgenomen uit de RBD.¹³⁸ De Richtlijn schrijft hier het resultaat voor dat de diverse nationale reglementeringen dienen te verwezenlijken; hoe dit resultaat moet worden bereikt – met andere woorden welke specifieke organisatorische eisen hiertoe kunnen worden opgelegd – wordt aan de keuze van de Lid-Staten overgelaten. Het is op het eerste gezicht misschien merkwaardig dat de Belgische regelgever niet heeft aangeduid welke concrete structurele maatregelen vereist zijn. Dit heeft immers als gevolg dat het geven van concrete normatieve inhoud aan deze Richtlijn wordt overgelaten aan de casuïstische beoordelingen door de CBF, die over het naleven van deze prudentiële vereiste moet waken. Zoals verder zal worden opgemerkt,¹³⁹ is dit echter de gebruikelijke manier waarop dit probleem in de meeste landen wordt opgevat: de organisatorische inrichting die vereist is om problemen inzake belangenconflicten te minimaliseren, zal moeten worden afgestemd op de individuele kenmerken van de betreffende MFI. Het is hierdoor quasi-onmogelijk om hierover algemeen geldende regels op te leggen.

3. Met betrekking tot ondernemingen die aan vermogensbeheer en/of beleggingsadvies doen, wordt deze norm iets specifiekere omschreven: deze activiteiten dienen “gescheiden” te worden gehouden van eventuele andere activiteiten.¹⁴⁰ Deze organisatorische vereiste is specifiek gericht op het waarborgen van de autonomie van het vermogensbeheer en het beleggingsadvies ten aanzien van de eventuele andere activiteiten van de MFI en het vermijden van belangenconflicten uit hoofde van de combinatie van verschillende functies.¹⁴¹ De opgelegde scheiding dient te bestaan uit het onderbrengen van het vermogensbeheer en/of beleggingsadvies in een “afzonderlijke afdeling” of ten minste het aanstellen van een directielid dat zich uitsluitend of toch voornamelijk bezig houdt met deze activiteit en dat verantwoording verschuldigd is aan het bestuursorgaan van de financiële instelling. In elk geval mag dit directielid niet tevens verantwoordelijkheid dragen voor het beheer van de eigen portefeuille van de instelling of voor collectief vermogensbeheer.¹⁴²

4. Deze normen verwijzen naar het instellen van zogenaamde *Chinese walls* binnen de MFI. Een *Chinese wall* is een geheel van interne gedragsregels en procedures die het personeel binnen een financiële instelling moet naleven, gericht op het verhinderen dat informatie aanwezig in één afdeling van de MFI ter beschikking zou komen van een andere afdeling binnen diezelfde MFI.¹⁴³ Chinese muren hebben in essentie twee functies: enerzijds dienen zij een profylactisch

¹³⁷ Artikel 62, lid 2 en lid 5 Wet Secundaire Markten. Overigens wordt in artikel 45, 1° Wet Secundaire Markten – waar wordt opgesomd welke bepalingen van deze Wet op de kredietinstellingen van toepassing zijn – foutief verwezen naar het “vierde lid” van artikel 62. Blijkbaar heeft de (slordige) wetgever vergeten deze kruisverwijzing aan te passen toen artikel 62 van de Wet werd gewijzigd door artikel 15 van de Wet van 9 maart 1999 tot omzetting van de richtlijn 95/26/EG van het Europees Parlement en de Raad van 29 juni 1995 over de financiële instellingen, *B.S.*, 2 april 1999, waardoor het oude vierde lid nu het vijfde lid is geworden.

¹³⁸ Zie artikel 10, laatste lid RBD.

¹³⁹ Zie *infra* paragraaf 6.

¹⁴⁰ Artikel 79, 1, lid 3 en 127, §3 Wet Secundaire Markten; zie ook artikel 4, lid 2 K.B. van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en beleggingsadvies, *B.S.*, 20 augustus 1991. Zie ook FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, *Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, punt 149 (financiële instellingen moeten de onafhankelijkheid van de vermogensbeheersfunctie verzekeren en het risico op belangenconflicten minimaliseren door een strikte scheiding te voorzien tussen de verschillende functies binnen de instelling) en punt 152 (de structuur van de financiële instelling, haar beleid en procedures moeten de onafhankelijkheid van de vermogensbeheersfunctie garanderen).

¹⁴¹ Zie de Circulaire B/92/4 van de CBF en R92/2 van de CIF van 14 augustus 1992, *loc. cit. supra* voetnoot 42, punt 6.1.1. Het afscheiden van de vermogensbeheersfunctie gold oorspronkelijk alleen voor beursvennootschappen en kredietinstellingen; vermits vennootschappen voor vermogensbeheer nu echter ook orders mogen ontvangen en uitvoeren, geldt ook voor hen de verplichting deze activiteit te scheiden van het vermogensbeheer. Zie A. VAN CAUWENBERGE, *op. cit. supra* voetnoot 42, 279, nr. 15, h.

¹⁴² Zie de Circulaire B/92/4 van de CBF en R92/2 van de CIF van 14 augustus 1992, *loc. cit. supra* voetnoot 42, punt 6.1.1.

¹⁴³ Zie H. McVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 123 en 126; zie ook N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 119; G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 30. Deel 1.1. van de geharmoniseerde marktregelen van Euronext Brussel (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001) definieert de *Chinese walls* als “een geheel van adequate, schriftelijke en afdwingbare gedragslijnen en procedures van een Lid die aangepast zijn aan de aard van zijn

doel (het vermijden van ongewenste informatiestromen) en anderzijds kunnen zij door financiële instellingen worden aangewend als juridisch verweermiddel tegen mogelijke aanspraken gebaseerd op voorgehouden misbruik van informatie of niet-gebruik van beschikbare informatie.¹⁴⁴ Alhoewel de oorsprong van dergelijke regelingen te situeren is bij de problematiek van het misbruik van voorwetenschap bij effectentransacties,¹⁴⁵ worden deze ook aangewend in het kader van de problematiek van de belangenconflicten.

5. Het nut van een *Chinese wall* om belangenconflicten te voorkomen, is ons inziens echter zeer beperkt. Dergelijke procedures en regels verhinderen immers geenszins dat belangenconflicten in hoofde van de financiële instelling ontstaan,¹⁴⁶ noch vormen ze een techniek die in geval van belangenconflicten kan verzekeren dat de belangen van de cliënten worden beschermd.¹⁴⁷ Het enige wat ze eventueel kunnen verwezenlijken, is het verhinderen dat bepaalde personeelsleden van de MFI beseffen dat hun instelling met een belangenconflict wordt geconfronteerd.

Dit is echter enkel relevant in de gevallen waarin het eventuele misbruik zou bestaan uit het gebruik van *confidentiële* informatie verkregen in de relatie met een cliënt ten voordele van een andere cliënt of de financiële instelling zelf.¹⁴⁸ Dit probleem doet zich voornamelijk voor in de relaties tussen financiële instellingen en ondernemingen, *corporate clients*, en is dus voor de hier besproken bescherming van de (private) belegger tegen misbruiken van belangenconflicten minder relevant. De informatie die voor de belangenconflicten waarbij private beleggers betrokken zijn relevant is, kan meestal niet worden tegengehouden door *Chinese walls*, omdat dergelijke informatie sowieso aan beide kanten van de muur aanwezig zal zijn.¹⁴⁹ Een goed voorbeeld hiervan is het feit dat de MFI de emissie van bepaalde effecten verzorgt of zelfs waarborgt: we zien niet in hoe dit gegeven kan verborgen blijven voor de vermogensbeheerders of beleggingsadviseurs actief in dezelfde MFI.

Zelfs indien een muur in principe in staat moet worden geacht een bepaald type informatie tegen te houden, dan nog mag men niet vergeten dat uit ervaring is gebleken dat elke muur lekken vertoont: het risico op informatieverspreiding kan worden beperkt, maar niet worden

werkzaamheden, met het oog op de gescheiden behandeling van de belangrijke informatie tussen duidelijk vastgestelde bedrijfsonderdelen teneinde misbruik van deze informatie te voorkomen."

¹⁴⁴ N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 119. Op deze tweede functie van de *Chinese wall* gaan we verder in, *infra* paragraaf 1 e.v.

¹⁴⁵ Zie hierover N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 57, 159-163; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 124-125.

¹⁴⁶ Zie ook U.K. DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY (DTI) White Paper, *Financial Services in the United Kingdom: A New Framework for Investor Protection*, Cmnd. 9432, januari 1985, 19-20 ("The Government are not convinced that total reliance can be placed on Chinese walls because they restrict flows of information and not the conflicts of interest themselves"), geciteerd in P. GRAHAM, "The Statutory Regulation of Financial Services in the United Kingdom and the Development of Chinese walls in Managing Conflicts of Interest", in E. MCKENDRICK (ed.), *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, Clarendon Press, Oxford, 1992, (43), 50; N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 57, 166.

¹⁴⁷ Zie ook P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 26 ("Whatever efficacy 'walls' etc. might have as information protection devices, segregation is not a loyalty-engendering contrivance"); B. RIDER, *op. cit. supra* voetnoot 49, 163 ("The courts have shown no great enthusiasm for Chinese walls and similar devices which, while they may serve to inhibit or at least control the flow of information within a multiple-function fiduciary, do not address the inherent conflict of interest"); H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 223 ("Chinese walls are useful defense measures for conglomerates to protect themselves from liability in certain circumstances, but should not be relied upon as a means of discharging duties owed").

¹⁴⁸ Welke informatie precies moet worden tegengehouden door een *Chinese wall* en welke informatie niet mag worden tegengehouden, is niet onomstreden vastgesteld. Over het algemeen wordt echter aangenomen dat alleen informatie waarover de financiële instelling een plicht tot geheimhouding heeft (bv. tegenover een *corporate client*) of op basis waarvan niet mag worden gehandeld zolang deze informatie niet publiek is gemaakt (*inside information*) door de muur moet en mag worden tegengehouden. Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 226.

¹⁴⁹ Wanneer de Chinese muur wordt gebruikt om problemen inzake misbruik van voorwetenschap te voorkomen, dient veel minder informatie te worden tegengehouden: enkel de zogenaamde *inside* informatie, dient hier te worden beschermd.

uitgesloten.¹⁵⁰ Als profylactisch middel inzake belangenconflicten mag ons inziens dus geen te grote hoop worden gesteld in deze techniek.

6. Er bestaan geen algemene normen over uit welke procedures en gedragsregels een *Chinese wall* moet bestaan: de diverse regelgevers en toezichtsautoriteiten hanteren hier een pragmatische aanpak, waarbij ze per MFI nagaan welke maatregelen vereist zijn in de specifieke structurele context van die instelling.¹⁵¹ Maar in elk geval mag de economische kost van een *Chinese wall* die inzake belangenconflicten enige effectiviteit kan genereren niet worden onderschat.¹⁵² Dit veronderstelt immers het gescheiden houden (en dus dupliceren) van informatie en research, personeel, en vaak zelfs infrastructuur – inclusief tekstverwerkings- en kopieerdiensten, bibliotheken, cafetaria's en zelfs liften, soms zelfs volledig afzonderlijke vestigingen¹⁵³ – en doet hierdoor heel wat schaalvoordelen van het samenbrengen van verschillende financiële functies binnen een MFI teniet.

Bovendien is een gemakkelijk over het hoofd te zien probleem het carrièreverloop van het personeel van de MFI. Eigenlijk zou een perfecte Chinese muur het migreren van personeelsleden van de ene kant van de muur naar de andere moeten uitsluiten; dit is niet alleen nodig om te vermijden dat deze personeelsleden zo informatie met zich meenemen over de muur,¹⁵⁴ maar ook om tegen te gaan dat carrièrevooruitzichten in andere afdelingen van de MFI hen zouden aanzetten de belangen van deze andere afdelingen of de MFI in haar geheel te laten primeren over de belangen van de cliënten in hun afdeling. *Last but not least* moet een gescheiden afdeling om echt geloofwaardig te zijn een afzonderlijk *profit center* vormen binnen de MFI, met enkel hieraan gekoppelde vergoedingsmechanismen voor het personeel.¹⁵⁵ Enkel op die manier is er voor het personeel in die afdeling geen *incentive* om het belang van andere afdelingen of de MFI als geheel te dienen.

Indien al deze maatregelen rigoureuus worden toegepast, wat blijft er dan nog over van het economische voordeel van de MFI, naast het eventuele beperken van de kapitalisatiekosten van het ondernemen van al deze verschillende activiteiten?¹⁵⁶ Ook maakt een effectieve Chinese muur het globale management van de MFI bijzonder moeilijk: er blijven immers weinig managers over in de instelling die op de hoogte mogen zijn van wat zich in alle departementen afspeelt.¹⁵⁷

¹⁵⁰ Zie P. GRAHAM, *op. cit. supra* voetnoot 146, 53; N.S. POSER, "Chinese Wall or Emperor's New Clothes?", *Company Lawyer*, 1988, Vol. 9, (119), 119, en (203), 203-205; P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 34; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 214-215; ST. COATES, *op. cit. supra* voetnoot 46, 123.

¹⁵¹ H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 125; voor een overzicht van veel voorkomende kenmerken, zie IBID., 128-132.

¹⁵² Zie ook ST. COATES, *op. cit. supra* voetnoot 46, 122; R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 31-32; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 129.

¹⁵³ Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 128-130; N.S. POSER, "Chinese Wall or Emperor's New Clothes? (3)", *The Company Lawyer*, 1988, Vol. 9, (203), 204-205.

¹⁵⁴ H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 129.

¹⁵⁵ Zo werd het feit dat de vergoeding van beursanalisten minstens ten dele gebaseerd is op het resultaat bereikt in de *investment banking* divisies aangemerkt als een van de factoren die dienen gewijzigd te worden om de belangenconflicten bij beleggingsadvies te vermijden. Zie bv. SECURITIES INDUSTRY ASSOCIATION, *Best Practices for Research*, te vinden op <www.sia.com>, p. 3 ("While compensation will inevitably vary with market conditions and a firm's overall profitability, a research analyst's pay should not be directly linked to specific investment banking transactions, sales and trading revenues, or asset management fees, but should reflect all aspects of the analyst's job performance, including, among other factors, the performance of his or her investment recommendations.").

¹⁵⁶ De economische voordelen van het conglomeren in de financiële sector zouden zich in belangrijke mate op het vlak van de informatievergaring situeren (zie L. VAN DEN BERGHE & K. VERWEIRE, *Creating the Future with All Finance and Financial Conglomerates*, Kluwer, Dordrecht, 1998, 56-57). Precies het delen van informatie wordt echter tegengegaan door een *Chinese wall* die niet alleen gericht is op *insider* informatie (met het oog op het verbod van misbruik van voorwetenschap) maar op het beheersen van belangenconflicten. Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 128-129, 205-206 en 225-227; zie ook N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 153, 205, die ook onderstreept dat het invoeren van interne scheiding van functies de voordelen van het creëren van multifunctionele financiële instellingen ongedaan maakt.

¹⁵⁷ N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 153, 205-206; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 133.

3. Autonomie van beleggingsbeheer: *asset management* vennootschappen

1. Voor ICB's is voorgeschreven dat beleggingsvennootschappen en beheersvennootschappen van beleggingsfondsen moeten beschikken over een organisatie die met het oog op het uitoefenen van het beheer in het "uitsluitend belang" van de deelnemers een "autonoom beheer verzekert".¹⁵⁸ Deze structurele vereiste is specifiek gericht op de problematiek van de belangentegenstellingen.¹⁵⁹ Ook dit is een bijzonder vage norm, die de CBF heeft verplicht deze vereiste op een pragmatische manier te interpreteren en inschrijvingsdossiers en de werking van ICB's geval per geval te beoordelen.¹⁶⁰
2. Het probleem is echter dat de ICB-structuren in ons land, en dit in tegenstelling tot in vele andere landen, ongemeen sterk verweven zijn binnen MFI's.¹⁶¹ In de praktijk is het standaardbeeld van een Belgische ICB geen echt "zelfstandige" structuur maar wel een dienst die in feite wordt geleid en gecontroleerd door de MFI die optreedt als promotor: deze financiële instelling heeft de ICB geconcipieerd, heeft het beleggingsbeleid ervan onder controle, en staat in voor de distributie van de deelbewijzen. Bovendien vervult deze financiële instelling dan nog vaak de rol van bewaarder. In veel gevallen treedt de promotor op als tegenpartij voor verrichtingen in de OTC-markt voor rekening van de ICB's, als quasi-exclusief bemiddelaar voor marktverrichtingen, en als tegenpartij bij de depositovorming voor rekening van de ICB. Deelbewijzen in ICB worden in ons land door het publiek dan ook gezien als "bankproducten", en dit beeld wordt nog versterkt doordat vele ervan genoemd worden naar de verbonden financiële instelling.
3. Zoals reeds aangestipt, heeft de CBF in een circulaire van mei 2000¹⁶² getracht enige transparantie te brengen in haar beleid ter zake, door de vereisten die zij stelt op het vlak van de structurele ondersteuning van de beheersautonomie van ICB's in duidelijke regels om te zetten.¹⁶³ Deze principes kunnen als volgt worden samengevat.
4. Om op een structurele manier te pogen belangenconflicten in hoofde van de ICB te vermijden, worden vooreerst een aantal beperkingen opgelegd aan de controle die de promotor en/of bewaarder via de raad van bestuur van de beleggingsvennootschap of beheersvennootschap van het beleggingsfonds kunnen uitoefenen op het beleggingsbeleid. Zo mogen de promotor, de met de promotor verbonden ondernemingen en hun vertegenwoordigers géén meerderheid met doorslaggevende stem vormen in deze raad van bestuur.¹⁶⁴ Indien de bewaarder een van de promotor onafhankelijke financiële instelling is, is aanvaardbaar dat deze instelling of één van haar vertegenwoordigers maximaal één bestuursmandaat in de raad van bestuur uitoefent, op voorwaarde dat de bewaarder tegen marktvoorwaarden en slechts occasioneel optreedt als bemiddelaar voor of als tegenpartij van de beleggingsinstelling.¹⁶⁵ Vervult de promotor echter tevens de functie van bewaarder, dan mogen noch hijzelf noch zijn vertegenwoordigers in de raad van bestuur van de beheers- of beleggingsvennootschap zetelen.¹⁶⁶ Bovendien acht de CBF het

¹⁵⁸ Artikel 3, §1, 2° en §2, 2° K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *B.S.*, 9 maart 1991, in uitvoering van artikel 120, §3 W.F.T.F.M.

¹⁵⁹ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 2.

¹⁶⁰ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 2. Zie ook F. NAERT, *op. cit. supra* voetnoot 30, 191.

¹⁶¹ Zie F. NAERT, *op. cit. supra* voetnoot 30, 192; E. WYMEERSCH, "Belgische institutionele beleggers en corporate governance", *Bank Fin.*, 1998/4, (213), 221.

¹⁶² Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20.

¹⁶³ Zie hierover ook F. NAERT, *op. cit. supra* voetnoot 30, 191-195; J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 237-241; J.-L. DUPLAT, "Belangenconflicten bij het beheer van instellingen voor collectieve belegging. Het standpunt van de toezichthouder", *Bank Fin.*, 1999/9, (447), 451-452. De Circulaire werd, zoals *supra* in voetnoot 20, reeds vermeld, door de Raad van State geschorst bij Arrest Nr. 91.998 van 8 januari 2001. De basis waarop de NV Petercam de vernietiging van deze Circulaire vraagt, en de basis waarop de Raad van State de schorsing heeft uitgesproken, betreft de verordenende bevoegdheid van de CBF ter zake: de artikelen 120, §3 en 123, tweede lid, 3° van de W.F.T.F.M., zouden deze bevoegdheid aan de Koning toekennen, niet aan de CBF.

¹⁶⁴ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 3.

¹⁶⁵ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 4.

¹⁶⁶ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 4.

niet verenigbaar dat een persoon die een bestuursmandaat uitoefent in de raad van bestuur tevens enige taak of opdracht heeft die verband houdt met de *trading*- of uitgifteactiviteit van een financiële bemiddelaar.¹⁶⁷ Verder wordt aanbevolen twee of meer onafhankelijke bestuurders op te nemen, die specifiek moeten toezien op de naleving van het voorschrift dat de ICB wordt beheerd in het uitsluitend belang van de deelnemers en dus op de voorkoming of correcte behandeling van belangenconflicten.¹⁶⁸

5. Daarnaast worden een aantal principes vooropgesteld voor de gevallen waarin de raad van bestuur van de beleggingsvennootschap of beheersvennootschap het eigenlijke portefeuillebeheer uitbestedt aan een andere financiële instelling.¹⁶⁹ Ten eerste mogen de met de voorgenomen opdrachthouder verbonden personen niet deelnemen aan de beraadslaging of stemming in de raad van bestuur waarbij deze delegatie wordt gegeven of de uitvoering ervan wordt beoordeeld.¹⁷⁰ Ten tweede moet de raad van bestuur van de beheers- of beleggingsvennootschap steeds in staat zijn effectief toezicht uit te oefenen op de uitvoering van deze opdracht, en de door de aldus belaste derde gegeven instructies te wijzigen en de opdracht te herroepen.¹⁷¹ Ten derde dient de financiële instelling die zo met het eigenlijke portefeuillebeheer wordt belast en die ook andere werkzaamheden heeft, een passende scheiding tussen deze verschillende activiteiten in te stellen en indien verschillende activiteiten van portefeuillebeheer niet worden gescheiden over interne gedragsregels te beschikken die specifiek gericht zijn op het voorkomen van belangentegenstellingen tussen de verschillende opdrachtgevers onderling.¹⁷² Tenslotte kan dergelijke delegatie alleen worden verleend aan een financiële instelling die voldoende onafhankelijk is ten opzichte van de bewaarder en de promotor van de ICB.¹⁷³ De raad van bestuur van deze met de promotor of bewaarder verbonden opdrachthouder dient hiertoe op een voldoende autonome wijze te zijn samengesteld,¹⁷⁴ zodat de promotor of bewaarder er geen

¹⁶⁷ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 4.

¹⁶⁸ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 4; zie reeds E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 7, 319-321, nrs. 66-73. Alhoewel het dus lang geduurd heeft alvorens de CBF dergelijke structurele maatregel voorstelde, blijft er toch verzet vanuit bepaalde middens. Zie *infra* paragraaf 6. Dit is opmerkelijk, omdat in de meeste landen in de organisatiestructuur van ICB's op de een of andere manier dergelijke onafhankelijke interne of externe controleorganen voorzien zijn. Zie IOSCO, *Conflicts of Interest of CIS Operators*, *supra* voetnoot 7, p. 12. Over de rol van onafhankelijke bestuurders in het beheer van instellingen voor collectieve belegging in de V.S.A., zie *Enhancing a Culture of Independence and Effectiveness*, Report of the Advisory Group on best Practices for Fund Directors, Investment Company Institute, juni 1999, te vinden op <www.ici.org>.

¹⁶⁹ Zie hierover ook IOSCO, *Delegation of Functions*, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2000, te vinden op <www.iosco.org>. In de praktijk hebben de beheers- en beleggingsvennootschappen in ons land zelf niet de capaciteit om het effectieve beheer van de portefeuille waar te nemen. Meestal wordt het beheer dan ook waargenomen door een andere financiële instelling op basis van een overeenkomst van vermogensbeheer, gesloten met de ICB. Zie J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 239; J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 451.

¹⁷⁰ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 5.

¹⁷¹ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 6.

¹⁷² Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 7. Dit lijkt ons een verkeerde formulering: dergelijke interne regels zullen zelden in staat zijn deze belangenconflicten te voorkomen, wel kunnen zij helpen om vooraf duidelijk te maken volgens welke principes deze conflicten zullen worden opgelost.

¹⁷³ Cf. het in artikel 3 van het Gewijzigde Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) met het oog op de reglementering van beheersmaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen (door de Commissie overeenkomstig artikel 250, lid 2, van het E.G.-Verdrag ingediend), *Pb.C.* 311 E/273 van 31 oktober 2000, voorgestelde nieuwe artikel *Socties*, 2. ICBE-Richtlijn, dat zal voorzien dat een delegatie van het beleggingsbeheer ter voorkoming van belangenconflicten niet mag worden gegeven aan de bewaarder en aan personen met gekwalificeerde deelnemingen in het kapitaal van de beheersmaatschappij of van de bewaarder of aan iedere persoon wiens belangen strijdig kunnen zijn met die van de beheersmaatschappij of de deelnemers.

¹⁷⁴ Zie over deze samenstelling *supra* paragraaf 4.

controle kan over uitoefenen, of deze opdrachthouder dient het statuut van een zogenaamde *asset management* vennootschap te hebben aangenomen.¹⁷⁵

6. Een *asset management* vennootschap is een dochtervennootschap van een kredietinstelling of beleggingsonderneming met een bijzondere structuur die voor een voldoende onafhankelijk beheer moet zorgen.¹⁷⁶ Bij dergelijke vennootschap wordt de activiteit van collectief en/of individueel vermogensbeheer gedelegeerd aan een in de raad van bestuur van deze vennootschap opgericht directiecomité, dat bestaat uit personen die geen andere activiteiten vervullen die van aard zijn hun onafhankelijkheid in het gedrang te brengen. In het bijzonder mogen deze personen geen bindingen hebben met *trading* en uitgifte van financiële instrumenten, portefeuillebeheer en financiële analyse bij de moedervennootschap. De statuten van de *asset management* vennootschap bepalen dat de raad van bestuur enkel na advies van dit directiecomité en na eensluidend advies van de CBF kan beslissen tot herroepen of niet-vernieuwen van het mandaat van een lid van dit comité. De raad van bestuur, die zelf vrij wordt samengesteld – al dient te worden opgemerkt dat de CBF hier ook de aanstelling van twee of meer onafhankelijke bestuurders aanbeveelt – bepaalt dan het algemene beleid, terwijl het directiecomité binnen deze richtlijnen het beleggingsbeleid concretiseert.

Een aantal grotere financiële instellingen zijn in de praktijk reeds vrijwillig overgegaan tot het oprichten van een dergelijke *asset management* vennootschap, waarin hun activiteiten van individueel en collectief vermogensbeheer worden ondergebracht.¹⁷⁷ Deze vennootschap heeft het

¹⁷⁵ Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, punt II.D.1. en 2.b), p. 7-8. De CBF geeft duidelijk aan dat haar voorkeur uitgaat naar een systeem waarbij financiële instellingen hun individuele en collectieve vermogensbeheer onderbrengen in een *asset management* vennootschap. Zie Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000 *op. cit. supra* voetnoot 20, voetnoot 4, p. 4; zie ook F. NAERT, *op. cit. supra* voetnoot 30, 193.

¹⁷⁶ Zie Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, punt II.D.2.b)(ii), p. 9-10. Dit regime is afgeleid van het autonome beheer voor kredietinstellingen ten opzichte van hun aandeelhouders (zie hierover PH. DE MUELENAERE, "L'autonomie de la fonction bancaire", *Bank Fin.*, 1992/10, 545 e.v.). Zie hierover ook E. WYMEERSCH, "Financial Institutions as Members of Company Groups in the Law of the European Union", in *European Business Organization, Law Review*, 2001, 81-89, die zich afvraagt of het hier een vrijwillige herintroductie van de gedurende de jongste jaren afgezwakte *Glass-Steagall* scheiding betreft. Wij menen dat er toch opmerkelijke verschillen zijn tussen deze scheiding en de in de meeste industriële landen in de jaren '30 doorgevoerde scheiding van commerciële en zakenbanken. Vooreerst ging het toen om de scheiding van het *commercial banking* (kredietverlening en depositovergaring) van het *investment banking* (waarbij de bankier risicovolle kapitaalparticipaties in ondernemingen neemt). Nu betreft het de scheiding tussen het bankieren in de ruime zin van het woord en het *brokerage* en portefeuillebeheer. Maar belangrijker is dat de scheiding van de jaren '30 ingegeven was door de bekommernis om de financiële stabiliteit van de commerciële banken en hierdoor de financiële markten te beveiligen tegen de risico's die met kapitaalparticipaties gepaard gaan (in die zin ging het toen eerder over "firewalls"; zie P. GRAHAM, *op. cit. supra* voetnoot 146, 49; R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 104-105), terwijl nu niet de risico's voor de instellingen zelf maar wel de bescherming van de cliënten tegen het gedrag van de instelling voorop staan. Dit laatste verschil is belangrijk, omdat ons inziens een *wall* wel degelijk effectief is wanneer het doel is de financiële stabiliteit van de instelling te bevorderen (de rechtspersoonlijkheid lijkt immers ook het vermogen af dat als onderpand geldt voor de schuldeisers; zie artikel 7-8 Hyp.W.), maar helemaal niet noodzakelijk een oplossing biedt voor de problematiek van de belangentegenstellingen.

¹⁷⁷ Zie bv. GOEMANS, in X., "Panel : La vision de trois professionnels", *Bank Fin.*, 1998/4, 195-196; NOLS, in X., "Panel : La vision de trois professionnels", *Bank Fin.*, 1998/4, 197; zie ook Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, punt III, p. 10; Zie J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 231; J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 447. Eigenlijk is het merkwaardig dat de CBF zo lang gewacht heeft om het probleem van het gebrek aan autonomie van de Belgische ICB's aan te pakken. Er werd immers reeds meer dan 10 jaar eerder aangedrongen op structurele maatregelen ter zake (zie E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 7). Zou het toeval zijn dan de CBF heeft gewacht tot een aantal grote instellingen vrijwillig zijn overgegaan tot dergelijke maatregelen? Is dit een voorbeeld van hoe de "controleur" al te zeer wordt "gecontroleerd" door de "gecontroleerden"? Het feit dat MFI's vrijwillig overgaan tot het onderbrengen van al hun *asset management* activiteiten in een afzonderlijke afdeling of vennootschap is overigens niet noodzakelijk ingegeven door een bezorgdheid over belangenconflicten: schaalvoordelen spelen hier minstens een even belangrijke rol (zie IOSCO, *Delegation of Functions*, *loc. cit. supra* voetnoot 169, p. 1; zie ook R. EVERAERT, "Branchevervaging of branchevernieuwing: een toekomst zonder onderscheid tussen banken en verzekeringsmaatschappijen?", *Bank Fin.*, 1998/6, 327).

statuut van een vennootschap voor vermogensbeheer.¹⁷⁸ Toch is er nog verzet tegen deze maatregelen, zoals blijkt uit het annulatieverzoek dat de NV Petercam tegen deze Circulaire van de CBF heeft ingediend bij de Raad van State.¹⁷⁹

C. GEDRAGSREGELS

1. Financiële instellingen zijn tevens onderworpen aan een aantal financieelrechtelijke gedragsregels die kunnen bijdragen tot het beheersen van belangenconflicten binnen MFI's wanneer deze op basis van de hoger besproken structurele maatregelen niet kunnen worden vermeden.

Eenzijds zijn er een aantal regels die alleen gelden voor welbepaalde financiële diensten of types financiële instellingen. Anderzijds zijn er de meer algemene gedragsregels opgenomen in artikel 36 Wet Secundaire Markten, die gelden voor de transacties in financiële instrumenten verricht door de in de artikelen 2, §1, en 34 van deze Wet bedoelde bemiddelaars.¹⁸⁰ Dit zijn, kort samengevat, voornamelijk de beleggingsondernemingen, de kredietinstellingen, en de door de Koning erkende beroepsbemiddelaars gemachtigd om op te treden op de andere gereguleerde markten dan effectenbeurzen. Deze instellingen zullen in de verdere tekst "bemiddelaars" worden genoemd.

1. De basisplicht ten aanzien van het belang van de belegger

a. De algemene regel voor bemiddelaars

1. De algemene basisregel is opgenomen in artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, dat bemiddelaars verplicht "zich optimaal in te zetten voor de belangen van hun cliënten met de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding, rekening houdend met de mate van professionele kennis van die cliënten".¹⁸¹ De formulering van dit voorschrift laat er weinig twijfel over bestaan dat het om een inspanningsverbintenis gaat: de bemiddelaar moet zich gedragen zoals

¹⁷⁸ J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 452. Het *supra* in voetnoot 173 vermelde Gewijzigde Voorstel tot wijziging van de ICBE-Richtlijn voorziet dat het in de toekomst mogelijk zal worden dergelijke *asset management* vennootschap rechtstreeks aan te stellen als beheersvennootschap van een beleggingsfonds (zie Overweging 9 en het in artikel 3 van dit Voorstel opgenomen nieuwe artikel 5.2 en 5.3 voor de ICBE-Richtlijn). Het discretionair beheer van de eigen portefeuille van de bewaarder van de ICBE mag echter niet door deze vennootschap worden waargenomen (nieuw artikel 5septies, 2, ICBE-Richtlijn, opgenomen in artikel 3 van het Gewijzigde Voorstel).

¹⁷⁹ Bij Arrest nr. 91.998 van 8 januari 2001 (*FF-Bank Fin.R.*, 2001/II, 110, noot E. DE KEYSER) heeft de Raad van State deze Circulaire geschorst (zie reeds *supra* voetnoot 20). Op het ogenblik van het afwerken van deze bijdrage was er nog geen uitspraak ten gronde in deze zaak. De inhoudelijke bezwaren die de NV Petercam tegen de door de CBF opgelegde regeling heeft, hebben precies betrekking op de verplichte aanstelling van onafhankelijke bestuurders bij ICB's en het verbieden van een doorslaggevende stem van de promotor in de raad van bestuur van de beleggings- en beheersvennootschappen; dergelijke voorschriften zouden een breuk betekenen met de fundamentele keuze van de NV Petercam die erin bestaat dat de raad van bestuur van de door hen aangeboden beleggingsvennootschappen *uitsluitend* wordt samengesteld uit vertegenwoordigers die zich ten aanzien van de NV Petercam ook persoonlijk en financieel hebben geëngageerd.

¹⁸⁰ Zie artikel 36, §1, eerste zin Wet Secundaire Markten. Over het beperkte toepassingsgebied van deze gedragsregels, zie *infra* paragraaf 1 e.v.

¹⁸¹ Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 1, en Core Conduct of Business Rules for Professionals, punt 1 ("An investment firm must at all times act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of its customers"); IOSCO, *International Conduct of Business Principles*, *supra* voetnoot 3, Part Two, IV, 2 ("In conducting its business activities, a firm should act with due skill, care and diligence, in the best interest of its customers [...]").

een normale, redelijke, vooruitziende en voorzichtige professionele dienstverlener zich in gelijkaardige omstandigheden zou gedragen.¹⁸²

2. Dit principe omvat de zogenaamde *best execution rule*: bij het uitvoeren van opdrachten voor cliënten moet de financiële instelling zich als een goed huisvader inzetten om de voor de belegger beste uitvoering te geven aan deze taak.¹⁸³ Dit impliceert het consulteren van de koersen op verschillende markten en de uitvoering van de transactie daar waar de meest voordelige koers geldt, zij het dat hierbij ook rekening moet worden gehouden met de transactiekosten.¹⁸⁴ Ontvangen orders moeten zo snel mogelijk worden uitgevoerd,¹⁸⁵ en tussen de orders van verschillende cliënten dient het tijdstip van ontvangst van de order de verdeling te bepalen, tenzij marktomstandigheden het in het belang van de cliënt anders vereisen.¹⁸⁶ Vanzelfsprekend verbiedt dit principe de financiële instelling voor de cliënt onnuttige of met diens belangen strijdige transacties door te voeren,¹⁸⁷ zoals bijvoorbeeld het *dumpen* van niet-succesvolle emissies die de MFI verzorgt of het aanbevelen van beleggingen met een lager dan optimaal rendement omdat de commissionering hoog is.¹⁸⁸

3. Bij nader inzien voegt deze bijzondere financieelrechtelijke regel inhoudelijk eigenlijk weinig toe aan het gemeenrecht.¹⁸⁹ In de mate dat de contractuele opdracht van een financiële

¹⁸² Zie L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 634-636, nrs. 10-11; D. ROGER & M. SALMON, *op. cit. supra* voetnoot 37, 396-397, nr. 21-22.

¹⁸³ Zie Regel B-2304/1 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); Regel 92.0.1.(g) Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 6, §2, derde streepje Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996); artikel 8, §2, 3^o Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996, err.: *B.S.*, 5 december 1996). Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 101, en *Core Conduct of Business Rules for Professionals*, punt 18.

¹⁸⁴ E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 583, nr. 22. Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 114, en *Core Conduct of Business Rules for Professionals*, punt 30; Instructie 1 bij Regel 92.0.1.(g) Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001).

¹⁸⁵ Zie bv. Regel B-2304/1 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); Regel 92.0.1.(g) Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 3, §2, 2^o, lid 2 tweede streepje en artikel 9, §2, 6^o Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996); artikel 6, §2, vierde streepje Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996). Deze plicht bestaat reeds op basis van het gemeenrecht; zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 185, nr. 260; zie bv. Kh. Brussel, 14 november 1990, *T.B.H.*, 1992, 65.

¹⁸⁶ Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 115, en *Core Conduct of Business Rules for Professionals*, punt 31. Dit veronderstelt ook dat het tijdstip van ontvangst en uitvoering van orders nauwkeurig dient te worden bijgehouden. E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 583, nr. 22. Zie bv. Regel 93.3.1. Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 9, §2, 2^o Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996); artikel 6, §2, zevende streepje Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996).

¹⁸⁷ Zie Regel B-2306/1 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 8, §2, 2^o Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996, err.: *B.S.*, 5 december 1996); zie ook D. ROGER & M. SALMON, *op. cit. supra* voetnoot 37, 397, nr. 26.

¹⁸⁸ D. TIREZ, "Artikel 36...", *loc. cit. supra* voetnoot 122, 358-359; D. TIREZ, "Naar Anglo-Saksische deontologische normen in het Belgisch recht", in K. BYTTEBIER & R. FELTKAMP (eds.), *Regulering van het beursapparaat*, Die Keure, Brugge, 1997, (325), 346, nr. 33 & 35.

¹⁸⁹ *Contra*: D. TIREZ, "Naar Anglo-Saksische deontologische normen...", *loc. cit. supra* voetnoot 188, 346, nr. 33, en IDEM., "Artikel 36...", *loc. cit. supra* voetnoot 122, 358, die meent dat deze norm strenger is dan de gemeenrechtelijke zorgvuldigheidnorm, zonder hiervoor echter argumenten te geven.

dienstverlener expliciet of impliciet de behartiging van de belangen van de belegger omvat, impliceert het niet zoals een goed huisvader uitoefenen van de hierbij beschikbare handelingsvrijheid in het beste belang van de cliënt immers een contractuele fout.¹⁹⁰ Wel kan deze financieelrechtelijke regel ervoor zorgen dat de verplichting om de belangen van de cliënt te behartigen ook van toepassing zal zijn in de gevallen waarin het gemeenrecht dit *niet* voorschrijft,¹⁹¹ zoals wanneer er geen contractuele relatie bestaat tussen de financiële instelling en de belegger of wanneer het bestaande contract deze verplichting niet als expliciete of impliciete opdracht omvat.¹⁹² Artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, maakt dit onderscheid immers niet.¹⁹³

4. Ook heeft het opnemen van deze norm in artikel 36 Wet Secundaire Markten, en het overnemen ervan in de diverse marktreglementen¹⁹⁴ tot gevolg dat de controle op de naleving en

¹⁹⁰ Zie *supra* paragraaf 3. De Minister van Financiën heeft tijdens de bespreking in de Senaatscommissie voor de Financiën van het Ontwerp dat later de Wet Secundaire Markten zou worden opgemerkt dat de belegger dankzij het opnemen van deze gedragsnormen in artikel 36 gemakkelijker een schadevergoeding zou kunnen krijgen op basis van artikel 1382 B.W, ingeval van onbehoorlijk gedrag van de financiële instelling (Verslag namens de Commissie voor de Financiën, *Parl.St.*, Senaat, 1994-1995, nr. 1352/2, p. 96). Ongetwijfeld verwees hij hiermee naar het algemeen aanvaarde principe inzake aansprakelijkheidsrecht dat een inbreuk op een precies gebod of verbod opgelegd bij materiële wet *ipso facto* een aquiliaanse fout inhoudt (zie hierover Cass., 3 oktober 1994, *Arr.Cass.*, 1994, 807; Cass., 13 mei 1982, *Arr.Cass.*, 1982, 1134; R.O. DALCQ, "Unité ou dualité des notions de faute et d'illégalité", noot onder Cass., 19 december 1980 en 13 mei 1982, *R.C.J.B.*, 1984, 5; IDEM, "Appréciation de la faute en cas de violation d'une obligation déterminée", noot onder Cass., 22 september 1988, *R.C.J.B.*, 1990, 203; L. CORNELIS, *Beginselen van het Belgische buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht*, Deel 1, Maklu-Ced.Samson, Antwerpen-Apeldoorn – Brussel, 1989, 59-62, nr. 40). Wat de Minister echter uit het oog is verloren, is dat hiertoe wel vereist is dat de wettelijke regel dan wel een precies omschreven gedrag of een welbepaalde handeling moet verbieden of voorschrijven. Dit is echter niet het geval bij de normen opgenomen in artikel 36, §1 Wet Secundaire Markten: deze regels zijn inhoudelijk bijna even vaag als de algemene zorgvuldigheidsnorm zelf. Zie L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 676-677, nr. 54.

¹⁹¹ Zie *supra* paragraaf 1.

¹⁹² Zie J. KÖNDGEN, "Rules of Conduct: Further Harmonisation?", in G. FERRARINI (ed.), *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International, London – Den Haag – Boston, 1998, (115), 121 ("As a matter of liability both in contract and in tort, it will no longer be possible for investment firms to disclaim their fiduciary responsibility"); J.-P. BUYLE & A. WILLEMS, *op. cit. supra* voetnoot 63, 165, voetnoot 79 (i.v.m. het oude artikel 22 W.F.T.F.M.). Zie ook het in H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 220-221 geciteerde Gower-Report (*Review of Investor Protection*, 1984, Cmnd. 9125, Part II, para. 4.14): "[I]n the coming era of financial supermarkets it will no longer be practicable to maintain a rigid distinction between those acting as agents, and thereby owing fiduciary duties to their customers, and those acting as principals on their own account, and thereby owing no such duties. The solution proposed is that *whether acting as principal or agent* the investment business must comply with a principle of fair dealing and observe a duty of skill, care and diligence and a duty of disclosure." (cursivering toegevoegd).

¹⁹³ Zie ook E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 576, nr. 5; K. DEBOUTTE & R. FELTKAMP, "Transacties in financiële instrumenten", in K. BYTTEBIER & R. FELTKAMP (eds.), *Regulering van het beursapparaat*, Die Keure, Brugge, 1997, (357), 375, nr. 22. Een argument hiertoe kan ook worden gehaald uit het feit dat de beperking van het toepassingsgebied van de normen in artikel 36, §1, 4° en 5° Wet Secundaire Markten, tot de relatie tussen de bemiddelaars en de "cliënten die zij adviseren" *niet* werd opgenomen in artikel 36, §1, 2°. Die beperking in regels 4° en 5° was immers toegevoegd onder druk van de banksector in de Commissie Financiën (zie D. TIREZ, "Artikel 36...", *loc. cit. supra* voetnoot 122, 362), precies om te vermijden dat het in deze regels opgenomen zogenaamde *know your customer* principe en de uitgebreide informatie- en adviesverplichtingen van toepassing zouden zijn op hun relatie met *elke* belegger, ook deze waaraan zij enkel een door de belegger zelf gepreciseerde prestatie leveren of occasioneel informatie verstrekken, waardoor hun plichten ten opzichte van het bestaande gemeenrecht zouden worden uitgebreid.

¹⁹⁴ Artikel 36, §2 Wet Secundaire Markten, schrijft immers voor dat de marktautoriteiten de gedragsregels van §1 van dat artikel opnemen en verder uitwerken in hun marktreglement, dat zij op basis van artikel 10, §1 (voor effectenbeurzen) en artikel 32, §2 (voor andere gereguleerde markten) Wet Secundaire Markten, moeten opstellen. Over de omzetting van de gedragsregels in artikel 36, §1, in de diverse marktreglementen, zie F. FYON, "Les obligations déontologiques des intermédiaires financiers au regard des règlements de marché", *Bank Fin.*, 1997/6, 400-412 en 413. De regel opgenomen in artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, werd overgenomen in de diverse marktreglementen: zie Regel 3002 en Regel B-2302 (ii) Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); Regel 92.0.1 (a) en (b) Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 4, §1 Marktreglement van de Belgische Future-

de eventuele handhaving ervan wordt toevertrouwd aan de marktautoriteiten.¹⁹⁵ Hiermee zou theoretisch tegemoet kunnen worden gekomen aan de moeilijkheden die individuele beleggers ondervinden om op te treden tegen mogelijke misbruiken van financiële instellingen; de marktautoriteiten hebben immers veel meer kennis van zaken en middelen om in te grijpen.¹⁹⁶ In de praktijk blijkt dit echter geen realistisch scenario. Vermits het probleem van de belangentegenstellingen structureel is ingebed in de MFI's die de markten domineren, zullen deze autoriteiten enkel ingrijpen indien er systematische of schrijnende misbruiken zouden voorvallen. Maar precies in die gevallen is het ook voor de individuele belegger mogelijk en de moeite om zelf op te treden; het zijn de kleine maar veel voorkomende afwijkingen waarvoor de private belegger hulp nodig heeft.

5. Opmerkelijk is dat artikel 36, §3 Wet Secundaire Markten, een vermoeden creëert dat de bemiddelaar aan deze verplichting heeft voldaan wanneer hij een door een belegger gegeven order, bij ontbreken van afwijkende instructies van de cliënt, heeft uitgevoerd op een gereglementeerde markt.¹⁹⁷ Gecombineerd met de regel van de beursdwang – die voorziet dat de bemiddelaars zonder uitdrukkelijke andersluidende machtiging van de belegger alle transacties die betrekking hebben op financiële instrumenten die in de notering van een effectenbeurs zijn opgenomen of op een gereglementeerde markt worden verhandeld op een gereglementeerde markt moeten uitvoeren¹⁹⁸ – lijkt dit een belangrijke bepaling. De functie van deze regel is op het eerste gezicht echter niet helemaal duidelijk: betreft het hier een weerlegbaar of een onweerlegbaar vermoeden?

Een weerlegbaar vermoeden is een bewijsmiddel. Hierbij wordt uit een bewezen feit – *in casu* de uitvoering van de transactie op een gereglementeerde markt – het te bewijzen feit – hier de optimale inzet van de bemiddelaar voor de belangen van zijn cliënt – afgeleid. De cliënt kan echter op basis van andere toegelaten bewijsmiddelen aantonen dat de bemiddelaar zich in dit

en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996); artikel 6, §1 Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996). Veel preciseringen zijn er echter niet in te vinden.

¹⁹⁵ Zie de artikel 19 lid 2, 1°, en 31, lid 3 Wet Secundaire Markten. Hierdoor zijn bij overtreding ook administratieve sancties mogelijk. Zie in het bijzonder artikel 20ter en 20septies Wet Secundaire Markten. Cf. E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 577-578, nr. 10-11.

¹⁹⁶ Cf. J. KÖNDGEN, *op. cit. supra* voetnoot 192, 117. Zie voor die middelen onder meer artikel 20 Wet Secundaire Markten.

¹⁹⁷ Zie ook artikel 4, §3 Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996). Op basis van artikel 1, §3 Wet Secundaire Markten, duidt de Minister van Financiën de markten in financiële instrumenten aan die als "gereglementeerde markt" worden beschouwd. Dergelijke eenzijdige "politieke" aanduiding van gereglementeerde markten door de overheden in een Lid-Staat moet worden aanvaard door de andere Lid-Staten van de E.U. (zie hierover M. TISON, "The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States", in F. ABRAHAM, J. STUYCK & E. TERRY (eds.), *Financial Services and Financial Markets in Europe. Changes and adjustments*. Kluwer, 2000, (125), 134-136). Op basis van het M.B. van 3 mei 1996, *B.S.*, 22 mei 1996, zoals laatst gewijzigd bij M.B. van 21 mei 2001, *B.S.*, 31 mei 2001, bestaan in ons land de volgende gereglementeerde markten:

- de eerste markt, de tweede markt en de nieuwe markt van Euronext Brussels,
- de Belgische Future- en Optie- beurs, afgekort Belfox,
- de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten, en
- de "noteringsmarkt" en de "verhandelingsmarkt" van Nasdaq Europe.

¹⁹⁸ Zie artikel 37, lid 1 en 2 Wet Secundaire Markten. De voorwaarden waaraan moet voldaan zijn opdat dergelijke transactie toch buiten een gereglementeerde markt zou mogen worden uitgevoerd, werden in uitvoering van artikel 37, lid 3 Wet Secundaire Markten, vastgesteld bij K.B. van 13 mei 1996 tot bepaling van de voorwaarden volgens dewelke transacties mogen uitgevoerd worden buiten een gereglementeerde markt, *B.S.*, 25 mei 1996. Het hoofddoel van dergelijke beursdwang is ervoor te zorgen dat de op de gereglementeerde markten geldende koersen zoveel mogelijk de "hele" markt weerspiegelen, en dus het verhogen van de marktefficiëntie (zie M.v.T. W.F.T.F.M., *Parl.St.*, Kamer, 1989-90, nr. 1156/1, p. 26; zie ook J. TYTECA, "De verhandeling van effecten...", *loc. cit. supra* voetnoot 41, 233, nr. 52; J.-M. GOLLIER & D. VALSCHAERTS, *op. cit. supra* voetnoot 41, 8-9, nr. 4; J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 187, nr. 263). Een neveneffect van deze regel beschermt echter de belegger: de op een gereglementeerde markt uitgevoerde verrichtingen zouden normaliter aan objectief tot stand gekomen transactievoorwaarden moeten voldoen.

concrete geval toch niet optimaal voor zijn belangen heeft ingezet, ook al werd de transactie op een gereglementeerde markt uitgevoerd. Indien we artikel 36, §3 interpreteren als een dergelijk weerlegbaar vermoeden, betekent die norm dus alleen dat de bewijslast met betrekking tot de vraag of de bemiddelaar zich optimaal voor de belangen van zijn cliënt heeft ingezet op de cliënt rust indien de transactie werd uitgevoerd op een gereglementeerde markt. Maar vermits de bewijslast inzake de norm van artikel 36, §1, 2^o Wet Secundaire Markten, *altijd* op de cliënt rust – het betreft immers een middelenverbintenis¹⁹⁹ – voegt een zo geïnterpreteerd vermoeden niets toe en kan het als overbodig worden beschouwd.

Bij een onweerlegbaar vermoeden, daarentegen, wordt uit het bewezen feit in rechte het te bewijzen feit afgeleid, zonder dat het mogelijk is op basis van andere zelfs toegelaten bewijsmiddelen het tegendeel te bewijzen. Zelfs indien men met wetenschappelijke zekerheid zou kunnen bewijzen dat het te bewijzen feit *niet* bestaat of heeft bestaan, toch gaat het recht ervan uit dat dit feit zich wel heeft voorgedaan. Eigenlijk is een onweerlegbaar vermoeden dus helemaal geen bewijsmiddel: het is een regel van materieel recht die inhoudt dat het “te bewijzen” feit irrelevant is, want de juridische uitkomst wordt niet beïnvloed door het al dan niet bestaan ervan. Indien we artikel 36, §3 als een dergelijk onweerlegbaar vermoeden zouden interpreteren, dan komen we tot de merkwaardige conclusie dat de plicht van de bemiddelaar om bij transacties in financiële instrumenten die op een gereglementeerde markt worden verhandeld het belang van zijn cliënt optimaal na te streven (bij ontbreken van afwijkende instructies van die cliënt) inhoudelijk zou worden beperkt tot het uitvoeren van die transactie op die gereglementeerde markt, ook al weet of behoort de bemiddelaar te weten dat er een andere voor de belegger interessantere uitvoeringswijze voorhanden is.²⁰⁰ Op die manier wordt de juridische bescherming van de belangen van de belegger beperkt tot de feitelijke bescherming die de marktwerking op die gereglementeerde markt biedt. In een situatie waarin werkelijk alle transacties in een bepaald effect op dergelijke gereglementeerde markten moeten plaatsvinden, zou dit nog te begrijpen zijn,²⁰¹ maar in omstandigheden waarin een transactie zowel op als buiten een gereglementeerde markt of op verschillende gereglementeerde markten kan worden uitgevoerd, lijkt het strijdig met het beschermen van de belangen van de cliënt om aan de bemiddelaar de mogelijkheid te geven de transactie op een bepaalde gereglementeerde markt naar zijn keuze uit te voeren zelfs indien dit tegen de belangen van de cliënt is.

Normaliter dient een wettelijk vermoeden als onweerlegbaar te worden beschouwd, tenzij de wettekst zelf een tegenbewijs mogelijk maakt. Bovendien schrijft een algemene regel voor dat wanneer een normatieve tekst voor twee interpretaties vatbaar is waarvan één betekenis geen inhoudelijke functie heeft, de interpretatie die aan de onduidelijke bepaling wel een functie toekent de voorkeur geniet.²⁰² Op basis van deze twee overwegingen zou men geneigd kunnen zijn aan te nemen dat artikel 36, §3 Wet Secundaire Markten, als een onweerlegbaar vermoeden moet worden gelezen. Dit is ons inziens echter dermate strijdig met de globale *ratio legis* van artikel 36 Wet Secundaire Markten – dat tenslotte als functie heeft de cliënt te beschermen – dat moet gekozen worden voor het alternatief,²⁰³ ook al impliceert dat eens te meer dat de wetgever slordig zou zijn geweest.²⁰⁴

¹⁹⁹ Zie *supra* paragraaf 1.

²⁰⁰ Zie L. CORNELIS & J. PEETERS, “Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...”, *loc. cit. supra* voetnoot 120, 660, nr. 35.

²⁰¹ Maar dan zou de regel overbodig zijn, vermits er geen alternatief zou bestaan ten opzichte van een uitvoering op die markt.

²⁰² Cf. artikel 1157 B.W.

²⁰³ Zie ook D. TIREZ, “artikel 36...”, *loc. cit. supra* voetnoot 122, 360.

²⁰⁴ Deze anomalie in de wetgeving is waarschijnlijk te verklaren op basis van de totstandkoming ervan. In het oude, door het huidige systeem vervangen, artikel 22 van de W.F.T.F.M. was de plicht van de bemiddelaar om op de voor de cliënt voordeligste wijze te werk te gaan in principe een resultaatsverbintenis (zie onder meer L. CORNELIS & J. PEETERS, “De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur...”, *loc. cit. supra* voetnoot 37, 230, nr. 45; J. TYTECA, “De verhandeling van effecten...”, *loc. cit. supra* voetnoot 41, 231-32, nr. 50-51). De cliënt hoefde dus enkel te bewijzen dat niet de voor hem voordeligste oplossing was gekozen, om de bemiddelaar aansprakelijk te kunnen stellen. Het was dan aan de bemiddelaar om te bewijzen dat het niet bereiken van dit optimale resultaat niet aan zijn fout te wijten was. In die context was het zinvol een weerlegbaar vermoeden in te voeren dat bij uitvoering van transacties op de gereglementeerde markt de bewijslast omkeerde: in dergelijke

b. De bijzondere regel voor vermogensbeheer en beleggingsadvies

1. De reglementering van het collectief en individueel vermogensbeheer en het beleggingsadvies schrijft voor dat deze activiteiten door de financiële instelling moeten worden uitgevoerd in het uitsluitend belang van de belegger/cliënt.²⁰⁵ Men kan zich afvragen in welke mate deze norm inhoudelijk afwijkt van de besproken algemene norm van artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten.

2. Ons inziens is een afzonderlijke norm waarbij het gebruik van de term "uitsluitend belang" zin heeft alleen aangewezen bij beleggingsvennootschappen. Het beheer van "gewone" (hiermee bedoelen we niet-beleggings-) kapitaalvennootschappen mag en moet immers naast met de belangen van de aandeelhouders ook rekening houden met andere bij de onderneming betrokken belangen, zoals de belangen van werknemers, toeleveranciers, klanten, de omgeving, de onderneming als zodanig en zelfs het algemeen belang.²⁰⁶ Vermits het algemeen vennootschapsrecht behoudens afwijkingen in de W.F.T.F.M. van toepassing is op beleggingsvennootschappen,²⁰⁷ is een afwijkende norm nodig om ervoor te zorgen dat het principe dat de financiële instelling steeds als een redelijk persoon de beste oplossing voor de belegger moet kiezen, van toepassing zou zijn op beleggingsvennootschappen. De term "uitsluitend belang" in deze norm wijst dus op een afwijking ten opzichte van het gemeen vennootschapsrecht,²⁰⁸ en niet op een afwijking ten opzichte van de meer algemene norm in artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten en het gemeen contractenrecht.

Met betrekking tot beleggingsfondsen voegt deze norm inhoudelijk niets toe aan wat het gemeenrecht reeds voorschrijft. Bij dergelijke ICB wordt het beheer immers gebaseerd op een lastgeving- of commissieovereenkomst tussen de belegger en de beheersvennootschap,²⁰⁹ en

gevallen moest de cliënt wel bewijzen dat de bemiddelaar een fout had begaan, en werd de resultaatsverbintenis dus omgezet in een middelenverbintenis (zie bv. Gent, 23 mei 1997, *T.B.H.*, 1998, 248). De wetgever heeft het vermoeden van het oude artikel 22, lid 2 W.F.T.F.M., hernomen in het nieuwe artikel 36, §3 Wet Secundaire Markten, zonder er blijkbaar bij stil te staan dat de norm in het oude artikel 22, lid 1 W.F.T.F.M., ten aanzien waarvan het vermoeden speelde, gewijzigd werd en nu in artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, reeds in alle gevallen een middelenverbintenis is. Zie L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 660-661, nr. 35; zie ook D. TIREZ, "Naar Anglo-Saksische deontologische normen...", *loc. cit. supra* voetnoot 188, 347, nr. 38, en IDEM., "Artikel 36...", *loc. cit. supra* voetnoot 122, 360, waar deze auteur stelt dat artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, de draagwijdte en omvang van de cliëntenbescherming heeft versterkt ten opzichte van de oude regeling. Wij zien echter niet in waarom, vermits onder de oude regeling in sommige gevallen een resultaatsverbintenis bestond en nu niet meer.

²⁰⁵ Zie artikel 79, §1, lid 1 (individueel vermogensbeheer), en 127, §1, lid 1 (beleggingsadvies) Wet Secundaire Markten; artikel 108, laatste lid W.F.T.F.M., en artikel 21, §1 K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *B.S.*, 9 maart 1991 (ICB). *Cf.* artikel 10.2 en 17.2 van de ICBE-Richtlijn, die eisen dat de beheersvennootschap en de bewaarder "onafhankelijk" moeten optreden. *Cf.* FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 151.

²⁰⁶ Zie A. FRANÇOIS, *Het vennootschapsbelang in het Belgische vennootschapsrecht. Inhoud & grondslagen*, Intersentia, Antwerpen, 1999, 379 e.v.

²⁰⁷ Artikel 115, §1, en 119, §1 W.F.T.F.M.; zie ook M. KRUIHOF, "De nieuwe wetgeving op de instellingen voor collectieve belegging in een Europees perspectief", in G. SCHRANS & E. WYMEERSCH (eds.), *Financiële herregulering in België*, Kluwer Rechtswetenschappen, 1991, (595), 610, nr. 22; L. CORNELIS & J. PEETERS, "De gemeenschappelijke beleggingsfondsen en -vennootschappen", in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De nieuwe beurswetgeving*, Biblo, Kalmthout, 1991, (285), 335.

²⁰⁸ Zie E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 7, 304, nr. 4-5; zie ook J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 237; J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 448.

²⁰⁹ Zie artikel 111, §1, 117 en 119quater W.F.T.F.M. Zie hierover ook M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 207, 608, nr. 18; L. CORNELIS & J. PEETERS, "De gemeenschappelijke beleggingsfondsen en -vennootschappen", *loc. cit. supra* voetnoot 207, 321-322; E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 7, 306, nr. 9; W. VAN GERVEN, "La forme juridique d'un 'Investment Trust' en Belgique, en France et aux Pays-Bas", *Rev.Int.Dr.Comp.*, 1960, 527; J.M. DIDIER, "Les rapports de droit existant au sein des fonds communs de placement constitués actuellement en Belgique", *Rev.Banque*, 1957, 249.

zoals hoger reeds besproken is de lasthebber sowieso reeds gehouden bij de uitvoering van zijn opdracht het belang van de lastgever maximaal te behartigen.²¹⁰

Inhoudelijk komt deze regel van toepassing op ICB dus overeen met artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten. Vermits dit artikel 36 echter niet van toepassing is op ICB's,²¹¹ was het behoud van artikel 108, laatste lid W.F.T.F.M., nodig om ervoor te zorgen dat de naleving ervan onder de controle van de CBF zou vallen.²¹²

3. Bij individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies lijkt deze bepaling echter moeilijker te duiden. Ofwel interpreteert men deze norm als een middelenverbintenis die de financiële instelling verplicht het belang van de belegger te maximaliseren en nooit op te offeren aan welk ander belang dan ook,²¹³ maar dan is deze norm inhoudelijk identiek aan artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, en het gemeenrecht, en het gebruik van de term "uitsluitend" overbodig.²¹⁴ Ofwel ziet men deze norm als een ware *no-conflict rule* – een regel die de financiële instelling verbiedt zich in een situatie te begeven of bevinden waarin deze met de belangen van de cliënt strijdige belangen heeft of dient te behartigen – maar dan is de inhoud van deze norm identiek aan andere reglementaire bepalingen die voor individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies meer specifiek reeds dergelijke regel bevatten.²¹⁵

2. Specifieke gedragsregels inzake belangenconflicten

1. Artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten bevat de gedragsregels specifiek gericht op belangentegenstellingen.²¹⁶ Het zijn regels die belangenconflicten moeten beheersen wanneer deze niet kunnen of moeten worden vermeden door middel van de hoger besproken structurele maatregelen.²¹⁷ Schematisch kunnen deze regels als volgt worden samengevat:²¹⁸

- Bemiddelaars dienen indien mogelijk belangenconflicten te vermijden.
- Indien het vermijden van belangenconflicten in bepaalde situaties niet mogelijk is, dan moet minstens voldaan worden aan de volgende regels:

²¹⁰ Zie *supra* paragraaf 1.

²¹¹ Beleggingsvennootschappen en beheersvennootschappen van beleggingsfondsen komen immers niet voor in de opsomming van "bemiddelaars" in artikel 2, §1, en 34 Wet Secundaire Markten, waarop artikel 36 van toepassing is.

²¹² Artikel 131 en 134, §1 W.F.T.F.M.

²¹³ Dit lijkt de betekenis te zijn die de wetgever voor ogen had ten tijde van het invoeren van deze regel. Zie M.v.T. W.F.T.F.M., *Parl.St.*, Kamer, 1989-90, nr. 1156/1, p. 102; zie ook M. FLAMÉE & TH. TILQUIN, *op. cit. supra* voetnoot 37, 576, nr. 61; M. DE LUYCK & T. PAELINCK, "Het K.B. van 5 augustus 1991 betreffende het vermogensbeheer en het beleggingsadvies", *T.R.V.*, 1992, (55), 69.

²¹⁴ Niettemin zien sommigen in de toevoeging van het woord "uitsluitend" een aanduiding dat deze norm strenger is dan de norm in artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten (zie bv. D. TIREZ, "Artikel 36...", *loc. cit. supra* voetnoot 122, 358, voetnoot 50). Wij zien echter niet in hoe dit kan worden geargumenteed. De verklaring voor de toevoeging van deze term kan ons inziens beter elders worden gevonden. Op het ogenblik van het invoeren van deze norm (deze regel bevond zich oorspronkelijk in artikel 162 van de W.F.T.F.M.) was er nog geen sprake van de algemene gedragsregels nu opgenomen in artikel 36 Wet Secundaire Markten. Het incorporeren van deze gemeenschappelijke regel, zij het anders geformuleerd, in de financiële regulering was in die context dan ook nuttig om de controle op de naleving ervan onder de bevoegdheid van de toezichthoudende instellingen te brengen. Bij de invoering van de Wet Secundaire Markten heeft men dan blijkbaar uit het oog verloren dat artikel 36, §1, 2° dit doel reeds verwezenlijkt.

²¹⁵ Zie *infra* paragraaf 5.

²¹⁶ Deze bepaling werd ook overgenomen in de diverse marktreglementen. Zie Regel B-2302(vi) Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); Regel 92.0.1.(f) Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 8, §1 Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996); artikel 10, §1 Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkiscertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996).

²¹⁷ M. TISON, *op. cit. supra* voetnoot 197, 147.

²¹⁸ Cf. F. FAYON, *op. cit. supra* voetnoot 194, 411; J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 176.

- In elk geval moeten alle cliënten billijk en gelijk worden behandeld.
- Bijkomende maatregelen moeten worden genomen, zoals bijvoorbeeld
 - het verschaffen van informatie aan de cliënten (rapporteren),
 - het naleven van intern opgelegde regels en procedures (de *Chinese walls*), of
 - het weigeren op te treden (*abstain*).
- Bovendien mag de financiële instelling nooit op “onfaire wijze” haar eigen belang boven het belang van de cliënt plaatsen, en
- moet de financiële instelling de rechtmatige verwachtingen van de cliënt inzake de prioriteit van zijn belangen inlossen.

Bij nadere analyse blijkt deze bepaling meer vragen op te roepen dan te beantwoorden. De samenstellende delen ervan verdienen dan ook meer aandacht.

a. Het vermijden van belangenconflicten

1. De primaire regel is blijkbaar dat bemiddelaars verplicht zijn belangenconflicten te vermijden. Enkel in de gevallen waarin dit niet mogelijk is, treden andere principes op de voorgrond.²¹⁹ Op het eerste gezicht lijkt dit een *no-conflict rule* te zijn en dus strenger dan het gemeenrecht, dat geen dergelijk principe bevat.²²⁰

2. De concrete toepassing van deze regel is echter moeilijk: wanneer is een belangenconflict onvermijdelijk? In principe kunnen alle belangenconflicten worden vermeden, maar in dat geval verbiedt men eigenlijk het combineren van verschillende financiële functies binnen één financiële instelling.²²¹ Extreem toegepast verbiedt dergelijk principe in bepaalde gevallen zelfs dat een financiële instelling die maar één soort dienst verleent verschillende cliënten heeft, want ook dan kunnen belangenconflicten ontstaan.²²² Vanzelfsprekend suggereert niemand dat deze norm inzake belangenconflicten zo absoluut zou moeten worden opgevat.²²³

²¹⁹ Zie ook artikel 20 K.B. van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en het beleggingsadvies, *B.S.*, 20 augustus 1991 (financiële instellingen die aan vermogensbeheer of beleggingsadvies doen, evenals de personen die de leiding hebben of werknemer zijn van deze vennootschappen en die voor eigen rekening optreden, “dienen de nodige maatregelen te nemen om rechtstreekse of onrechtstreekse belangenconflicten te voorkomen tussen henzelf en hun cliënten evenals, elk belangenconflict tussen hun cliënten onderling ingevolge hun optreden”); artikel 11.1, zesde streepje RBD (“belangenconflicten trachten te voorkomen en, wanneer deze onvermijdelijk zijn, ervoor zorgen dat haar cliënten op billijke wijze worden behandeld”); cf. IOSCO, *International Conduct of Business Principles*, *supra* voetnoot 3, Part Two, IV, 6 (“A firm should try to avoid conflicts of interest, and when they cannot be avoided, should ensure that its customers are fairly treated”). Het overeenstemmende zesde Britse SIB-Principe, waarop deze bepaling is geïnspireerd, blijkt echter minder streng te zijn. Hier wordt niet vereist dat belangenconflicten in principe moeten worden vermeden en dat enkel indien dit niet mogelijk is andere regels van toepassing zijn, maar krijgt de financiële instelling de keuze tussen twee methodes: “A firm should either avoid any conflict of interest arising or, where conflicts arise, should ensure fair treatment to all its customers by disclosure, internal rules of confidentiality, declining to act or otherwise. [...]” Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 4, en Core Conduct of Business Rules for Professionals, punt 4 (“An investment firm must take all reasonable steps to ensure that conflicts of interest between itself and its customers and between one customer and another are managed in such a way that the interest of customers are not adversely affected”).

²²⁰ Het is merkwaardig dat in het Verenigd Koninkrijk, waar het *common law* in de vorm van de zogenaamde *fiduciary duties* een vrij strenge *no-conflict rule* bevat (zie *supra* paragraaf 2), het financieel recht een versoepeling op het gemeenrecht invoert, terwijl bij ons, waar het gemeenrecht geen *no-conflict rule* bevat (zie *supra* paragrafen 1 en 2), de financiële reglementering tracht “naar Brits voorbeeld” dergelijke regel in te voeren. Over de invoering van de SIB principes in het V.K., zie D. WALKER (Chairman van de Britse SIB), *op. cit. supra* voetnoot 34, 371-376.

²²¹ Cf. E. WYMEERSCH, “Les règles de conduite...”, *op. cit. supra* voetnoot 41, 588, nr. 37 *in fine*.

²²² Zie *supra* paragraaf 3.

²²³ Cf. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report of the Special Study of Securities Markets*, 1963, Part 1, p. 440: “Total elimination of all [conflicts of interest] is obviously quite out of the question: theoretically, it would involve complete segregation of functions – a remedy often invoked or suggested where conflicts are considered. But segregation as a specific remedy for all the multifarious possibilities for conflicts in the complex securities

3. Niettegenstaande de formulering ervan ("wanneer dit onvermijdelijk is") moet deze voorwaarde dus wel worden opgevat als een normatieve bepaling ("wanneer dit *niet behoort* te worden vermeden").²²⁴ Maar, eens dat duidelijk, blijkt dat artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten, geen enkele hulp meer biedt om de te vermijden belangenconflicten te onderscheiden van de andere. Dit heeft als gevolg dat in de praktijk de algemene zorgvuldigheidsnorm hier bepalend zal zijn.²²⁵ Maar op die manier geïnterpreteerd blijft er niet alleen van een werkelijke *no-conflict rule* weinig over, wat wel overblijft is een onduidelijk principe dat in combinatie met het gemeenrecht alleen maar voor verwarring kan zorgen.²²⁶ Een paar voorbeelden kunnen dit aantonen.

- Een bemiddelaar wordt door een cliënt gevraagd een bepaald financieel instrument te leveren dat de financiële instelling zelf kan kopen of kan verkrijgen via een andere tussenpersoon. Vanzelfsprekend heeft de bemiddelaar er belang bij zelf als tussenpersoon op te treden. Betekent de hier besproken regel dat de financiële instelling de door de cliënt gevraagde transactie sowieso moet weigeren omdat er anders een belangenconflict zou ontstaan, zelfs indien zij best bereid is de eventueel goedkopere andere tussenpersoon te gebruiken? Dit lijkt absurd. Alhoewel dit belangenconflict vermeden kan worden, kan men moeilijk aannemen dat artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten, de bemiddelaar zou verbieden deze transactie te aanvaarden. Op voorwaarde dat de bank de algemene norm van artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, naleeft en de voor de cliënt beste uitvoering verwezenlijkt, lijkt hier geen probleem te zijn.
- Moet een bank weigeren aan een cliënt effecten te leveren die zijn uitgegeven door een onderneming die haar kredietnemer is, of waarvan de bank zelf ook effecten in portefeuille aanhoudt? Het belangenconflict waarmee de MFI hierbij wordt geconfronteerd kan worden vermeden, maar moet dit ook?
- Moet een financiële instelling sowieso weigeren aan beleggers effecten te leveren waarvan ze zelf de emissie verzorgt of heeft gewaarborgd, of wanneer zij de emittent heeft geadviseerd? In een kleine financiële markt zoals de Belgische zou dit het onmogelijk maken voor grote financiële instellingen om een goed beleggingsbeleid voor hun cliënten te voeren.²²⁷ Zou het verstrekken van volledige en correcte informatie aan de cliënt, ook over de relatie tussen de financiële instelling en de emittent en dus van de andere belangen die zij bij dergelijke verrichtingen heeft, hier niet als remedie volstaan?²²⁸

4. De regel dat belangenconflicten in principe moeten worden vermeden, kan ons inziens een basis vormen voor het oplossen van een probleem waarmee de Belgische markt van instellingen voor collectieve belegging in effecten te kampen heeft. Zoals geweten, treden in ons land veel promotoren van instelling voor collectieve belegging in effecten die aan de voorwaarden van de ICBE-Richtlijn²²⁹ voldoen (verder afgekort als "ICBE") tevens op als bewaarder voor die ICBE. Deze praktijk wordt in verschillende andere landen argwanend bekeken, en is één van de

business could not be a simple segregation in any traditional sense but would have to involve fragmentation of the business to a point where [...] each investor would have his own broker who would not be permitted to act for any other customer or for himself." (geciteerd in N. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 3, 121).

²²⁴ Zie ook B. RIDER, *op. cit. supra* voetnoot 49, 149, die met betrekking tot artikel 11.1 RBD stelt dat "[t]he Investment Services Directive, drawing heavily on continental notions, where the management of conflict is possible through the operation of specificity in mandate and by contract, assumes that the fundamental principle of English law that conflicts are to be avoided at all costs, can be, or has been by the operation of secondary legislation and market customs, mitigated into a mere principle of good conduct."

²²⁵ Zie ook L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 647, nr. 24; J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 177-178.

²²⁶ Zie ook J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 185.

²²⁷ Zie over deze overweging echter ook *supra* paragraaf 5.

²²⁸ Zie E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 588, nr. 37.

²²⁹ Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende (ICBE's), *Pb. L.* 375/3 van 31 december 1985, zoals gewijzigd.

hinderpalen voor succes van Belgische ICBE's in het buitenland.²³⁰ Er zijn dan ook al een aantal financiële instellingen die vrijwillig een bewaarder hebben aangesteld die niet tot dezelfde financiële groep behoort.²³¹

De bewaarneming van financiële instrumenten dient ons inziens onderworpen te zijn aan de gedragsregels van artikel 36 Wet Secundaire Markten.²³² De bewaarder heeft immers deels als taak in het belang van de beleggers te waken over de regelmatigheid van het beheer van de ICB.²³³ Dit belang zal in hoofdzaak van de MFI die optreedt als bewaarder in strijd komen met het eigen belang van deze instelling als promotor en beheerder van de ICB.²³⁴ Artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten legt als primaire remedie op dat belangentegenstellingen moeten worden vermeden indien dit mogelijk is. Welnu, in dit geval is het vermijden van dit conflict niet alleen mogelijk, het is hier nodig om de toezichtsfunctie van de bewaarder geloofwaardig te maken.²³⁵ Men kan ons inziens dan ook argumenteren dat artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten aan promotoren en beheerders van ICB's verbiedt tevens op te treden als bewaarder voor deze ICB's.

5. Een voorbeeld van een specifiekere regel die tracht bepaalde belangenconflicten te vermijden, geldt voor individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies: de provisie die hiervoor wordt aangerekend mag wel rekening houden met het totale resultaat van de verrichtingen, maar mag niet worden gebaseerd op het aantal of het bedrag van de uitgevoerde verrichtingen.²³⁶ Op die manier tracht men het voordeel dat de financiële instelling zou kunnen verkrijgen door onnodig het aantal verrichtingen op te voeren, uit te schakelen.²³⁷

6. Inzake ICB's geldt dan weer een verbod aan de rechthebbenden een vergoeding, provisie of kost aan te rekenen wanneer wordt belegd in andere ICB's die rechtstreeks of onrechtstreeks worden beheerd door dezelfde vennootschap of door enige andere vennootschap waarmee een

²³⁰ Zie ook Circulaire ICB 1/2000 van de CBF van 18 mei 2000, *op. cit. supra* voetnoot 20, p. 2; F. NAERT, *op. cit. supra* voetnoot 30, 191-192; J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 447. Zie ook IOSCO, *Report on Investment Management*, A report of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, 1994, te vinden op <www.iosco.org>, "Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes", Punt 2.3. ("A custodian should be functionally independent of the operator of a CIS and must always act in the best interests of investors"), en "Explanatory Memorandum", Punt 2 ("The independence of the custodian is considered critical to meeting its obligations").

²³¹ J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 447; J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 232; zie bv. GOEMANS, in X., "Panel : La vision de trois professionnels", *Bank Fin.*, 1998/4, 195-196; NOLS, in X., "Panel : la vision de trois professionnels", *Bank Fin.*, 1998/4, 197.

²³² De bewaarneming van financiële instrumenten is immers een nevendienst, vermeld in artikel 46, 2°, 1 Wet Secundaire Markten. Evenwel wordt opgemerkt dat alleen diensten die bestaan uit "transacties" in financiële instrumenten onder de gedragsregels van artikel 36 Wet Secundaire Markten, vallen en dat het begrip "transactie" een verhandeling impliceert. Zie hierover *infra* paragraaf 3.

²³³ Zie artikel 11 K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *B.S.*, 9 maart 1991; artikel 7.3 en 14.3 ICBE-Richtlijn. Zie M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 207, 622-623, nr. 46; L. CORNELIS & J. PEETERS, "De gemeenschappelijke beleggingsfondsen en -vennootschappen", *loc. cit. supra* voetnoot 207, 325-326 en 336.

²³⁴ Er wordt zelfs opgemerkt dat de bewaarder in de structurele organisatie van de continentaal Europese ICB de rol vervult die in de Amerikaanse Investment Company Act (15 USC §80a-b) aan de onafhankelijke bestuurders wordt toegekend, waardoor er bij ons geen onafhankelijke bestuurders nodig zouden zijn. Zie S. MATTHIAS, "Autonomie des OPC: revue de la situation hors frontières", *Bank Fin.*, 1999/9, (444), 444. Des te meer baart het verwondering dat deze bewaarder dan verbonden zou mogen zijn met de MFI die de ICB in feite controleert. Zie ook F. NAERT, *op. cit. supra* voetnoot 30, 192 en 194, die dan ook stelt dat de geloofwaardigheid van deze toezichtsfunctie in het gedrang komt wanneer deze wordt uitgeoefend door dezelfde instelling die promotor is van de ICB en die via aangestelden ook het effectieve beheer en de administratie ervan waarneemt.

²³⁵ Zie IOSCO, *Delegation of Functions*, *loc. cit. supra* voetnoot 169, p. 6 ("When a depository is obliged to ensure the effective surveillance of the management of the CIS, it would be difficult for it to monitor any of the functions which it may have been delegated by the CIS").

²³⁶ Artikel 15, lid 2 K.B. van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en het beleggingsadvies, *B.S.*, 20 augustus 1991.

²³⁷ Zie Circulaire BA/1/92 en B92/4 van de CBF van 14 augustus 1992, *loc. cit. supra* voetnoot 42, punt 3.1.2; zie reeds E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 7, 311, nr. 30. Over dit misbruik, *churning* van de portefeuille genoemd, zie ook reeds *supra* voetnoot 14.

band bestaat.²³⁸ Het is merkwaardig dat geen analoge bepaling bestaat voor het individuele vermogensbeheer: nu blijft het mogelijk voor een MFI om zo in feite een dubbele vergoeding op te strijken voor het vermogensbeheer, één aangerekend voor het individueel beheer en een tweede doordat de vergoeding voor het beheer van de collectieve portefeuille van de ICB reeds ingehouden werd van de opbrengst hiervan die de individuele deelnemer ten goede komt.

b. Gelijke en billijke behandeling van cliënten

1. Indien een belangenconflict zich voordoet, moet de financiële instelling haar cliënten gelijk en billijk behandelen.²³⁹

2. Men kan zich afvragen wat het gelijk behandelen van de cliënten inhoudt.²⁴⁰ Hoe kunnen cliënten die zich in een verschillende positie bevinden gelijk worden behandeld? In welke mate mag de financiële instelling rekening houden met de verschillen tussen cliënten?

Op een vraag hierover in Senaatscommissie voor de Financiën tijdens de bespreking van het ontwerp dat later de Wet Secundaire Markten zou worden, antwoordde de toenmalige Minister van Financiën dat dit principe moet worden begrepen in de zin aan het gelijkheidsbeginsel gegeven door het Arbitragehof en het Hof van Cassatie.²⁴¹ Blijkbaar namen de commissieleden vrede met dit antwoord, want er ontstond volgens het Verslag geen verdere discussie over dit punt. Maar, het gelijkheidsbeginsel, opgenomen in artikel 10 G.G.W., houdt in dat de overheid burgers verschillend mag behandelen indien (1) dit gericht is op een rechtmatig doel, gebaseerd op een redelijke inschatting van het algemeen belang (het rechtmatigheidscriterium), (2) het bij het discrimineren gehanteerde criterium relevant is ten aanzien van het met de discriminerende maatregel nagestreefde doel (het pertinentiecriterium), en (3) de door de maatregel aan bepaalde bevolkingsgroepen toegebrachte nadeel in verhouding blijft tot het verworven resultaat met betrekking tot het door middel van de discriminerende maatregel nagestreefde doel (het proportionaliteitscriterium).²⁴²

Dit principe toepassen op de relatie tussen financiële instellingen en hun cliënten is wel erg moeilijk. Immers, wat kan een "rechtmatig doel" zijn met het oog waarop een MFI haar cliënten ongelijk zou mogen behandelen bij belangentegenstellingen? In tegenstelling tot de overheid – die bij het vaststellen van het algemeen belang dat zij dient na te streven een zekere discretionaire macht bezit²⁴³ – mag de financiële dienstverlener *niet* zelf het doel van zijn optreden voor rekening van cliënten invullen: ingevolge het gemeenrecht én de algemene gedragsnorm van artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, dient hij hierbij het belang van elke cliënt te optimaliseren. Het verschillend behandelen van beleggers kan per definitie nooit bijdragen tot dit enig rechtmatig doel van de bevoegdheden van de financiële instelling.

3. Op analoge manier stelt zich een probleem bij het bepalen van wat een "billijke" behandeling is. Houdt deze regel een afwijking in van artikel 1993 B.W., zodat de financiële instelling

²³⁸ Artikel 15, lid 1 K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *B.S.*, 9 maart 1991.

²³⁹ Zie ook artikel 6, §2, eerste streepje Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996).

²⁴⁰ De vereiste van de "gelijke" behandeling komt overigens niet voor in artikel 11 RBD en in het overeenstemmende SIB-Principe ("A firm should either avoid any conflict of interest arising or, where conflicts arise, should ensure fair treatment to all its customers by disclosure, internal rules of confidentiality, declining to act or otherwise") of het nieuwe achtste FSA Principe ("A firm must manage conflicts of interest fairly, both between itself and its customers and between one customer and another").

²⁴¹ Verslag namens de Commissie voor de Financiën, *Parl.St.*, Senaat, 1994-95, nr. 1352-2, 97.

²⁴² Zie J. VANDE LANOTTE, *Overzicht van het publiekrecht*, Die Keure, Brugge, 1997, 249-259, nr. 503-519; L.P. SUETENS, "Gelijkheid en non-discriminatie in de rechtspraak van het arbitragehof", in A. ALEN & P. LEMMENS (eds.), *Gelijkheid en non-discriminatie*, Kluwer Rechtswetenschappen, Antwerpen, 1990, 104-109.

²⁴³ Bij de overheid zijn het in essentie de procedurele facetten van de besluitvorming die een correcte belangenafweging verzekeren, door via verkiezingen en principes van politieke verantwoordelijkheid toezicht te organiseren op hoe de overheid haar beleidsdoeleinden – en dus haar invulling van het na te streven algemeen belang – vaststelt.

niet alle opbrengsten vergaard bij het uitoefenen van haar opdracht moet overmaken aan de opdrachtgever/cliënt maar enkel deze vereist door de billijkheid? En op welke basis moet men dit dan beoordelen? Of is deze norm eigenlijk niets meer dan andere formulering en dus herhaling van de gemeenrechtelijke zorgvuldigheidsnorm?²⁴⁴ Dit lijkt ons moeilijk, gezien het feit dat artikel 1993 B.W. een resultaatsverbintenis oplegt alle voordelen af te staan.²⁴⁵ Als het financieel recht hier een versoepeling zou willen inbouwen die het voor MFI's mogelijk maakt toch bepaalde voordelen te behouden, dan ware het nuttiger geweest indien criteria werden gegeven op basis waarvan het onderscheid moet worden gemaakt tussen toegelaten en niet-toegelaten voordelen.

4. Het doel dat de regelgever voor ogen had bij het uitvaardigen van deze regels was waarschijnlijk het verbieden van preferentiële behandeling van bepaalde categorieën cliënten, in de praktijk vooral grotere kapitaalcrachtige cliënten ten nadele van de kleine belegger. Dergelijke ongelijke behandeling impliceert echter altijd een niet optimalisatie van het belang van de benadeelde cliënt, en dus een inbreuk zowel op het gemeenrecht als op artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten. Weerom moeten we dus besluiten dat de bijzondere norm eigenlijk niets toevoegt aan het gemeenrecht, maar wel onduidelijkheid en mogelijkheid tot discussie en verwarring creëert.

Wel kan men voorhouden dat deze gedragsnorm de financiële instellingen ertoe verplicht vooraf duidelijke, objectieve en onpartijdige interne gedragsregels over het toewijzen van uitgevoerde orders vast te stellen, zeker voor de gevallen waarin gecombineerde orders niet volledig kunnen worden voldaan.²⁴⁶ Maar ook hier kan men ons inziens argumenteren dat voor deze plicht reeds een voldoende rechtsbasis bestaat in de algemene gemeenrechtelijke zorgvuldigheidsnorm en in artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, die de financiële instelling ertoe verplichten zoals een goed huisvader de belangen van haar cliënten te optimaliseren.

c. Melding van en rapportering inzake belangenconflicten

1. Artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten, schuift het informeren naar voor als een van de bijkomend te nemen maatregelen om belangenconflicten te beheersen.²⁴⁷ Maar wat dan precies de inhoud, timing en gevolgen van deze rapportering zouden moeten zijn, wordt niet verduidelijkt. Hierdoor dienen we in feite terug te vallen op de regels met betrekking tot informatieverstrekking en rapportering in het algemeen.

2. Zo dient de bemiddelaar vooraf aan de cliënt de nodige informatie te verstrekken zodat deze met kennis van zaken een wel afgewogen beslissing kan nemen.²⁴⁸ Welke informatie moet worden gegeven, zal geval per geval moeten worden beoordeeld. In deze zin gaat het hier dus om een middelenverbintenis: de bemiddelaar zal zich als een normaal zorgvuldig professional moeten gedragen.²⁴⁹ Maar de bemiddelaar zal wel instaan voor de volledigheid en correctheid van de aldus te verstrekken informatie: in die zin betreft het hier dus een resultaatsverbintenis.²⁵⁰

²⁴⁴ J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 178.

²⁴⁵ Zie *supra* paragraaf 3.

²⁴⁶ Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 120-121, en Core Conduct of Business Rules for Professionals, punt 34-35.

²⁴⁷ Zie ook FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 5.

²⁴⁸ Regel B-2302(v) Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); Regel 92.0.1.(e) en 93.8.1 Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 36, §1, 5° Wet Secundaire Markten; zie ook artikel 7, §1 Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996); artikel 9, §1 Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996).

²⁴⁹ Zie L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 643, nr. 19; F. FYON, *op. cit. supra* voetnoot 194, 410.

²⁵⁰ Zie onder meer L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 644, nr. 20.

3. Het lijkt redelijk aan te nemen dat informatie over een belangenconflict nodig is om de cliënt "kennis van zaken" te verschaffen. Op basis van deze regel zou men dus kunnen besluiten dat het niet vooraf melden en verduidelijken van een belangenconflict op zich een inbreuk inhoudt.²⁵¹ Welke belangenconflicten dan wel allemaal dienen te worden gemeld, is echter minder duidelijk. Voor de hand ligt de verplichting van de bemiddelaar om de belegger in te lichten dat hij zelf de door de belegger aan te kopen effecten verkoopt, dat hij de emissie ervan heeft gegarandeerd, of dat hij zelf een belangrijke deelneming bezit in de onderneming die de effecten heeft uitgegeven.²⁵² Maar dient de MFI ook te melden dat de emittent haar kredietnemer is of dat zij de emittent adviseert, dat zij ICB's beheert die een belangrijke deelneming aanhouden in de emittent of dergelijke deelneming wensen te verwerven, dat zij andere beleggers als cliënt heeft die tegenstrijdige belangen hebben, of dat zij de emittent als een potentiële cliënt beschouwt die zij gunstig wil stemmen? De regelgeving laat ons dus in de steek precies daar waar hulp nodig was: het geven van precieze aanwijzingen over wat hoe moet worden bekendgemaakt.²⁵³
4. Deze informatieplicht rust op de bemiddelaar, zelfs indien de cliënt deze informatie niet heeft gevraagd.²⁵⁴ Maar deze plicht geldt alleen wanneer de cliënt door de financiële instelling werd "geadviseerd".²⁵⁵ In de praktijk proberen sommige financiële instellingen aan de potentieel ernstige gevolgen van deze verplichting te ontsnappen door cliënten die een financieel instrument aankopen een document te laten ondertekenen waarin zij expliciet erkennen dat zij bij deze transactie niet werden geadviseerd door de financiële instelling. Of deze verklaring al dan niet met de waarheid overeenkomt, valt achteraf natuurlijk moeilijk te bewijzen.²⁵⁶
5. Voor individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies heeft de regelgever wel een specifieke informatieplicht voorzien: in het contract tussen de financiële instelling en de cliënt dienen de vergoedingen die de financiële instelling rechtstreeks of onrechtstreeks vanwege derden ontvangt, te worden vermeld.²⁵⁷ De bedoeling van deze regeling is via het opleggen van een minimale transparantie te vermijden dat de beheerder of adviseur "verborgen" belangen zou kunnen hebben bij verrichtingen voor zijn cliënt.²⁵⁸ Hierdoor wordt echter maar één soort belangenconflict blootgelegd: in veel gevallen nemen de voordelen voor de financiële instelling niet de vorm aan van door derden betaalde vergoedingen of *ristorno's*.
6. Naast tot het geven van informatie vooraf, is de financiële instelling ook gehouden verslag uit te brengen aan de cliënt nadat de opdracht werd uitgevoerd. Artikel 36, §1, 5° Wet Secundaire

²⁵¹ Cf. Regel B-2306/1 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 34-35. Zie ook E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 589, nr. 38; F. FYON, *op. cit. supra* voetnoot 194, 410.

²⁵² Zie E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 589, nr. 38.

²⁵³ Zie ook H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 228.

²⁵⁴ In dit opzicht is Regel 92.0.1.(e) Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001), niet conform aan artikel 36, §1, 5° Wet Secundaire Markten, vermits deze Regel de informatieplicht alleen van toepassing verklaart indien de bemiddelaar daartoe wordt verzocht.

²⁵⁵ Zie reeds *supra* voetnoot 193.

²⁵⁶ Overigens kan hier ook de vraag worden gesteld of dergelijke clause op een onrechtstreekse manier geen inbreuk op artikel 32, 11° W.H.P.C. inhoudt. Immers, ingevolge artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, kan de "fiduciële plicht" van de bemiddelaar als een van de voornaamste prestaties van de overeenkomst worden beschouwd. Over de toepassing van de regeling inzake de onrechtmatige bedingen op financiële diensten in het algemeen, zie I. DEMUYNCK, "Onrechtmatige bedingen en de financiële sector: het uitzonderingsregime van de WHPC", *FF-Bank Fin.R.*, 2001/II, 68-87.

²⁵⁷ Artikel 8, §1, 10° en §2, 6° K.B. van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en het beleggingsadvies, *B.S.*, 20 augustus 1991, in uitvoering van de artikelen 79, §1, en 132 Wet Secundaire Markten. Zie hierover ook Circulaire BA/1/92 van de CBF van 14 augustus 1992, *loc. cit. supra* voetnoot 42, punt 2.1.5.; M. DE LUYCK & T. PAELINCK, *op. cit. supra* voetnoot 213, 65; J.-F. ROMAIN, "La gestion de fortune et le conseil en placements...", *loc. cit. supra* voetnoot 37, 19-20. Zie echter FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 7-8, waar deze verplichting wordt voorgesteld voor alle bemiddelaars. Regel 99.0.2.(e) Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001), stelt deze regel ook voor alle verrichtingen van leden.

²⁵⁸ Cf. Circulaire B92/4 van de CBF van 14 augustus 1992, *loc. cit. supra* voetnoot 42, punt 6.1.3.

Markten verplicht de bemiddelaar tot volledige, correcte en eerlijke verslaggeving over hun verbintenissen ten opzichte van de cliënt. Hieronder vallen dus ook de verbintenissen inzake belangenconflicten. Deze verplichting geldt echter alleen wanneer de cliënt om dergelijke verslaggeving verzoekt; spontaan hoeft de financiële instelling deze informatie dus niet mede te delen.²⁵⁹ Op basis van artikel 38, lid 3 Wet Secundaire Markten, zijn de bemiddelaars wel verplicht aan de cliënt na de uitvoering van een transactie een borderel te bezorgen.²⁶⁰ Bepaalde belangenconflicten kunnen uit dit borderel zelf blijken,²⁶¹ maar bij veel potentiële probleemsituaties is dit niet het geval. Bij vermogensbeheer moet tenminste eenmaal per jaar verslag worden uitgebracht over de voordelen en *ristorno's* die de financiële instelling rechtstreeks of onrechtstreeks van derden heeft ontvangen.²⁶² Ook hier treft de rapporteringsverplichting slechts één deelcategorie van de mogelijke belangenconflicten.

7. Concluderend kunnen we dus stellen dat, alhoewel artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten informatieverstrekking en rapportering als een geschikte remedie inzake belangentegenstellingen aangeeft, er bitter weinig regels zijn die deze methode concrete inhoud geven. Dit is jammer omdat ons inziens het verhogen van de transparantie een van de meest effectieve en efficiënte bestrijdingsmiddelen van misbruiken inzake belangenconflicten is. En precies op dit vlak kan het recht ook effectief tekortkomingen in de marktwerking corrigeren.

d. Het naleven van interne regels en procedures: de *Chinese walls* herbezocht

1. Het gebruik van de zogenaamde *Chinese walls* om belangenconflicten te vermijden, werd hoger reeds besproken.²⁶³ Vermits deze muren in eerste instantie structurele maatregelen zijn, kan het verwondering baren deze opnieuw tegen te komen in artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten, dat de gedragsregels voor financiële instellingen bevat.²⁶⁴ De verklaring hiervoor is dat een functionele scheiding niet alleen een profylactische functie heeft, maar ook kan worden aangewend door MFI's als juridisch verweer tegen een potentiële vordering van een cliënt gebaseerd op een belangenconflict waarmee zij worden geconfronteerd.²⁶⁵

2. Enerzijds kan de belegger beweren dat de financiële instelling zich niet optimaal heeft ingezet voor zijn belangen, hem niet de naar redelijkheid te verwachten beste prestatie heeft geleverd, omdat de MFI bij deze verrichting tevens andere belangen had of behartigde. In welke mate kan de financiële instelling dan het bestaan van de *Chinese wall* en het naleven van de hierbij opgelegde regels en procedures inroepen om aan aansprakelijkheid te ontsnappen?²⁶⁶

²⁵⁹ L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 644, nr. 21; F. FYON, *op. cit. supra* voetnoot 194, 410; E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 587, nr. 33.

²⁶⁰ Zie ook Regel B-2305/1 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); Regel 93.7.1 Marktreglement van Nasdaq Europe (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 7, §2, 2° Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996, zoals gewijzigd op 1 februari 2001, *B.S.*, 23 maart 2001); artikel 18 Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996).

²⁶¹ Zoals bv. het zelf optreden als tegenpartij door de financiële instelling.

²⁶² Artikel 16 K.B. van 5 augustus 1991 over het vermogensbeheer en het beleggingsadvies, *B.S.*, 20 augustus 1991; zie M. DE LUYCK & T. PAELINCK, *op. cit. supra* voetnoot 213, 66-67; J.-F. ROMAIN, "La gestion de fortune et le conseil en placements...", *loc. cit. supra* voetnoot 37, 19-20. Ook deze verplichting wordt in FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 9-10, voorgesteld voor alle bemiddelaars.

²⁶³ Zie *supra* paragraaf 4 e.v.

²⁶⁴ Zie ook Regel 2306/2 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 8, §2, 1° Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996); artikel 10, §2, eerste streepje Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996).

²⁶⁵ ST. COATES, *op. cit. supra* voetnoot 46, 123.

²⁶⁶ Deze vraag vormt de essentie van de juridische waarde van *Chinese walls* in de context van belangenconflicten, een facet waaraan in ons land tot nu toe relatief weinig aandacht werd besteed. Dit is dan ook het onderwerp dat, in

Of de financiële instelling haar opdracht zorgvuldig heeft uitgevoerd, hangt niet alleen af van de informatie die het optredende personeelslid werkelijk bezat – en dit wordt beïnvloed door het bestaan en correct naleven van de muur – maar ook van de informatie die deze persoon diende te bezitten. Kan een MFI opwerpen dat dit personeelslid de informatie beschikbaar aan de andere kant van de muur niet moest hebben?²⁶⁷ Mogen cliënten van een MFI op die manier worden uitgesloten van het voordeel dat de conglomeratie biedt?²⁶⁸

Bij een reglementair voorgeschreven scheiding heeft dit verweer wellicht kans op slagen.²⁶⁹ Eisen dat een financiële instelling dergelijke muur schendt, zou onrechtmatig handelen vereisen,²⁷⁰ en het weigeren onrechtmatig te handelen kan geen fout opleveren.²⁷¹ Maar wat indien het een vrijwillig door de MFI ingestelde muur betreft? In dat geval is het schenden ervan niet noodzakelijk onrechtmatig, zodat het inroepen van het bestaan van de muur niet noodzakelijk zal volstaan als verweer.²⁷² Het beweren dat het instellen van een Chinese muur een gewoonte is, zodat het naleven ervan impliciet deel uitmaakt van de overeenkomst met de cliënt,²⁷³ lijkt in de gegeven omstandigheden niet geloofwaardig. Het is dan ook jammer dat de Belgische financiële reglementering precies op deze cruciale vraag geen antwoord formuleert. In de praktijk kan deze onzekerheid voor de MFI dan ook best worden opgevangen door in de contracten met cliënten een zogenaamde "Chinese wall clause" op te nemen, waarin vooraf wordt overeengekomen dat de financiële instelling niet gehouden is haar intern opgelegde procedures en regels te schenden.²⁷⁴

3. Anderzijds kan de belegger op basis van artikel 1993 B.W. eisen dat de financiële instelling de voordelen die werden gehaald uit de uitvoering van de opdracht voor de cliënt afstaat.²⁷⁵

uitvoering van het achtste FSA Principle for Businesses ("A firm must manage conflicts of interest fairly, both between itself and its customers and between one customer and another"; *The FSA Principles for Businesses* van oktober 1999, die de SIB Principles zullen vervangen, zijn te vinden op <www.fsa.gov.uk/pubs/index-title-atoz.html>), uitgebreider wordt besproken in het in de nabije toekomst in werking te treden Britse *Financial Services Authority Conduct of Business Sourcebook*, Chapter 2.4, dat handelt over de *Chinese walls* (te vinden op <www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cond_bus/index.html>).

²⁶⁷ Zie hierover P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 30-35; N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 57, 167-168; G. MCCORMACK *op. cit. supra* voetnoot 4, 32-39.

²⁶⁸ Cf. H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 220, die het Gower-Report (*Review of Investor Protection*, 1984, Cmnd. 9125, Part II, para. 4.13) citeert: "[Chinese walls deprive investors] of the benefit of the knowledge and expertise that they [...] expect from a financial supermarket."; zie ook H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 57, 145 ("As a matter of law (and more so public policy), there would seem to be no convincing reason why, in the proper circumstances, the clients of a conglomerate should not be able to share directly in the informational synergies (cost savings derived from conglomeration) which accrue to the conglomerate"); P. GRAHAM, *op. cit. supra* voetnoot 146, 52, die opmerkt dat *Chinese walls* door financiële instellingen, in plaats van met het oog op het vermijden van belangenconflicten, wel eens kunnen worden ingesteld met als enig oogmerk het beperken van hun contractuele of fiduciaire plichten tegenover hun cliënten, en daarbij dan de vraag stelt "whether Chinese walls could one day end up seriously undermining the fundamental objectives of investor protection."

²⁶⁹ Zie in die zin M. DE LUYCK & T. PAELINCK, *op. cit. supra* voetnoot 213, 70; M. FLAMEE & TH. TILQUIN, *op. cit. supra* voetnoot 37, 579, nr. 72; L. CORNELIS & J. PEETERS, "De bankier als raadgever, vermogensbeheerder en beleggingsadviseur...", *loc. cit. supra* voetnoot 37, i.h.b. voetnoot 51 op p. 201.

²⁷⁰ Hetzelfde geldt vanzelfsprekend wanneer het *inside* informatie betreft. Zie artikel 182-183 W.F.T.F.M.

²⁷¹ Zie L. CORNELIS, *Beginselen van het Belgische buitencontractuele aansprakelijkheidsrecht*, Deel I, Maklu-Ced.Samson, Antwerpen-Apeldoorn – Brussel, 1989, p. 31, nr. 20, die verwijst naar zowel rechtspraak over contractuele als over buitencontractuele aansprakelijkheid.

²⁷² In het nieuwe Britse *Financial Services Authority Conduct of Business Sourcebook* (te vinden op <www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cond_bus/index.html>), wordt in Rules 2.4.4 en 2.4.6 een specifieke juridische basis gelegd voor dergelijk verweer van de financiële instelling die een *Chinese wall* handhaaft, ongeacht of hierover contractuele afspraken werden gemaakt of niet.

²⁷³ Artikel 1135 B.W.

²⁷⁴ G. MCCORMACK, *op. cit. supra* voetnoot 4, 23-24. Hier kan men zich echter afvragen of een *Chinese wall* clause zonder meer in bepaalde gevallen niet strijdig kan worden geacht met artikel 32, 11° W.H.P.C. (zie ook *supra* voetnoot 256). Daarom is het allicht aangewezen om te werken met een *restricted list* (zie *infra* paragraaf 4), zodat vermeden wordt dat überhaupt gehandeld wordt op basis van informatie die binnen de MFI aanwezig is, zij het aan de andere kant van de muur.

²⁷⁵ Zie *supra* paragraaf 3.

Tegen dergelijke vordering lijkt de Chinese muur geen verweer te kunnen bieden: ook al werden de voordelen behaald door een andere afdeling, ook al wist de afdeling waarmee de belegger handelde niet dat deze voordelen werden behaald, het blijven voordelen die de lasthebber als juridisch persoon heeft verkregen en die dus moeten worden afgestaan. Ook op dit vlak is het betreuwenswaardig dat het financieel recht de relatie tussen de Chinese muur en het gemeenrecht niet heeft verduidelijkt. De enige oplossing is dan ook een clause in het contract met de cliënten op te nemen waarin vooraf wordt overeengekomen dat de financiële instelling deze voordelen mag behouden. Maar opdat dergelijke clause onder artikel 1993 B.W. geldig zou zijn, dient de financiële instelling wel volledig en correcte informatie te verstrekken over welke deze voordelen allemaal kunnen zijn, wat in de praktijk niet altijd even eenvoudig zal blijken.

e. De onthouding als verweer

1. Artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten schrijft voor dat de bemiddelaar "in voorkomend geval" dient te weigeren op te treden indien zich een niet te elimineren belangenconflict voordoet.²⁷⁶
2. Deze regel zal de bemiddelaar vooreerst verbieden een transactie voor eigen rekening door te voeren wanneer deze in strijd zou zijn met de belangen van een cliënt die hij contractueel verplicht is te behartigen. Dit principe verbiedt dus bijvoorbeeld het zogenaamde *front running* en *scalping*.²⁷⁷
3. Wanneer een financiële instelling in het kader van een bestaande contractuele relatie met een cliënt echter zou weigeren een door de belegger gevraagde transactie uit te voeren, is dit normaliter een inbreuk op dit contract. Bovendien kan het weigeren een verrichting uit te voeren in bepaalde gevallen in strijd zijn met de verplichting van de bemiddelaar om zich optimaal in te zetten voor de belangen van zijn cliënt.²⁷⁸ De vraag stelt zich dan ook of de financiële instelling hiervoor tegenover die cliënt aansprakelijk is. Dit zal afhangen van het antwoord op de vraag of een normaal zorgvuldige financiële instelling in dezelfde omstandigheden ook zou weigeren die opdracht uit te voeren.
4. Indien er een *abstain rule* is, dan kan de financiële instelling zich hierop beroepen om zich te verweren tegen een aansprakelijkheidsvordering van de cliënt. Ons inziens is er geen gemeenrechtelijke *abstain rule* die de financiële instelling zou verhinderen een transactie uit te voeren wanneer deze geconfronteerd wordt met een tegenstrijdig belang.²⁷⁹ Men zou dus deze regel in artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten als dergelijke *abstain rule* kunnen interpreteren, maar is dit wel de functie ervan?

²⁷⁶ Er bestaat een mogelijke verwarring tussen de regel dat de bemiddelaar belangenconflicten moet vermijden indien mogelijk en de regel dat de bemiddelaar eventueel moet weigeren op te treden wanneer het belangenconflict onvermijdbaar is. In het eerste geval dient de financiële instelling ervoor te zorgen dat zij geen verbintenissen tegenover cliënten aangaat die in strijd zouden zijn met eigen belangen of belangen van anderen die de bemiddelaar reeds krachtens bestaande verbintenissen dient te behartigen. In het tweede geval wordt de bemiddelaar geconfronteerd met een conflict tussen een eigen belang of een belang dat hij voor rekening van een andere cliënt dient te behartigen en een reeds aangegane verbintenis tegenover een cliënt.

²⁷⁷ Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, supra voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 111, en Core Conduct of Business Rules for Professionals, punt 28; Regel B-2304/2 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, B.S., 8 juni 2001); zie ook D. TIREZ, "Artikel 36...", loc. cit. supra voetnoot 122, 367, voetnoot 78. Zie echter E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", op. cit. supra voetnoot 41, 588, nr. 37, die hier eerder een oplossing ziet op basis van het eerste principe in artikel 36, §1, 6° dat de bemiddelaar verplicht belangenconflicten te vermijden. Ons inziens kan het belangenconflict hier echter niet worden vermeden: het belangenconflict bestaat louter en alleen doordat de MFI de twee functies (het optreden voor eigen rekening en voor rekening van beleggers) combineert; immers, ook het *niet*-doorvoeren van een bepaalde transactie voor eigen rekening is aan hetzelfde belangenconflict onderhevig. Het beslissen in dergelijke situatie niet te ageren is dus een onthouding van tussenkomst in een situatie waar een onvermijdbaar belangenconflict bestaat. Zie over deze misbruiken ook supra voetnoot 16.

²⁷⁸ Artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten; zie supra paragraaf 1.

²⁷⁹ Zie supra paragrafen 1 en 2.

Wanneer we naar de herkomst van dit principe gaan kijken, met name de Anglo-Amerikaanse *fiduciary duties*, dan zien we dat de verplichting tot onthouding voornamelijk dient om die gevallen op te vangen waar bekendmaking van het belangenconflict niet is toegelaten omdat de relevante informatie vertrouwelijk is. In dat geval komt de plicht tot *full disclosure* tegenover de ene cliënt in botsing met de plicht tot confidentialiteit tegenover een andere cliënt.²⁸⁰ Het is enkel in dat geval dat het onthouden van elke tussenkomst de enige oplossing vormt voor het belangenconflict.²⁸¹ Bekeken vanuit het standpunt van de financiële instelling verdient het in elk geval de voorkeur dergelijke kwesties vooraf te regelen door middel van expliciete contractuele clausules, zoals bijvoorbeeld *no-recommendation*, *restricted list* of zelfs *stop list clauses*.²⁸²

5. Met betrekking tot vermogensbeheer en beleggingsadvies is er een reglementair verbod voor de financiële instelling om enige transactie uit te voeren of aan te bevelen waarbij deze enig ander persoonlijk belang heeft.²⁸³ Vermits deze regel een specifieke handeling verbiedt, waarbij aan de financiële instelling geen appreciatiemarge wordt gelaten, is elke overtreding ervan *ipso facto* een fout.²⁸⁴ Dit is dus duidelijk wel een expliciete *abstain rule*.²⁸⁵ Overigens kan men zich afvragen hoe een grote financiële instelling in ons land met naleving van dit verbod nog "goed" beleggingsadvies kan geven: in een kleine markt zoals de Belgische zijn dergelijke financiële instellingen immers in zeer veel gevallen wel op een andere manier betrokken bij de beschikbare financiële instrumenten. Het zou ons dan ook erg verwonderen als deze regel in de praktijk strikt wordt nageleefd.

f. Een bijzondere onthoudingsregel: het optreden als tegenpartij

1. Een bijzondere onthoudingsregel bestaat wel met betrekking tot het optreden van de financiële instelling als tegenpartij in de voor rekening van de cliënt verrichte transacties: zoals hoger besproken, is volgens het gemeenrecht hiervoor de toestemming van de cliënt vereist.²⁸⁶ Op dit vlak bevat het financieel recht versoepelingen ten opzichte van het gemeenrecht.

2. Zo mag de bemiddelaar wel als tegenpartij van zijn cliënt optreden wanneer de transactie wordt uitgevoerd op de gereguleerde markt.²⁸⁷ Hiervoor is zelfs niet vereist dat de cliënt vooraf wordt ingelicht. Deze regel wordt soms verantwoord op basis van de minieme kans op benadeling van de cliënt wanneer de transactie wordt uitgevoerd aan de objectieve transactie-

²⁸⁰ R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 25.

²⁸¹ Zonder dergelijke onthoudingsregels zou men geneigd kunnen zijn de confidentialiteitsplicht voorrang te verlenen, zoals bv. voorgesteld door X. DIEUX, *op. cit. supra* voetnoot 36, 309. Maar in dat geval worden de belangen van de private belegger zonder enige reden opgeofferd aan de *corporate interests*. Zie bv. *Black v. Shearson Hammil & Co*, 72 Cal Rpt 157, 161 (1968): "we have been given no sufficient reason for permitting a person to avoid one fiduciary obligation by accepting another which conflicts with it [...] The officer-director's conflict in duties is the classic problem encountered by one who serves two masters. It should not be resolved by weighing the conflicting duties; it should be avoided in advance [...] or terminated when it appears." (geciteerd in N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 57, 159).

²⁸² Ook dit is naar oorsprong een profylactisch middel afkomstig uit de problematiek van het misbruik van voorwetenschap, doorgaans gecombineerd toegepast met een Chinese muur. Zie N.S. POSER, "Chinese wall or Emperor's New Clothes?", *The Company Lawyer*, 1988, Vol. 9, (159), 161-162, en (203), 208-209. Mits enige aanpassing kan men deze lijst echter uitbreiden met effecten waarbij andere afdelingen van de MFI potentieel met de beleggers strijdige belangen hebben. Zie M. LIPTON & R. MAZUR, "The Chinese wall Solution to the Conflict Problems of Securities Firms", *N.Y.U.L.Rev.*, 1975, Vol. 50, (459), 466-468; R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 25-26 & 32; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 230-231.

²⁸³ Artikelen 79, §1, lid 2 en 127, §2 Wet Secundaire Markten.

²⁸⁴ D. ROGER & M. SALMON, *op. cit. supra* voetnoot 37, 397, nr. 28. Zie ook *supra* voetnoot 190.

²⁸⁵ Zie M. DE LUYCK & T. PAELINCK, *op. cit. supra* voetnoot 213, 69, die deze regel echter als een maatregel om belangenconflicten te voorkomen zien.

²⁸⁶ Zie *supra* paragrafen 1 en 3.

²⁸⁷ Artikel 38, lid 1 Wet Secundaire Markten. Vroeger voorzag artikel 75bis Wet 30 december 1867 een algemeen verbod voor wisselagenten om als tegenpartij op te treden voor door hen voor hun cliënten uitgevoerde orders. Artikel 24 W.F.T.F.M., dat door de Wet Secundaire Markten werd opgeheven, verving dit verbod door het huidige systeem.

voorwaarden die gelden op de gereguleerde markt.²⁸⁸ In de door ons voorgestelde interpretatie van het gemeenrecht, waarin de problematiek van de belangentegenstellingen ook op basis van het principe vervat in artikel 1993 B.W. wordt benaderd,²⁸⁹ is deze regel ook te justifyen op basis van de veronderstelling dat deze markt voldoende liquide is, zodat kan worden aangenomen dat de financiële instelling sowieso een tegenpartij voor haar voorgenomen transactie aan deze voorwaarden had gevonden, en geen extra voordeel heeft verkregen "door of naar aanleiding van" het uitvoeren van de opdracht voor rekening van de cliënt.²⁹⁰

Buiten de gereguleerde markten mag de bemiddelaar enkel als tegenpartij van zijn cliënt optreden wanneer dit vooraf aan de cliënt wordt gemeld.²⁹¹ Ook dit is een versoepeling ten opzichte van het gemeenrecht, dat de toestemming van de cliënt vereist. Deze afwijking lijkt verantwoord omdat telkens wachten op de toestemming van de cliënt het efficiënt beheer zou kunnen in de weg staan.²⁹² In feite wordt de toestemming van de cliënt dus vermoed, tenzij deze zich uitdrukkelijk tegen de door de financiële instelling voorgenomen en aan de cliënt gemelde transactie heeft verzet.²⁹³

3. Voor vennootschappen voor vermogensbeheer, daarentegen, geldt zonder uitzonderingen een verbod om op te treden als tegenpartij voor hun cliënten.²⁹⁴ De *ratio* voor deze strengere regel zou gelegen zijn in het verhoogde risico op misbruiken inzake belangenconflicten bij het vermogensbeheer, omdat de financiële instelling hier niet alleen door de cliënt gevraagde transacties uitvoert maar zelf op discretionaire wijze kiest welke transacties voor de belegger worden verricht. Zelfs al werden de uitgevoerde transacties op zich aan de best beschikbare voorwaarden uitgevoerd, dan nog dient de keuze van de transactie ten opzichte van mogelijke alternatieve verrichtingen te worden beoordeeld. Vermits dergelijke beoordeling achteraf en van buiten uit moeilijker is, lijkt een algemeen verbod meer aangewezen.²⁹⁵

4. Maar als de basis voor deze strengere regel ligt in het discretionaire karakter van het vermogensbeheer, waarom geldt deze regel dan niet voor kredietinstellingen en beursvennootschappen die aan vermogensbeheer doen?²⁹⁶ Is het dan niet consequenter om deze strenge regel toe te passen op elke activiteit van vermogensbeheer, ongeacht door welk type financiële instelling deze wordt verricht? En meer, is het dan niet nuttig dit verbod ook toe te passen bij

²⁸⁸ J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 180.

²⁸⁹ Zie *supra* paragraaf 3.

²⁹⁰ In deze interpretatie is deze regel dan ook geen afwijking van het gemeenrecht maar een verbijzondering die beter toestaat het gemeenrechtelijk principe in deze materie toe te passen.

²⁹¹ Artikel 38, lid 1 Wet Secundaire Markten. Compensatie buiten de gereguleerde markt tussen orders in op de gereguleerde markt verhandelde financiële instrumenten is echter verboden. Zie artikel 38, lid 2 Wet Secundaire Markten. Dit verbod moet gezien worden als een corrolarium van de beursdwang voorzien in artikel 37, lid 1 Wet Secundaire Markten: het moet ervoor zorgen dat zo veel mogelijk transacties werkelijk op de gereguleerde markt worden uitgevoerd, zodat de op deze markt geldende transactievoorwaarden de gehele markt in het betreffende effect weerspiegelen. Zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 189-190, nr. 265; zie ook reeds *supra* voetnoot 198.

²⁹² J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 181, die stelt dat dit voor kritiek vatbaar is maar, merkwaardig genoeg, de inhoud van deze kritiek dan niet uiteenzet. Deze afwijking van het gemeenrecht sluit overigens ook aan bij het principe dat het aanvaarden zonder voorbehoud of protest van een borderel door een vaste cliënt van een bemiddelaar wordt aanvaard als (weerlegbaar) vermoeden voor het in het borderel bevestigde order; deze afwijking van artikel 1341 B.W. wordt immers niet alleen gebaseerd op de gewoonte, maar ook op de noodzaak in beursoperaties de noodzakelijke soepelheid en snelheid mogelijk te maken. Zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 184, nr. 259.

²⁹³ Verslag namens de Commissie voor de Financiën, W.F.T.F.M., *Parl.St.*, Kamer, 1989-90, nr. 1156/5, 139; P. LEFEBVRE, "Civielrechtelijke gevolgen van inbreuken op de nieuwe financiële wetgeving: de wet van 6 april 1995", in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Maklu, Antwerpen, 1996, (403), 430, nr. 35.

²⁹⁴ artikel 79, §2, lid 1 Wet Secundaire Markten.

²⁹⁵ Cf. J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 182.

²⁹⁶ Artikel 79, §2, lid 1 Wet Secundaire Markten, vermeldt alleen de vennootschappen voor vermogensbeheer en de hier buiten beschouwing gelaten vennootschappen voor plaatsing van orders in financiële instrumenten, en artikel 45, 1° van diezelfde Wet verklaart deze bepaling niet van toepassing op de kredietinstellingen die aan vermogensbeheer doen. Kredietinstellingen en beursvennootschappen die vermogensbeheer voeren, mogen dus zelf als tegenpartij optreden onder de meer algemene voorwaarden bepaald in artikel 38 Wet Secundaire Markten.

financiële transacties die, alhoewel ze geen vermogensbeheer uitmaken, toch aan de financiële instelling een zekere discretionaire macht geven om voor de cliënt keuzen te maken, bijvoorbeeld inzake het vaststellen van de transactievoorwaarden binnen bepaalde marges? Men kan immers argumenteren dat indien de bemiddelaar bij de uitvoering van de transactie een beoordelingsmarge met betrekking tot de prijs had, de uitoefening hiervan in strijd zou kunnen komen met het gemeenrecht én artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, óók wanneer deze uitvoering plaatsvindt op een gereguleerde markt, zodat de toelating voorzien door artikel 38 Wet Secundaire Markten hier niet zou gelden.²⁹⁷

5. Voor ICB's geldt een verbod op het optreden als tegenpartij in beleggingstransacties buiten een gereguleerde markt.²⁹⁸ Het toelaten van *self dealing* op de gereguleerde markt is ook hier blijkbaar gebaseerd op de veronderstelling dat wegens de objectieve transactievoorwaarden op en de voldoende liquiditeit van die markten, misbruiken voldoende worden uitgesloten,²⁹⁹ en de zelf als tegenpartij optredende tussenpersoon het voordeel van het bestaan de transactie sowieso zou hebben kunnen verwerven. Wel merkwaardig is dat het verbod niet geldt voor het inschrijven op effecten waarvan de openbare uitgifte aan de bewaarder of aan een bestuurder van de ICB is opgedragen, precies een type transactie dat als een schoolvoorbeeld van de problematiek inzake belangentegenstellingen kan worden beschouwd.³⁰⁰ Dit verbod geldt ook niet voor transacties die geen effectenverrichtingen zijn, zoals het aanhouden van liquiditeiten bij de bewaarder of een bestuurder, zodat men aanneemt dat op basis van de bestaande reglementering een verbonden instelling wel als bewaarder kan optreden of de financiële dienst voor de ICB kan verzorgen.³⁰¹ Hoger hebben we echter reeds aangegeven hoe men toch kan argumenteren dat dergelijke combinatie van functies kan worden aangevochten op basis van artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten.³⁰²

g. Faire behandeling van de cliënt en inlossen van diens verwachtingen

1. De bemiddelaar mag niet op een "onfaire wijze" zijn eigen belangen boven de belangen van zijn cliënten plaatsen.³⁰³ Ook dit is op zich beschouwd een wat mysterieuze norm.

²⁹⁷ Cf. P. LEFEBVRE, *op. cit. supra* voetnoot 293, 431, nr. 37. Indien de bemiddelaar over een zekere beoordelingsmarge beschikt bij de uitvoering van een order voor een cliënt, is hij verplicht binnen deze marge te kiezen voor de optimale behartiging van de belangen van de cliënt. Treedt de bemiddelaar zelf als tegenpartij op – bij een transactie op een gereguleerde markt of na mededeling aan de cliënt buiten dergelijke markt – en zijn de hierbij toegepaste transactievoorwaarden niet de best mogelijke binnen de gegeven beoordelingsmarge van de bemiddelaar, dan kan er een inbreuk zijn op het gemeenrecht én op artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten: de cliënt zal moeten bewijzen dat het missen van de betere kans te wijten was aan de fout van de bemiddelaar (we gaan er hier dus vanuit dat artikel 36, §3 Wet Secundaire Markten, als een weerlegbaar vermoeden moet worden geïnterpreteerd; zie hierover *supra* paragraaf 5). Dat betekent dan ook dat indien de bemiddelaar een discretionaire marge had en binnen deze marge de beste oplossing voor de cliënt heeft gekozen – die toevallig deze was waarbij de bemiddelaar zelf als tegenpartij optreedt – er op basis van de *ratio* van artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten, geen reden is om te besluiten dat deze transactie toch onrechtmatig was. Zie bv. artikel 8, §3, 1° Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996, err.: *B.S.*, 5 december 1996), dat de leden verbiedt een order voor eigen rekening of voor een rekening waarin zij een belang hebben op de markt te koppelen met een order voor rekening van een cliënt voor wie hij als *broker* optreedt; het lid dient steeds een noteringsaanvraag op de markt in te voeren en beide orders enkel op die markt met elkaar koppelen indien de voorwaarden die hij biedt beter zijn dan die aangeboden door de andere *trading members*. Zie ook artikel 8, §3, 2° Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996, err.: *B.S.*, 5 december 1996), voor een analoge bepaling in verband met compensatie op de markt.

²⁹⁸ Het verbod geldt niet voor transacties met betrekking tot de rechten van deelneming in de ICB zelf. Zie artikel 20 K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging, *B.S.*, 9 maart 1991. Dit verbod geldt voor de beheersvennootschap, de bewaarder, en voor de bestuurders, natuurlijke personen belast met het dagelijks bestuur, zaakvoerders, directeuren en procuratiehouders van de beheersvennootschap, de bewaarder of de beleggingsinstelling.

²⁹⁹ J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 244; J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 450.

³⁰⁰ Dergelijke verrichtingen moeten wel in het jaarverslag worden besproken.

³⁰¹ J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, *op. cit. supra* voetnoot 5, 232; J.-L. DUPLAT, *op. cit. supra* voetnoot 163, 450.

³⁰² Zie *supra* paragraaf 4.

³⁰³ artikel 36, §1, 6° Wet Secundaire Markten.

Volgens het gemeenrecht mag een lasthebber *nooit* zijn eigen belang *boven* dit van de lastgever plaatsen: dat zou immers impliceren dat hij tekortschiet aan zijn plicht het belang van de cliënt te optimaliseren.³⁰⁴ Betekent deze norm dan dat hier een minder strenge plicht geldt? Dit zou niet te verenigen zijn met artikel 36, §1, 2^o Wet Secundaire Markten,³⁰⁵ dat de optimaliseringsplicht van het gemeenrecht expliciet herhaalt. Bovendien kan men zich afvragen wanneer het laten primeren van andere belangen dan deze van de cliënt dan wel "fair" zou zijn.

2. Deze regel is overgenomen uit het Verenigd Koninkrijk, waar de functie ervan voornamelijk betrekking heeft op het vaststellen van de vergoeding van de financiële instelling.³⁰⁶ In die context heeft dergelijke norm inderdaad zin: het belang van de financiële instelling met betrekking tot zijn eigen vergoeding is inderdaad rechtmatig, en de financiële instelling mag dit belang dan ook behartigen, ook al is het vanzelfsprekend strijdig met de belangen van de cliënt.³⁰⁷ De norm stelt dan dat de financiële instelling bij het vaststellen van haar vergoedingen als een redelijke persoon moet handelen.

Op die manier beschouwd, is deze norm echter geen afwijking van ons gemeenrecht: algemeen wordt reeds aangenomen dat een contractpartij die contractueel de bevoegdheid heeft gekregen een bindende partijbeslissing te nemen – of een handelaar die bij gebrek aan expliciete contractuele afspraak over de hoogte van zijn vergoeding op basis van het gewoonterecht eenzijdig de vergoeding vaststelt³⁰⁸ – zich hierbij dient te gedragen zoals een normaal zorgvuldig persoon, naar redelijkheid en billijkheid.³⁰⁹ Wel kan weer worden vastgesteld dat deze wettelijke norm in die zin begrepen overbodig is, en alleen maar verwarring en onduidelijkheid kan creëren.

3. Het moeten voldoen aan de rechtmatige verwachtingen van de cliënt inzake het primeren van zijn belangen, lijkt dan weer gewoon een toepassing te zijn van de vertrouwensleer.³¹⁰ Door het opnemen van deze regel in een bepaling die aangeeft hoe belangenconflicten moeten worden behandeld, ontstaat ons inziens echter onnodige verwarring.

De inhoud van deze regel lijkt afkomstig uit de criteria die uit de rechtspraak in *common law* landen wordt afgeleid om te bepalen in welke gevallen een commerciële dienstverlener bij het adviseren van cliënten als een *fiduciary* moet worden beschouwd: *fiduciary duties* worden in dergelijke gevallen immers enkel opgelegd indien de cliënt op basis van de omstandigheden de rechtmatige "*expectation*" had dat de geleverde prestatie louter en alleen op basis van zijn belangen zou worden gebaseerd.³¹¹ Zo wordt bijvoorbeeld een *broker-dealer* niet noodzakelijk als een *fiduciary* beschouwd,³¹² maar een financiële instelling die als adviseur van een belegger optreedt over het algemeen wel.³¹³ Het criterium van het gewekte vertrouwen kan dus helpen om de gevallen waarin belangenconflicten een juridisch probleem vormen te identificeren.³¹⁴ Het

³⁰⁴ De enige uitzondering hierop is het belang van de lasthebber inzake zijn vergoeding. Zie *supra* paragrafen 2 en 4.

³⁰⁵ Zie *supra* paragraaf 1.

³⁰⁶ Zie E. WYMEERSCH, "Les règles de conduite...", *op. cit. supra* voetnoot 41, 589, nr. 41.

³⁰⁷ Zie E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, *op. cit. supra* voetnoot 7, 308, nr. 18.

³⁰⁸ Dit algemene commerciële principe, dat voorziet dat prestaties geleverd door handelaars vermoed worden vergoed te moeten worden, is ook van toepassing op het commercieel mandaat en de commissie. Bij ontbreken van contractuele afspraken ter zake, mag de lasthebber of commissionair de volgens de gewoonte gebruikelijke vergoeding eisen. Zie J. VAN RYN & J. HEENEN, *op. cit. supra* voetnoot 41, 12, nr. 11; L. FREDERICQ, *op. cit. supra* voetnoot 67, 270, nr. 236; C. PAULUS & R. BOES, *op. cit. supra* voetnoot 74, 114, nr. 185; P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 39-40, nr. 15-17.

³⁰⁹ P.A. FORIERS, *op. cit. supra* voetnoot 40, 40-41, nr. 18; M.E. STORME, "De bepaling van het voorwerp van een verbintenis bij partijbeslissing", *T.P.R.*, 1988, (1259), 1263-1264, nr. 3-4, 1270-1272, nr. 11, en 1287, nr. 27.

³¹⁰ L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 649, nr. 26; J.-F. ROMAIN, "Du contrat avec soi-même et des conflits d'intérêts...", *loc. cit. supra* voetnoot 45, 179.

³¹¹ Zie P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 12 en 14.

³¹² Zie hierover L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown & Co., Boston, 1983, 946-977.

³¹³ P.R. WOOD, *op. cit. supra* voetnoot 14, 63.

³¹⁴ Enkel in de mate dat de juridische opdracht van de dienstverlener bestaat in het behartigen van de belangen van de cliënt en de dienstverlener hierbij enige handelingsvrijheid heeft, kunnen deze belangen in zijn hoofde in conflict

geeft echter geen enkele bijkomende inhoudelijke gedragsnorm over hoe de dienstverlener zich moet gedragen eens met een belangenconflict geconfronteerd, naast het principe reeds opgenomen in artikel 36, §1, 2° Wet Secundaire Markten.³¹⁵

IV. CONCLUSIES

A. HET GEMEENRECHT MIST TOEPASSINGSMODALITEITEN

1. Uit het onderzoek van het gemeenrecht is gebleken dat het bestaan van een belangenconflict in hoofde van een MFI op zich niet verboden is, noch onderworpen is aan specifieke regels. Zo lang de financiële instelling haar opdracht ten voordele van de belegger als een goed huisvader uitvoert – wat wel impliceert dat deze instelling de belangen van de belegger niet minder dan optimaal tracht te behartigen omdat zij tevens andere, hiermee strijdige belangen heeft – heeft zij haar contractuele verbintenissen correct uitgevoerd. Wanneer en in de mate dat de verhouding tussen de belegger en de MFI als een lastgeving kan worden gekwalificeerd, zal de financiële instelling wel gehouden zijn alle voordelen die zij verwezenlijkt door of naar aanleiding van de uitvoering van de opdracht aan de belegger over te maken, tenzij deze belegger hierover volledig en correct geïnformeerd haar de toestemming geeft deze voordelen te behouden.

2. In de context van de relatie tussen MFI's en (private) beleggers creëren deze principes moeilijkheden. Enerzijds zal de belegger, hoewel hij in principe in rechte kan opkomen tegen gedrag waarbij de MFI zijn belangen heeft opgeofferd aan andere belangen en dus niet maximaal heeft behartigd, in de praktijk bijzonder moeilijk dergelijke misbruiken kunnen opmerken of vaststellen, laat staan bewijzen. Bovendien zal het hierdoor geleden verlies, de gederfde inkomsten of de gemiste kans in veel gevallen niet groot genoeg zijn om op te wegen tegen de kosten die met een procedure gepaard gaan. Anderzijds is het toepassen van de verplichting alle voordelen aan de belegger af te staan bijzonder moeilijk bij MFI's, vermits de verkregen voordelen niet altijd even eenduidig te identificeren en te kwantificeren zijn.

B. EN HET FINANCIËEL RECHT?

1. Naast aan het gemeenrecht is de relatie tussen een MFI en een belegger echter ook onderhevig aan bijzondere financieelrechtelijke regels. Men zou mogen verwachten dat deze regels de tekortkomingen van het gemeenrecht opvangen, maar dit blijkt niet het geval te zijn.

2. De bijzondere financieelrechtelijke gedragsregels relevant met betrekking tot de problematiek van de belangenconflicten blijken bij nader inzien inhoudelijk de algemene zorgvuldigheidsnorm te herhalen, zij het soms op een manier die aanleiding kan geven tot onduidelijkheid en verwarring.³¹⁶ In die zin creëert deze reglementering enerzijds juridische onzekerheid en anderzijds een “vals” gevoel van extra bescherming van de belegger.³¹⁷

Slechts in enkele gevallen, die bovendien niet erg systematisch blijken te zijn gekozen, heeft de regelgever bijzondere gedragsregels opgelegd die inhoudelijk specifiekere zijn dan het gemeenrecht.³¹⁸ Hierdoor ontstaat het gevaar dat deze regels als een soort *checklist* worden opgevat: vermits de MFI's deze specifieke regels als houvast kunnen beschouwen, is er een kans dat hun waakzaamheid in andere, niet specifiek gereguleerde gevallen verdwijnt of

komen met andere belangen. Het rechtmatig vertrouwen zal mede bepalen in welke gevallen de belangenbehartiging een impliciet onderdeel van de overeenkomst uitmaakt. *Cf. supra* paragraaf 3.

³¹⁵ Zie *supra* paragraaf 1. In het Anglo-Amerikaanse gemeenrecht stelt dit probleem zich niet: daar zal, eens vastgesteld dat de financiële instelling als *fiduciary* moet worden beschouwd omdat dit met de rechtmatige verwachtingen van de belegger overeenstemt, de strikte fiduciaire *no-conflict rule* van toepassing zijn. Zie *supra* paragraaf 2.

³¹⁶ Zie bv. *supra* paragrafen 5, 3, en 1-3.

³¹⁷ *Cf.* K. DEBOUTTE & R. FELTKAMP, *op. cit. supra* voetnoot 193, 375-376, nr. 22; meer algemeen, zie ook A. BRUYNEEL, *op. cit. supra* voetnoot 45, 523-525.

³¹⁸ Zie bv. *supra* paragrafen 5 en 6.

tekortschiet.³¹⁹ Doordat sanctiëring op basis van de algemene zorgvuldigheidsnorm van gedragingen die niet in strijd zijn met deze specifieke gedragsregels moeilijker wordt, bestaat het risico dat het juridisch beschermingsniveau van de belegger in feite wordt verlaagd.

Met betrekking tot de toepassing van het principe vastgelegd in artikel 1993 B.W. op de relatie tussen de belegger en de MFI, biedt de financiële reglementering quasi-geen hulp: slechts in één bijzonder geval – het vermogensbeheer en beleggingsadvies – heeft de regelgever hierover een bijzondere regel geformuleerd,³²⁰ maar deze is zo beperkt en zo specifiek dat ook hier weer interpretatieproblemen kunnen ontstaan.

1. Bovendien – en dit mag toch echt verwondering wekken – blijkt het toepassingsgebied van deze financieelrechtelijke gedragsregels in veel gevallen niet bijzonder functioneel te zijn afgebakend. Toegegeven, ten opzichte van het gemeenrecht heeft artikel 36 Wet Secundaire Markten, als voordeel dat deze normen van toepassing zijn op *alle* relaties tussen bemiddelaars en beleggers met betrekking tot transacties in financiële instrumenten, ook wanneer deze niet van contractuele aard zijn – bijvoorbeeld in de precontractuele fase – of wanneer het contract op basis van het gemeenrecht geen strikte loyauteplicht bevat. Maar anderzijds zijn er een aantal niet-verantwoorde beperkingen van het toepassingsgebied van deze regels.

2. Zo gelden deze principes merkwaardig genoeg niet voor vennootschappen voor beleggingsadvies, ICB's, de bemiddelaars in beleggingsinstrumenten met betrekking tot grondstoffen, de agenten, en de bemiddelaars inzake de valutahandel.³²¹ Ook uitgesloten uit het werkingsveld zijn verrichtingen met betrekking tot andere beleggingsobjecten dan financiële instrumenten, zoals deze zijn gedefinieerd in de Wet Secundaire Markten.³²² Verzekeringsondernemingen en kredietinstellingen met betrekking tot hun activiteiten bij het verdelen van verzekeringsproducten vallen dus niet onder deze regels.³²³ In het licht van de vaststelling dat de scheidingslijn tussen sommige verzekeringsproducten en financiële beleggingsinstrumenten bijzonder dun wordt,³²⁴ is dit ongewenst.³²⁵ Ons inziens ware het beter geweest een werkelijk "*level playing field*" te

³¹⁹ Cf. IOSCO, *Conflicts of Interest of CIS Operators*, supra voetnoot 7, p. 15; zie ook D. WALKER (Chairman van de Britse SIB), *op. cit. supra* voetnoot 34, 374 ("[I]t is not the case that complex business activities call for complex regulation: very often, the best guide comes from a clear statement of simple, underlying principles"). Bovendien creëren al te specifieke gedragsregels mogelijkheden tot ontwijking. IOSCO, *Conflicts of Interest of CIS Operators*, supra voetnoot 7, p. 16.

³²⁰ Zie *supra* paragrafen 5-6.

³²¹ Artikel 36, §1 Wet Secundaire Markten, verwijst voor het toepassingsgebied *ratione personae* immers naar de "bemiddelaars" bedoeld in de artikelen 2, §1, en 34, en dit zijn in essentie de kredietinstellingen, beursvennootschappen, vennootschappen voor vermogensbeheer en de vennootschappen voor plaatsing van orders in financiële instrumenten (zie L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 626, nr. 3; zie ook D. ROGER & M. SALMON, *op. cit. supra* voetnoot 37, 394, nr. 5, die de uitsluiting van de vennootschappen voor beleggingsadvies te betreuren vindt). Wellicht is dit te verklaren doordat deze ondernemingen niet vallen onder de RBD, een van de inspiratiebronnen van en de concrete aanleiding voor het invoeren van deze gedragsregels in onze wetgeving. Zie artikel 3.1, RBD.

³²² Zie de in artikel 1, §1 Wet Secundaire Markten opgesomde instrumenten; artikel 1, §2 en artikel 30 geven de Koning echter de mogelijkheid om ook andere beleggingsobjecten waarvoor een gereglementeerde markt wordt gecreëerd binnen het toepassingsgebied te brengen. Zo bv. artikel 2 K.B. van 22 december 1995 houdende de oprichting en inrichting van de Belgische Future- en Optiebeurs, *B.S.*, 6 januari 1996.

³²³ J.-F. ROMAIN, "La « bancassurfinance » et le statut des intermédiaires financiers primaires et secondaires. Réflexions générales et examen synthétique de certains régimes particuliers", in M. TISON (ed.), *Bancassurfinance*, Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium nr. 11, Bruylant, Brussel, 2000, (183), 200, nr. 9. Door het combineren van verzekerings-, krediet- en beleggingsverrichtingen binnen één groep ontstaan allerlei belangenconflicten, maar de wettelijke regeling die het combineren van verzekeringsactiviteiten met andere financiële activiteiten mogelijk maakt behandelt ze niet. Zie K. BERNAUW, *op. cit. supra* voetnoot 129, 159.

³²⁴ Dit geldt vooral voor de zogenaamde Tak 23 (levensverzekeringen in verband met beleggingsfondsen) en Tak 27 (pensioenfondsen) producten. Zie R. EVERAERT, *op. cit. supra* voetnoot 177, 1998/6, 328; E. WYMEERSCH, *op. cit. supra* voetnoot 161, 215-216 en 221. Voor de indeling van de verzekeringsproducten in takken, zie Bijlage I K.B. van 22 februari 1991 houdende algemeen reglement betreffende de controle op de verzekeringsondernemingen, *B.S.*, 11 april 1991, zoals gewijzigd.

³²⁵ Zie ook J.-F. ROMAIN, *op. cit. supra* voetnoot 323, 200-201, nr. 9.

creëren met dezelfde fundamentele gedragsregels voor alle financiële instellingen en activiteiten.³²⁶

3. Er wordt opgemerkt dat de gedragsregels van artikel 36 Wet Secundaire Markten, enkel van toepassing zijn op "transacties" in financiële instrumenten. Het begrip transactie wordt hierbij dan in eng juridische zin geïnterpreteerd, als alleen betrekking hebbend op "juridische handelingen om over [financiële instrumenten] te beschikken, voornamelijk de aankoop, de verkoop, de ruil, de inschrijving, de prolongatie."³²⁷ De gedragsregels zouden zo alleen van toepassing zijn bij de "verhandeling" van financiële instrumenten door de bemiddelaar, waarbij er een uiteindelijke uitvoering op de markt plaatsvindt.³²⁸

Deze interpretatie heeft ons inziens onaanvaardbare gevolgen. Zo zouden adviezen verleend door bemiddelaars, al dan niet in het kader van een beleggingsadviesovereenkomst, niet onder deze regels vallen, terwijl elke mogelijke *ratio* van deze bepaling net zo goed van toepassing is op deze activiteit.³²⁹ Maar erger nog: indien men deze interpretatie consequent aanhoudt, dan zijn deze regels wel van toepassing wanneer een belegger een klacht heeft gebaseerd op een "transactie" die de bemiddelaar heeft doorgevoerd maar *niet* wanneer zijn klacht betrekking heeft op het *niet*-doorvoeren van een transactie!³³⁰ Dergelijke interpretatie zou artikel 36 Wet Secundaire Markten bovendien niet richtlijn-conform maken: artikel 11 van de RBD voorziet deze gedragsregels voor alle activiteiten van beleggingsondernemingen, zonder beperking gebaseerd op de juridische aard van de dienst.³³¹ Wij zijn dan ook van mening dat de term transactie in artikel 36 Wet Secundaire Markten ruimer dient te worden opgevat, als doelende op elk "optreden" van de bemiddelaar met betrekking tot financiële instrumenten in het kader van zijn relatie met een cliënt.

4. De bijzondere regels van toepassing op het beleggingsadvies gelden alleen wanneer dit advies wordt verstrekt op basis van een adviesovereenkomst en tegen betaling van een vergoeding.³³² In de praktijk kaderen de meeste adviezen die financiële instellingen aan (private) beleggers geven echter niet in dergelijke overeenkomst. Hier is er dus geen verplichting om deze activiteit "gescheiden" te houden van de andere werkzaamheden, en ook het verbod te adviseren over transacties waarbij de instelling enig ander persoonlijk belang heeft, geldt hier niet. De lokale agentschapsdirecteur van een kredietinstelling kan dus relatief vrij zijn cliënten losse adviezen geven; de praktijk waarbij deze agentschappen wanneer kleine beleggers hun om raad vragen vooral de "huisproducten" aanprijzen onder het mom van "deskundig advies", glipt dus door de mazen van het net.³³³

³²⁶ De verklaring van de Minister van Financiën in de Senaatscommissie dat deze gedragsregels op gelijke wijze worden opgelegd aan alle financiële tussenpersonen die zich tot het publiek richten (Verslag namens de Commissie voor de Financiën, *Parl.St.*, Senaat, 1994-1995, 1352/2, p. 96), is geen correcte omschrijving van de huidige situatie. Artikel 11, RBD voorziet enkel een minimaal te bereiken resultaat inzake beleggersbescherming. Het staat de Lid-Staten dan ook vrij strengere regels op te leggen of de regels voorzien in artikel 11 op andere dan kredietinstellingen en beleggingsondernemingen van toepassing te verklaren. Sommige Lid-Staten hebben dit ook gedaan, zoals bv. Luxemburg. Zie M. TISON, *op. cit. supra* voetnoot 20, 13.

³²⁷ J. TYTECA, "De mogelijkheid tot overdracht van genoteerde effecten buiten de beurs", *T.R.V.*, 1991, (189) 191, nr. 4; zie ook K. DEBOUTTE & R. FELTKAMP, *op. cit. supra* voetnoot 193, 369, nr. 12.

³²⁸ L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 628, nr. 5, 671, nr. 44.

³²⁹ Meer zelfs: de Minister van Financiën heeft precies problemen in verband met advisering vermeld als motief om deze gedragsregels in te voeren! Zie Verslag namens de Commissie voor de Financiën, *Parl.St.*, 1994-1995, 1352/1, 94.

³³⁰ L. CORNELIS & J. PEETERS, "Gedragsregels van bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten...", *loc. cit. supra* voetnoot 120, 629, nr. 5-6; zie ook K. DEBOUTTE & R. FELTKAMP, *op. cit. supra* voetnoot 193, 369, nr. 13.

³³¹ Artikel 11 RBD voegt er zelfs expliciet aan toe dat de Lid-Staten deze principes "in voorkomend geval" ook moeten toepassen op de zogenaamde nevendiensten, waaronder het beleggingsadvies valt.

³³² Zie artikel 119 Wet Secundaire Markten. Advies aan een cliënt ter promotie van eigen producten of wanneer de MFI optreedt als bemiddelaar tegen vergoeding van de emittent, en punctueel of occasioneel advies dat normaal hoort bij de activiteit van de bemiddelaar waarvoor de cliënt zich tot hem wendt, vallen hier dus niet onder. Zie Circulaire BA/1/92 en B92/4 van de CBF van 14 augustus 1992, *loc. cit. supra* voetnoot 42, punt 1.2.

³³³ In dit opzicht is Punt 9.2 van de Gedragscode van de Belgische Vereniging van Banken (gepubliceerd in *Bank Fin.*, 1998/4, 234-242) merkwaardig: "Wanneer u ons inlichtingen vraagt over beleggingen *die we aanbieden*, geven wij u graag objectieve informatie [...]" (cursivering toegevoegd). We vragen ons af of een normaal opmerkelijke maar

5. Ons inziens zou het nuttig zijn na te gaan of het niet wenselijk is voor de relaties tussen individuele private beleggers en bankkantoren een systeem zoals de Britse *polarization rules* te laten gelden. Onder dergelijke regeling heeft de financiële instelling die in contact treedt met de private belegger de keuze tussen twee regimes: ofwel houdt zij zich bezig met de *marketing* van eigen producten, en dan moet aan de belegger duidelijk worden gemaakt dat deze instelling *niet* onafhankelijk is; ofwel biedt de instelling zich aan als onafhankelijk, maar dan moet zij zich onthouden van het uitgeven van eigen producten.³³⁴

6. Een regulering van de problematiek inzake belangenconflicten door middel van gedragsregels die op een deontologisch-morele basis zijn geschied, is in de praktijk enkel effectief indien de middelen aanwezig zijn om in te grijpen bij schending van deze regels. In de praktijk zullen deze inbreuken echter doorgaans niet van buiten uit blijken, en zelfs indien ze kunnen worden opgemerkt, is het bijzonder moeilijk de eigenlijke schending juridisch te bewijzen.³³⁵ Het creëren van dergelijke regels zonder tegelijkertijd de structuren en interne controlemechanismen van de betrokken instellingen aan te passen, heeft dan ook weinig nut.³³⁶

7. Maar zelfs indien men erin zou slagen op basis van deze methode af en toe een financiële instelling die de regels heeft overtreden te veroordelen, dan blijft er nog een probleem. Immers, in de mate dat de reglementering ook als doel heeft het vertrouwen van de beleggers in financiële instellingen en markten te ondersteunen of bevorderen,³³⁷ is een deontologische regel met enkele sporadische veroordelingen die als voorbeeld moeten fungeren, niet erg effectief.³³⁸

8. De structurele maatregelen die het financieel recht voorschrijft, blijken niet bijzonder ver te gaan. Dit is wellicht te begrijpen, omdat het scheiden van de verschillende onderdelen van MFI's al te zeer tegen de recente evolutie ingaat om realistisch te zijn.³³⁹ Technieken zoals de *Chinese walls* worden door de MFI wel toegepast en door de reglementering vermeld, maar de precieze juridische waarde ervan in de context van de belangenconflicten is alles behalve overtuigend.

Ons inziens passen deze procedures eerder bij de problematiek van het misbruik van voorwetenschap en de bescherming van vertrouwelijke informatie, maar niet bij de belangenconflicten in het algemeen. En zelfs in de mate dat dergelijke scheidingen aan het probleem van de belangenconflicten zouden kunnen worden aangepast, blijft het probleem dat ook deze

gemiddelde kleine belegger in deze richtlijn de door ons benadrukte kwalificatie zou opmerken, en of de banken effectief niet eerder de volgende norm naleven: "Wanneer u ons inlichtingen vraagt over beleggingen, geven wij u graag (objectieve) informatie over de mogelijkheden die wij aanbieden." Overigens bevat deze Gedragscode nog een eigenaardige bepaling in Punt 6.1: "Financiële dienstverleners dienen niet alleen een louter individueel belang maar zijn actoren in het economisch en sociaal leven; zij moeten de belangen behartigen van zowel de spaarders, de kredietnemers, de aandeelhouders als hun personeel." Los van het feit dat deze formulering niet conform de aanbeveling in Punt 1.2 van dezelfde Gedragscode om alleen "klare taal te gebruiken" kan worden genoemd, lijkt ons deze formulering niet correct in het licht van wat besproken werd in deze bijdrage. Over deze Gedragscode in het algemeen, zie J.-P. BUYLE & D. GOFFAUX, "L'impact du Code de Bonne Conduite de l'Association belge des Banques", *Bank Fin.*, 2000/8, 511-515.

³³⁴ Zie R. CRANSTON, *op. cit. supra* voetnoot 8, 29; H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 232-233. Cf. FESCO, *Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection*, *supra* voetnoot 24, Core Conduct of Business Rules for Investor Protection, punt 27. Men kan denken aan een systeem geïnspireerd op de regeling die nu wordt opgelegd aan verzekeringsmakelaars door artikel 5bis Wet van 27 maart 1995 betreffende de verzekeringsbemiddeling en de distributie van verzekeringen, *B.S.*, 14 juni 1995, ingevoegd bij artikel 4 van de Wet van 11 april 1999 tot wijziging van de Wet van 27 maart 1995 betreffende de verzekeringsbemiddeling en de distributie van verzekeringen, *B.S.*, 30 april 1999.

³³⁵ Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 213; zie ook P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 41, die de effectiviteit van fiduciaire plichten als remedie tegen misbruiken inzake belangenconflicten om diezelfde reden betwijfelt.

³³⁶ Zie ook M. FLAMÉE & TH. TILQUIN, *op. cit. supra* voetnoot 37, 573-574, nr. 51.

³³⁷ Zie *supra* paragraaf 4.

³³⁸ Cf. P. FINN, *op. cit. supra* voetnoot 47, 41-42.

³³⁹ Dergelijke oplossing zou immers haaks staan op de realiteit van het conglomereren; men zou met andere woorden met de ene hand (de regulering inzake belangenconflicten) wegnemen wat men met de andere hand (het integreren van de verschillende financiële deelmarkten om de concurrentie te verhogen) heeft gegeven. Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 7.

maatregelen uiteindelijk berusten op een vertrouwen op de moraliteit van personen,³⁴⁰ hierbij echter uit het oog verliezend dat deze personen functioneren in een economische omgeving die precies de tegenovergestelde *incentives* geeft.³⁴¹

1. Het is wellicht aangewezen meer – ook economisch en empirisch – onderzoek te verrichten naar de voor- en nadelen van het combineren van functies aan de aanbod- en de vraagzijde binnen MFI’s. In het bijzonder dient te worden onderzocht in hoeverre de beweerde economische voordelen van het conglomeren niet precies door het misbruiken van belangen- tegenstellingen worden verwezenlijkt of tenminste door het uitschakelen van een normale marktwerking bij de arbitrage tussen de hierbij betrokken belangen.³⁴² Wat is bijvoorbeeld het economisch voordeel collectief vermogensbeheer (het beheer van ICB’s) en *investment banking* in één instelling onder te brengen als de ene afdeling geen gebruik mag maken van de informatie beschikbaar in de andere afdeling?³⁴³ Men zou kunnen denken aan de kostenbesparing die bij de distributie kan worden verwezenlijkt door alle financiële diensten via één netwerk van agentschappen te verdelen. Maar is dit niet alleen een voordeel in de veronderstelling dat onafhankelijke ICB’s moeilijker hun deelbewijzen kunnen verdelen via bankkantoren, wat erop wijst dat zich hier eerder een mededingingsprobleem voordoet?

C. NAAR EEN MARKTGERICHTE OPLOSSING?

1. Tot slot zouden we willen opmerken dat de huidige gangbare aanpak van de problematiek inzake de belangenconflicten ons inziens voorbijgaat aan de essentie van het fenomeen. Doorgaans wordt de regulering ter zake immers beschouwd als een compromis tussen vereisten inzake efficiëntie en de behoefte aan *fairness*.³⁴⁴ Dit is ons inziens te verklaren doordat de meeste analyses enkel aandacht hebben voor de “misbruiken” van belangentegenstellingen: dit zijn de gevallen waarin de persoon die met het belangenconflict wordt geconfronteerd het belang

³⁴⁰ Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 132 (“At the end of the day, however, very little faith should be placed in procedures. Instead the focus should be on people. The firm should employ people with integrity and should endeavour to place them within a culture which is sensitive to the management of conflicts of interest”).

³⁴¹ Zie H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 214 (“Given that the wall is largely dependent upon self-enforcement in an arena where self-interest is so prevalent it would seem unrealistic to assume at all times and in all circumstances that the wall will be completely effective”); N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 153, 203 (“The Chinese wall ultimately must depend on the ethical values of the particular persons involved. Where the financial stakes are high and the temptations great, the pressures on the ethical values of some persons are likely to be irresistible”).

³⁴² Een mooi voorbeeld hiervan vormt de evolutie van de markt van de financiële analisten de jongste decennia in de Verenigde Staten. Zie hierover R. GLANTZ, *loc. cit. supra* voetnoot 27. De oorspronkelijke afzonderlijke firma’s voor financiële analyse zijn verdwenen, doordat de commissie die ze konden aanrekenen te klein werd. In een eerste fase werden deze ondernemingen overgenomen of leeggeplunderd door *brokers*, die hogere commissies en voldoende grote cliëntenbestanden hadden om die research kost te dragen, en die geïnteresseerd waren in de financiële analyse om op basis hiervan beleggers voor zich te winnen. Na het drastisch dalen van de commissies van *brokers* door de liberalisering, bleken de kosten voor de financiële analyse voor deze onderneming niet langer houdbaar. *Investment bankers* merkten echter dat met financiële analyses klanten konden worden aangetrokken. De financiële analisten eindigden zo bij de *investment banks*, en hun inkomen is nu grotendeels afhankelijk van de opbrengst van de *investment banking* activiteit. Hun adviezen gericht aan individuele en institutionele beleggers zijn in de praktijk vooral ingegeven door de wens fondsen aan te trekken voor de *investment banking* cliënten of potentiële cliënten, en zo de *investment banking* arm van het conglomeraat te helpen cliënten vinden of te behouden. Zie onder meer L.S. UNGER (Acting Chairman van de SEC), “How Can Analysts Maintain Their Independence?”, voordracht voor het Ray Garrett Jr. Corporate and Securities Law Institute van de Northwestern University School of Law (Evanston, Illinois), <www.sec.gov/news/speech/spch477.htm>; D.W. TICE, *loc. cit. supra* voetnoot 21. Voor academische studies over dit probleem, zie onder meer R. MICHAELY & K.L. WOMACK, “Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations”, *The Review of Financial Studies*, 1999, Vol. 12, nr. 4, pp. 653-686 (die na cijfermatig onderzoek vaststellen dat de aanbevelingen van analisten van met de emittent verbonden *brokers* een *bias* vertonen ten opzichte van de adviezen van niet-verbonden analisten én minder goede beleggingsresultaten opleverden); zie ook J. COTE, “Analyst Credibility: The Investor’s Perspective”, *Journal of Managerial Issues*, 2000, Vol. 12, nr. 3, pp. 352-362.

³⁴³ N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 153, 205.

³⁴⁴ A.G. ANDERSON, “Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure”, *UCLA Rev.*, 1978, Vol. 25, (738), 748, geciteerd in N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 153, 207.

van zijn opdrachtgever niet maximaal behartigt om zo een ander belang te kunnen dienen.³⁴⁵ In die visie vormen de belangentegenstellingen juridisch een probleem inzake bevoegdheidsafwending of bevoegdheidsoverschrijding.³⁴⁶ Soms wordt hierbij zelfs opgemerkt dat regels die bijzondere rechten en plichten opleggen in de relatie tussen een begunstigde en een fiduciair nodig zijn omdat "[m]arkets do not normally achieve an efficient balance of rights and obligations in principal-agent relations."³⁴⁷ Dit lijkt ons een omkering van de realiteit. Immers, rechten en plichten worden nooit gecreëerd door markten, integendeel, markten worden gecreëerd door rechten en plichten.³⁴⁸

De essentie van de belangenconflicten is niet dat er een marktwerking is die tot een inefficiënt evenwicht zou leiden, maar wel dat het evenwicht tussen de belangen van de belegger en de MFI in belangrijke mate *niet* aan een rechtstreekse marktwerking is onderworpen. Ook wanneer er geen "misbruik" van het belangenconflict is – met andere woorden ook wanneer het belang van de belegger *niet* werd opgeofferd – blijft er een probleem: de door de MFI binnen haar beoordelingsmarge gestelde handeling kan dan al de belangen van de belegger maximaal behartigen, zij verkrijgt hierdoor tegelijkertijd zelf voordelen zonder dat *deze* economische transactie aan een normale marktwerking onderhevig was.³⁴⁹ In die zin is het fenomeen misschien wel te vergelijken met het werkveld van het mededingingsrecht: het gaat als het ware over een vorm van "verticale collusie" die de concurrentie merkbaar beperkt doordat de meeste afnemers-beleggers zich nu eenmaal slechts bij één leverancier-MFI bevoorraden.

2. De taak weggelegd voor het recht in deze situatie lijkt ons dan ook niet zozeer het opleggen van bijzondere plichten die het onevenwicht zelf trachten te corrigeren, maar wel regels te formuleren die in de mate van het mogelijke een correcte marktwerking introduceren en verzekeren voor de belangenafweging die in hoofde van de MFI plaatsvindt.

Eén van de hoofdoorzaken waardoor deze marktwerking ontbreekt is het feit dat de belegger onvoldoende informatie heeft om zelf te beoordelen of hij correct wordt behandeld of niet.³⁵⁰ Door de asymmetrische verdeling van informatie en het gebrek aan transparantie, is er onvoldoende concurrentie tussen de verschillende MFI's op basis van hoe zij belangenconflicten behandelen.³⁵¹

Welnu, dit is een typisch obstakel waarvoor het recht oplossingen kan aanbieden, met name door *disclosure* verplichtingen op te leggen. De hierdoor bevorderde transparantie zal de efficiëntie

³⁴⁵ Zie bv. H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 29 ("If the conflict situation is treated impartially or fairly then there is no cause for concern; if, however, it is abused, a problem arises").

³⁴⁶ Zie V. SIMONART, *op. cit. supra* voetnoot 1, 311-312.

³⁴⁷ J. KÖNDGEN, *op. cit. supra* voetnoot 192, 118.

³⁴⁸ Zie bv. C.R. SUNSTEIN, *Legal Reasoning and Political Conflict*, Oxford University Press, New York – Oxford, 1996, 158; S. HOLMES & C.R. SUNSTEIN, *The Cost of Rights – Why Liberty Depends on Taxes*, W.W. Norton & Company, New York – London, 1999, 61-63.

³⁴⁹ Een goed voorbeeld hiervan wordt gevormd door het fenomeen *front running*. Stel, een financiële instelling krijgt van een cliënt de opdracht een omvangrijke transactie te stellen die een invloed zal hebben op de marktcoers van een effect. De financiële instelling anticipeert op deze verrichting door eerst voor eigen rekening een analoge, kleinere transactie uit te voeren die geen merkbare invloed heeft op de marktcoers, om na het uitvoeren van de verrichting voor rekening van de cliënt voor eigen rekening een omgekeerde transactie door te voeren, hierbij profiterend van de koerswijziging die door het uitvoeren van de transactie voor rekening van de cliënt werd veroorzaakt. In dergelijk geval werd de cliënt op geen enkele manier benadeeld. Toch wordt dergelijk gedrag als onaanvaardbaar beschouwd. Zie bv. Regel B-2304/2 Marktregels van Euronext Brussels (goedgekeurd bij M.B. van 29 mei 2001, *B.S.*, 8 juni 2001); artikel 3, §2, 2°, lid 2, derde en vierde streepje Marktreglement van de Belgische Future- en Optiebeurs (9 april 1996, *B.S.*, 30 april 1996); artikel 10, §2, derde streepje *in fine* Besluit van het Comité van het Rentenfonds tot vaststelling van het marktreglement van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten (*B.S.*, 31 januari 1996).

³⁵⁰ H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 32 en 35; zie ook L. VAN DEN BERGHE & K. VERWEIRE, "Van Bankassurance en Assurfinance naar All Finance", *loc. cit. supra* voetnoot 2, 305 (de bundeling van financiële diensten kan de prijs maskeren en zo prijsvergelijking met andere dienstverleners bemoeilijken; hierdoor wordt de markttransparantie beperkt).

³⁵¹ H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 212.

van de markt verhogen.³⁵² Inzake de problematiek van de *insider dealing* is dit een verworven inzicht: de reglementering is er onder meer op gericht misbruik van voorwetenschap te vermijden door ervoor te zorgen dat koersgevoelige informatie zo snel mogelijk en op een voor alle marktdeelnemers op gelijke manier beschikbare manier wordt verspreid. *Disclosure* als remedie tegen marktinefficiënties is ook een van de belangrijkste onderliggende beleidslijnen van de reglementering van de effectenmarkten in het algemeen.³⁵³

3. Inzake belangenconflicten is de grote uitdaging af te bakenen welke informatie moet worden bekendgemaakt en in welke vorm.³⁵⁴ De financieelrechtelijke reglementering zou hier een oplossing kunnen bieden door meer precieze richtlijnen op te stellen, niet alleen over welke conflicten moeten worden gemeld, maar ook hoe. Hierbij zal niet zozeer het inventariseren van de mogelijke bestaande belangenconflicten en hun aard denkwerk vereisen, maar wel het uitwerken van methoden om de omvang van het belang van de financiële instelling te kwantificeren.³⁵⁵

De financiële instellingen hebben er belang bij vooraf precies te weten welke informatie zij moeten bekendmaken. De (private) belegger is vragende partij om enerzijds zo veel mogelijk informatie vooraf te verkrijgen, maar anderzijds deze informatie op een te begrijpen en correct in te schatten manier voorgesteld te krijgen. Alleen op die manier kunnen zij immers rationele beslissingen nemen. De financiële pers en media zouden hier een belangrijke bijdrage kunnen leveren door meer systematisch de beschikbare informatie te analyseren en de beleggers in te lichten over met welke belangenconflicten specifieke MFI geconfronteerd worden en welke de gevolgen hiervan zijn voor de prijs en de kwaliteit van de specifieke diensten die zij aanbieden.³⁵⁶

³⁵² Zie ook N.S. POSER, *op. cit. supra* voetnoot 153, 208. Zie ook IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, september 1998, te vinden op <www.iosco.org>, waar wordt erkend dat "[f]ull disclosure of information material to investors' decisions is the most important means for ensuring investor protection" (p. 6), "[i]n an efficient market, the dissemination of relevant information is timely and widespread and is reflected in the price formation process. Regulation should promote market efficiency" (p. 7), en "Ensuring timely access to information is a key to the regulation of secondary trading. Timely access to relevant information about secondary trading allows investors to better look after their own interests and reduces the risk of manipulative or other unfair trading practices." (p. 45). Zie ook het Report of IOSCO Technical Committee, *Transparency on Secondary Markets – A Synthesis of the IOSCO Debate*, december 1992, te vinden op <www.iosco.org>.

³⁵³ Zie L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown and Company, Boston, 1983, 36.

³⁵⁴ H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 228.

³⁵⁵ H. MCVEA, *op. cit. supra* voetnoot 4, 228, die specifiek wijst op de quasi-onmogelijkheid voor *market makers* om hun posities in bepaalde effecten publiek te maken, niet alleen omdat dit hun concurrentiële positie op de markt zou ondergraven, maar ook omdat deze posities voortdurend fluctueren.

³⁵⁶ Zie ook E. WYMEERSCH, *op. cit. supra* voetnoot 35, p. 3.