

# Financial Law Institute

Working Paper Series

**WP 2008-07**



**Michel TISON**

**De bescherming van de belegger in het  
kapitaalmarktrecht: de hobbelige weg  
naar een Europees *ius commune***

**May 2008**

WP 2008-07

**Michel TISON**

**De bescherming van de belegger in het  
kapitaalmarktrecht: de hobbelige weg naar een  
Europees *ius commune***

**Abstract**

*Investor protection in EU capital markets: the bumpy road towards a European  
ius commune*

*The regulatory boom in EU securities law, induced by the Financial Services Action Plan (FSAP) and the Lamfalussy-process of multi-level regulation has seen the emergence of a comprehensive body of law in the field of investor protection rules, notably under the form of information disclosure (Prospectus and Transparency Directives, Market Abuse Directive) for issuers and conduct of business rules for investment firms and credit institutions. It is often claimed that the European directives are based on the paradigm of 'maximum harmonisation', thus creating a 'common law' (ius commune) in the field of investor protection in Europe.*

*In this paper, we raise some questions as to this proposition, stressing the need to distinguish between the level (maximum or not) and the substantive scope (what has been harmonised ?) of harmonisation. Furthermore, we submit that both the continued fragmentation regarding supervision of the harmonised standards, notably in the field of conduct of business rules, and the absence of common rules on private enforcement through civil liability may generate disincentives for different actors to adequately take advantage of the potential benefits of market integration.*

**To be published in**

*Liber Amicorum André Bruyneel*



## De bescherming van de belegger in het kapitaalmarktrecht: de hobbelige weg naar een Europees *ius commune*

Michel TISON

Hoofddocent, Instituut Financieel Recht, U. Gent  
Assessor in de Afdeling Wetgeving, Raad van State

### Inleiding

1. De jongste jaren heeft professor Bruyneel in diverse bijdragen kritische kanttekeningen geplaatst bij het toenemende consumerisme in het financieel recht in het algemeen en op het gebied van beleggingsdiensten. Zonder ten gronde een waardeoordeel over deze visie te willen formuleren, moet worden vastgesteld dat, in kwantitatief opzicht, de hoeveelheid consumentenwetgeving die rechtstreeks de financiële dienstverlening betreft, evenals de transversale regulering die tevens toepasselijk is op de financiële dienstverlening, in Belgisch recht de jongste jaren een grote vlucht heeft genomen. Terwijl op het gebied van het eigenlijke bankrecht, deze evolutie in sterke mate door interne factoren wordt gedreven, merkt men dat in de beleggings sfeer het consumentenrecht in verregaande mate Europeesrechtelijk wordt gestuurd.

De uitwerking van de Europese richtlijn 2004/39/EG inzake markten voor financiële instrumenten (hierna: MiFID-richtlijn)<sup>1</sup> en haar uitvoeringsmaatregelen, in het bijzonder richtlijn 2006/73/EG<sup>2</sup> (hierna: ‘de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn’), vormen het voorlopige hoogtepunt van deze beleggersbeschermende regulering. Met name bij de uitwerking van de gedragsregelen voor financiële bemiddelaars heeft de Europese regulering een dusdanig detailniveau bereikt, dat men gewag kan maken van de totstandkoming van een Europees beleggersbeschermingsrecht, dat het interne recht als het ware zal overspoelen. André Bruyneel formuleerde het enkele jaren geleden als volgt:

*“Une chose me paraît en tout cas certaine (...): les droits nationaux de la protection des investisseurs, qui ont si bien réussi à assiéger et à perturber les droit communs nationaux, vont eux-mêmes se retrouver progressivement assiégés et perturbés non seulement par un contexte commercial et technique qui se joue des frontières, mais encore par des règles européennes qui vont tenter de faire face à ce contexte nouveau.”*<sup>3</sup>

2. In deze bijdrage willen we enkele kanttekeningen plaatsen bij deze recente evolutie: in eerste instantie rijst de vraag of een doorgedreven harmonisering van de gedragsregelen inderdaad noodzakelijk is voor de verdere integratie van de Europese kapitaalmarkten. Voorts zal worden nagegaan of deze harmonisatie resulteert in een daadwerkelijke uniformisering van de privaatrechtelijke omkadering van de beleggersbescherming, inzonderheid op het vlak van de handhaving van de eengemaakte materieelrechtelijke bepalingen.

---

<sup>1</sup> Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb.* L 145, 30 april 2004, p. 1.

<sup>2</sup> Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *Pb.* L 241, 2 september 2006, p. 26.

<sup>3</sup> A. BRUYNEEL, “Réflexions introductives: tendances actuelles dans la protection de l’investisseur”, in M. TISON (ed.), *La protection de l’investisseur et de l’e-investisseur/Bescherming van de belegger en de e-belegger*, Reeks: Cahiers AEDBF/EVBFR-Belgium, 13, Brussel, Bruylant, 2002, p. 18, nr. 13.



## 1. Grotere diepgang in de harmonisering van de beleggersbescherming

3. De conceptuele achtergrond van de harmonisering van wetgevingen in de Europese Unie ter verwezenlijking van een interne markt voor financiële diensten heeft de jongste decennia een grondige mutatie ondergaan: nadat pogingen tot totale harmonisatie van nationale wetgevingen in de aanvangsperiode van de integratiebeweging in de jaren '70 en de eerste helft van de jaren '80 niet haalbaar bleken, heeft de 'nieuwe benadering' inzake harmonisering in de context van het internemarktprogramma een nieuwe impuls gegeven aan de totstandkoming van een adequaat juridisch kader voor de marktintegratie: conform het subsidiariteitsbeginsel zou de opdracht van de Europese wetgever er niet langer in bestaan om alle belemmeringen van de vrije handel via gemeenschappelijke regulering op te heffen, maar om het principe van wederzijdse erkenning voorop te stellen als catalysator voor marktintegratie. De Europese harmonisering zou zich alsdan beperken tot "minimale" harmonisering, met name het niveau van harmonisering dat noodzakelijk maar voldoende was om te komen tot een stelsel van wederzijdse erkenning van regulering en toezicht tussen de lidstaten. De minimale harmonisering zou aldus een bevredigend niveau van bescherming van de afnemers van (financiële) diensten garanderen, en terzelfder tijd aan de afnemers de toegang bieden tot een gediversifieerd aanbod van diensten uit verschillende landen.

4. Deze benadering, die resulteerde in de goedkeuring van de Tweede Bankrichtlijn 89/646/EEG en de Richtlijn Beleggingsdiensten 93/22/EG, heeft niet de verhoopde doelstellingen bereikt. In essentie lijkt dit toe te schrijven aan de beperkte materiële draagwijdte van de verwezenlijkte minimale harmonisatie tot de regelen inzake toegang tot de markt en het prudentiële toezicht. De Europese wetgever ging blijkbaar uit van de enigszins naïeve veronderstelling dat de toegenomen grensoverschrijdende mobiliteit van de financiële instellingen vanzelf de mededinging op het gebied van de financiële productmarkten zou verhogen.<sup>4</sup> In werkelijkheid hebben de lidstaten, zoals genoegzaam bekend is, hun nationale markten ook na de inwerkingtreding van de voormelde internemarktrichtlijnen in verregaande mate afgeschermd, onder meer door het extensieve gebruik van de algemeen belang-exceptie ter rechtvaardiging van integratiebelemmerende nationale regulering. Doordat met name financiële diensten bijzonder gevoelig zijn vanuit het oogpunt van consumentenbescherming<sup>5</sup>, beschouwden de lidstaten doorgaans hun volledige consumentenrecht als behorend tot het algemeen belang, zodat het zich ook integraal opdrong aan de buitenlandse financiële instellingen die gebruik maakten van hun Europees paspoort.

5. Vanuit deze vaststelling is de vraag naar een zekere mate van Europese harmonisering van transactionele regulering volkomen legitiem. Inzake beleggingsdiensten was de aanzet die hiertoe was gegeven in de Richtlijn Beleggingsdiensten evenwel onvoldoende: de harmonisering van de gedragsregelen in artikel 11 Richtlijn Beleggingsdiensten beperkte zich tot het formuleren van een catalogus van "doelstellingen" die de lidstaten in intern recht dienden uit te werken. Belangrijker was evenwel dat de richtlijn op dit punt niet het paradigma van minimale harmonisatie – wederzijdse erkenning volgde: veeleer was artikel 11 op te vatten als een eerste aanzet tot harmonisering, die een grote ruimte voor de lidstaten liet in de verdere uitwerking van deze doelstellingen of het formuleren van bijkomende gedragsregelen, zodat de allocatie van het toezicht op de naleving van de gedragsregelen op

---

<sup>4</sup> Samengevat in de boutade: « un produit financier vaut ce que vaut son prestataire » : de minimale harmonisatie van de werkingsregelen voor financiële instellingen zou tevens de kwaliteit van de diensten, en de wederzijdse erkenning ervan tussen de lidstaten, tot gevolg hebben.

<sup>5</sup> Zie voor het eerst inzake verzekeringsdiensten: H.v.J., 4 december 2006, *Commissie t. Duitsland*, 105/84, *Jur.* 1986, 3755; inzake bankdiensten: H.v.J., 9 juli 1997, *Parodi*, C-222/95, *Jur.* 1997, I-3899.



louter territoriale basis werd georganiseerd. De diversiteit in de omzetting van de gedragsregelen in de lidstaten, en de multiplicatie van toezichtsregelen die op grensoverschrijdend werkzame beleggingsondernemingen en kredietinstellingen woog, is een belangrijke hinderpaal gebleken voor een daadwerkelijke benutting van het Europese paspoort in toepassing van de Richtlijn Beleggingsdiensten.

6. De combinatie van het Actieplan inzake Financiële Diensten en de Lamfalussy-architectuur inzake financiële regulering hebben op dit punt een fundamentele ommezwaai verwezenlijkt, doch zonder dat de benadering gebaseerd op wederzijdse erkenning van regulering en toezicht door het land van herkomst van de dienstverleners werd verlaten. De andere component van de internemarktrichtlijnen, met name de ‘minimale’ harmonisatie, verdwijnt evenwel in deze nieuwe harmonisering golf. De Europese regulering die in uitvoering van het Financial Services Action Plan tot stand komt, draagt veel duidelijker de stempel van gedetailleerde harmonisatie met het doel om een gelijkwaardig hoog niveau van beleggersbescherming te bereiken in de volledige Gemeenschap. De Lamfalussy-procedure heeft deze evolutie duidelijk versterkt: terwijl — althans in theorie<sup>6</sup> — de niveau 1-richtlijnen beperkt blijven tot de formulering van algemene principes, resulteert de uitwerking van technische uitvoeringsmaatregelen door de Commissie op ‘niveau 2’ in bijzonder lijvige verordeningen of richtlijnen. Opvallend hierbij is dat, zelfs in het geval van het gebruik van richtlijnen als rechtsinstrument, *de facto* weinig speelruimte aan de lidstaten wordt gelaten bij de implementatie van deze regelen. Vaak wordt hierbij aangenomen dat deze harmonisatie thans als “maximaal” te beschouwen is. Het dient evenwel benadrukt te worden dat dit postulaat nooit uitdrukkelijk in de betrokken richtlijnen of hun preambules als dusdanig werd geponeerd, en bijgevolg, mede rekening houdend met het subsidiariteitsbeginsel, niet als dusdanig kan worden aanvaard: veeleer is van geval tot geval te onderzoeken of er sprake is van maximale harmonisatie, die uitputtend werkt ten aanzien van de reguleringsbevoegdheid van de lidstaten. Zo dit niet uit de tekst van de betrokken Europese norm blijkt, moet dit minstens duidelijk uit de doelstelling ervan af te leiden zijn.

7. De verdere harmonisatie van de gedragsregelen door MiFID en de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn vertoont in dit opzicht een aantal bijzonderheden die diverse vragen oproepen: vooreerst heeft de Europese wetgever, bij de allocatie van de toezichtsbevoegdheden betreffende de gedragsregelen geopteerd voor een hybride benadering, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen de situatie van vrije dienstverlening en de activiteiten van een bijkantoor. Voorts laat de MiFID-richtlijn de vraag open of de harmonisatie van de gedragsregelen als minimale dan wel maximale harmonisatie is te beschouwen. Ingeval de harmonisatie niet als maximaal is op te vatten, zal de terzake bevoegde lidstaat (herkomstland of ontvangstland naargelang de wijze van grensoverschrijdende activiteit) de bevoegdheid behouden om meer stringente gedragsregelen in te voeren of te behouden. Dit zou gebeurlijk nefast kunnen werken voor de activiteiten van bijkantoren, die in zulke hypothese aan verschillende gedragsregelen zouden worden onderworpen als het hoofdkantoor, hetgeen ook op het niveau van de interne *compliance* zal doorwerken. Tot slot behouden MiFID en haar uitvoeringsregelen het stilzwijgen over het effect van de gedragsregelen in de privaatrechtelijke verhoudingen, hoewel deze vraag onder toepassing van de Richtlijn Beleggingsdiensten geen gelijkkluidend antwoord kreeg in de verschillende lidstaten.

Hierna komen deze vragen nader aan bod.

---

<sup>6</sup> Dat dit niet steeds het geval is, blijkt ook uit de MiFID-richtlijn, inzonderheid op het gebied van de transparantievereisten voor marktinfrastructuren.

## II. Minimale of maximale harmonisatie ?

8. In tegenstelling tot wat het geval is bij andere Europese richtlijnen die de bescherming van de (financiële) consument beogen<sup>7</sup>, bevat MiFID zelf geen bepaling die de lidstaten belet om strengere, d.i. meer consumentenbeschermende, gedragsregelen in intern recht te behouden of in te voeren. De loutere omstandigheid dat de richtlijn een afdoende niveau van beleggersbescherming wil realiseren, volstaat niet om het maximale karakter van de harmonisatie te onderbouwen.<sup>8</sup> Evenmin impliceert het bestaan van een mandaat aan de Europese Commissie om verdere uitvoeringsmaatregelen te treffen voor de gedragsregelen, teneinde de ‘uniforme’ toepassing ervan te garanderen<sup>9</sup>, dat de niveau 2-uitvoeringsmaatregelen een maximaal karakter zouden verkrijgen. Weliswaar kan geargumenteed worden dat het behoud van verschillen in regulering tussen de lidstaten betreffende de gedragsregelen de ‘uniforme’ toepassing van de Europese normen in de weg staat. Evenwel is betwifelbaar of de ‘uniforme’ toepassing noodzakelijkerwijze synoniem is met “identieke” gedragsregelen in alle lidstaten: een alternatieve invulling zou erin bestaan de uniformiteit op te vatten als de *minimale* invulling van de gedragsregelen die door de niveau 2-regulering wordt bewerkstelligd teneinde de gelijke toepassing ervan te bewerkstelligen. Het kan in het licht hiervan dan ook worden betwifeld of de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn aan de gedragsregelen zoals uitgewerkt in artikel 19 MiFID en verder geconcretiseerd in de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn, een maximaal harmoniserend karakter kan toekennen dat niet door de basisrichtlijn zelf werd vooropgesteld zonder de noodzakelijke normhiërarchie tussen MiFID en haar uitvoeringsrichtlijn te miskennen.<sup>10</sup> Overigens biedt ook de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn, zij het binnen strikte voorwaarden, ruimte voor afwijkingen op de ‘uniforme’ (in de zin van ‘identieke’) toepassing van de gedragsregelen: artikel 4 van de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn laat de lidstaten toe om in uitzonderingsgevallen bijkomende regelen te handhaven of in te voeren teneinde ‘nieuwe’ bedreigingen voor de bescherming van beleggers tegen te gaan, mits voldaan is aan een evenredigheidstest.<sup>11</sup> Deze uitzondering is op te vatten als een bijzondere invulling van het algemeen belang-voorbehoud, met name door de limitatieve invulling van de motieven die als legitiem zijn te beschouwen (bedreiging van de beleggersbescherming of van de systeemstabiliteit).<sup>12</sup> Het is vooralsnog onduidelijk in welke mate de lidstaten deze “artikel 4”- uitzondering extensief zullen gebruiken.<sup>13</sup>

9. Uit het voorgaande blijkt dat de Europese Commissie op het vlak van de gedragsregelen bij beleggingsdiensten lijkt uit te gaan van het postulaat van de maximale harmonisatie, die de lidstaten belet om, behoudens het uitzonderingsregime van artikel 4 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn, bijkomend te reguleren ten opzichte van het Europese harmonisatieniveau. In het perspectief van marktintegratie, waarbij de uniforme gelding van dezelfde gedragsregelen tot eliminatie van mededingingsverstoringen tussen

<sup>7</sup> Zie bijv. de Richtlijn Financiële Diensten op Afstand.

<sup>8</sup> Vgl. CESR, The Passport under MiFID. Recommendations for the implementation of the directive 2004/39/EC, doc. CESR/07/337, May 2007, p. 2, nr. 4, dat terzake gewag maakt van een ‘approach of enhancing the degree of harmonisation’.

<sup>9</sup> Zie Art. 19, lid 10 MiFID.

<sup>10</sup> Zie met name considerans 7 van de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn, naar luid waarvan “de lidstaten en de bevoegde autoriteiten bij de omzetting en toepassing van deze richtlijn geen aanvullende bindende voorschriften (mogen) vaststellen”.

<sup>11</sup> De regeling in artikel 4 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn voorziet in maatregelen die volkomen transparantie over het gebruik van deze procedure moet realiseren: de lidstaten zijn gehouden tot kennisgeving van hun gemotiveerd beroep op de uitzondering aan de Commissie, die deze op haar website moet bekendmaken. De MiFID-Uitvoeringsrichtlijn onderwerpt de gelding van de “artikel 4”-uitzonderingen niet aan enige goedkeuring door de Commissie. Dit doet evenwel niet af aan de mogelijkheid voor de Europese Commissie om een abusief beroep op de uitzondering door een lidstaat gebeurlijk tegen te gaan door het opstarten van een inbreukprocedure tegen die lidstaat.

<sup>12</sup> Deze benadering is vergelijkbaar met de uitzondering op de internemarktclausule in de Richtlijn Elektronische Handel.

<sup>13</sup> Over de situatie in de meeste lidstaten is hieromtrent thans nog niets gekend. In het Verenigd Koninkrijk heeft de Financial Services Authority wel te kennen gegeven in heel beperkte mate gebruik te willen maken van de artikel 4-uitzonderingen.



beleggingsondernemingen van verschillende lidstaten zou leiden, kan zulke betrachting toegejuicht worden. Ze vindt evenwel geen duidelijke juridische onderbouw in de MiFID-richtlijn zelf, die op de niveau 2-richtlijnen primeert. Deze vaststelling toont aan dat de Europese wetgever zelf in duidelijker termen het niveau van harmonisatie zou moeten specificeren in de niveau 1-richtlijnen.<sup>14</sup> Daarenboven kan betwijfeld worden of de harmonisatie van de gedragsregelen daadwerkelijk uniformiteit zal teweegbrengen bij ontstentenis van gemeenschappelijke normen op het gebied van de (civielrechtelijke) handhaving ervan (zie verder).

### *III. Hybridische regeling bij de allocatie van regulerings- en toezichtsbevoegdheden inzake gedragsregelen*

10. Veeleer dan het principe van wederzijdse erkenning vast te knopen aan de beginselen die het prudentiële toezicht onderbouwen, beroept de Europese wetgever zich op de effectiviteit van het toezicht om inzake gedragsregelen een minder verregaande regeling uit te werken: hierbij wordt het onderscheid gemaakt tussen de activiteiten in vrije dienstverlening en via een bijkantoor: inzake vrije dienstverlening geldt het herkomstlandbeginsel voor de toepasselijke gedragsregelen en het toezicht op de naleving ervan. De beleggingsdiensten en activiteiten die via een bijkantoor worden verricht, worden evenwel aan de gedragsregelen van het vestigingsland van het bijkantoor en aan het toezicht door het ontvangstland onderworpen, met het motief dat de toezichthouder van het ontvangstland het dichtst bij het bijkantoor staat en bijgevolg beter in staat is om inbreuken op de gedragsregelen op te sporen en vast te stellen.<sup>15</sup>

11. Deze hybridische regeling dreigt aanleiding te geven tot nieuwe toepassingsmoeilijkheden, doordat ze enerzijds afbakeningsvragen tussen dienstverlening en bijkantoor in de verf zet, en anderzijds een zekere mate van fragmentatie behoudt in de onderwerping aan gedragsregelen voor grensoverschrijdend werkzame beleggingsondernemingen en kredietinstellingen. Sedert het arrest *Gebhard*<sup>16</sup> is duidelijk dat er een grijze zone kan bestaan tussen de noties dienstverlening en vestiging: het onderscheid tussen dienstverlening en vestiging in de zin van het EG-Verdrag hangt niet louter af van de vraag of de aanbieder al dan niet voor bepaalde duur in een andere lidstaat werkzaam is, maar veeleer van een pluraliteit van factoren: naast de duur speelt ook de periodiciteit en frequentie van economische betrekkingen in het ontvangstland een rol: doorslaggevend om te besluiten tot het bestaan van een vestiging is de vraag of de betrokken economische actor duurzaam deelneemt aan het economische leven in het ontvangstland. Dit veronderstelt niet noodzakelijk dat de onderneming in dat land over een ‘vaste inrichting’ beschikt. Omgekeerd aanvaardt het Hof dat een dienstverlener zich gebeurlijk mag voorzien van een vaste infrastructuur in het ontvangstland wanneer deze noodzakelijk is voor het verrichten van de betrokken dienst(en). De ontwikkeling van telecommunicatie- en informaticatechnologieën is van aard om deze afbakeningsvragen te verscherpen, nu ze een duurzame deelname aan het economische leven van een andere lidstaat mogelijk maken zonder er noodzakelijk over een tastbare infrastructuur te beschikken. Opdat een “vestiging” in de voormelde zin ook zou kwalificeren als “bijkantoor” in de zin van MiFID, moet deze echter ook in te passen zijn in

<sup>14</sup> Zie ook de aanbevelingen van de *Inter-Institutional Monitoring Group* (IIMG), belast met de evaluatie van en het formuleren van aanbevelingen betreffende het Lamfalussy-regelgevingsproces. De IIMG beveelt onder meer aan dat de regulering expliciet zou aangeven welk niveau van harmonisatie wordt beoogd: cf. INTER INSTITUTIONAL MONITORING GROUP, *Final Report Monitoring the Lamfalussy Process*, Brussel, 15 oktober 2007, p. 4, beschikbaar op <[http://ec.europa.eu/internal\\_market](http://ec.europa.eu/internal_market)>.

<sup>15</sup> Zie considerans 32, preambule MiFID.

<sup>16</sup> H.v.J., 30 november 1995, *Gebhard*, C-55/94, *Jur.* 1995, I-4165.

de wettelijke omschrijving ervan: hiertoe is vereist dat de betrokken vestiging in naam en voor rekening van het hoofdkantoor kan optreden.<sup>17</sup> Of hiertoe een “menselijke” directie in het ontvangstland aanwezig moet zijn<sup>18</sup>, is betwifelbaar.

12. Daarnaast zal ook de mogelijkheid voor een beleggingsonderneming om voor haar grensoverschrijdende distributie beroep te doen op verbonden agenten, in sommige gevallen ertoe leiden dat de door de verbonden agent ontplooide activiteit als een bijkantoor is beschouwen, met onderwerping van de door de agent aangeboden beleggingsdiensten aan de gedragsregelen van het ontvangstland. Rekening houdend met de hiervoor aangegeven onderscheidingscriteria tussen de situaties van vrije dienstverlening en vestiging, zal het louter beroep doen op een verbonden agent die in het ontvangstland is gevestigd, op zich er nog niet toe leiden dat de activiteit van de agent met een bijkantoor wordt gelijkgesteld.<sup>19</sup> Dit zal enkel het geval zijn indien de agent op basis van een permanent mandaat voor rekening van de buitenlandse beleggingsonderneming werkzaam is.<sup>20</sup> De afwezigheid van zulke permanentie brengt de activiteit van de agent evenwel onder de regelen van de vrije dienstverlening, met als gevolg de toepasselijkheid van de gedragsregelen van het herkomstland.

Het voorgaande toont dus aan dat de situatie van bepaalde atypische distributiestructuren voor beleggingsdiensten kwalificatievragen kan opwerpen die relevant zijn teneinde na te gaan welke lidstaat bevoegd is om zijn gedragsregelen op te leggen en op de naleving ervan toe te zien.

13. Meer fundamenteel rijst de vraag of de verschillende allocatie van regulerings- en toezichtsbevoegdheden wel zinvol is. Immers, in de benadering van de Europese wetgever, minstens van de Europese Commissie, is de harmonisatie van de gedragsregelen maximaal, en leidt ze dus tot uniforme materieelrechtelijke normen in alle lidstaten. Op dit vlak is de allocatie van regulerings- en toezichtsbevoegdheid aan het herkomst- of het ontvangstland dus neutraal. De proximateit van de toezichthouder ten opzichte van (het bijkantoor van) de beleggingsonderneming blijkt hiervoor het doorslaggevende motief te zijn. Het is evenwel de vraag of deze overweging voldoende pertinent is ter differentiëring tussen het regime van vrije dienstverlening en bijkantoren. De MiFID-richtlijn noch de Uitvoeringsrichtlijn geven aan op welke wijze dit het geval zou zijn, en in welke mate dit argument sterker zou doorwegen bij het toezicht op de gedragsregelen dan bij het prudentiële toezicht. Zoals dit het geval is bij het prudentiële toezicht, waarin het herkomstlandbeginsel wel ten volle speelt, is het toezicht op de gedragsregelen een algemeen toezicht, in de zin dat de toezichthouder geen waakhond wordt van alle individuele rechtsbetrekkingen tussen de aan het toezicht onderworpen financiële instelling en diens klanten. Desondanks is het toezicht op de naleving van de gedragsregelen op te vatten als een transactioneel toezicht, dat toelaat om sancties of herstelmaatregelen te treffen bij miskening van de gedragsregelen<sup>21</sup>: de toezichthouder zal

<sup>17</sup> Zie de definitie in art. 4, 27) MiFID.

<sup>18</sup> Dit was althans de visie van de Europese Commissie in de context van de interpretatie van de Tweede Bankrichtlijn, die hier naar analogie door te trekken is.

<sup>19</sup> Zie evenwel CESR, *The Passport under MiFID*, o.c., p. 9, nr. 38.

<sup>20</sup> Zie H.v.J., 4 december 1986, *Commissie t. Duitsland*, 105/84, waarin het Hof het aanhouden van een eenvoudig bureau in een andere lidstaat, uitgebaat door zelfstandig personeel dat op basis van een permanente machtiging handelt, als een vestiging kwalificeert.

<sup>21</sup> Dit volgt uit de algemene regelen van de MiFID-richtlijn op het gebied van minimale onderzoeksbevoegdheden (art. 50) en administratieve sanctiëring van inbreuken (art. 51). De intrekking van de bedrijfsvergunning door de bevoegde autoriteit is enkel mogelijk bij ernstige en systematische miskening van de gedragsregelen. Doordat deze sanctie zich op het niveau van de toekenning van de bedrijfsvergunning situeert, komt deze enkel toe aan de bevoegde toezichthouder van het herkomstland, ook indien de ernstige en systematische miskening zich (eveneens) op het niveau van het bijkantoor voordoet. Mocht enkel het bijkantoor zich aan zulk wangedrag schuldig maken, dan kan een evenredige sanctie wellicht bestaan in de verplichte sluiting van het bijkantoor. Deze mogelijkheid tot intrekking van de bedrijfsvergunning leidt echter niet tot een eigen



door middel van eigen onderzoeken of naar aanleiding van klachten kunnen nagaan of de beleggingsonderneming (systematisch) de op haar toepasselijke gedragsregelen miskent, en gebeurlijk eisen dat daaraan een einde wordt gesteld. Doordat dit transactioneel toezicht, net zoals het prudentiële toezicht, in hoofdzaak op basis van schriftelijke stukken zal gebeuren die de contractuele relatie tussen partijen documenteren, valt niet in te zien waarom de proximateit van de toezichthouder, anders dan bij het prudentiële toezicht, de effectiviteit ervan zou verhogen. Het komt ons voor dat in werkelijkheid niet zozeer de proximateit van de toezichthouder, maar veeleer de proximateit van de belegger in het ontvangstland een rol heeft gespeeld bij het concentreren van de regulerings- en toezichtsbevoegdheid in het ontvangstland. Immers, op het eerste gezicht lijkt het erop dat, in geval van volledige doorwerking van het herkomstlandbeginsel ten aanzien van de uitwerking van en het toezicht op de gedragsregelen, ook het privaatrechtelijke contentieux hieromtrent naar het herkomstland zou verschuiven. Dit zou wellicht, vanuit een perspectief van beleggersbescherming bij de privaatrechtelijke handhaving van de gedragsregelen, niet aanvaardbaar geweest zijn. Het is evenwel betwifelbaar of deze veronderstelling correct is (zie verder).

14. De verschillende toewijzing van toezichtsbevoegdheden op het vlak van het transactioneel toezicht dreigt overigens, net zoals voorheen in toepassing van de Richtlijn Beleggingsdiensten, tot divergenties of overlappingsen in het toezicht ten aanzien van bijkantoren te leiden. Immers, de vraag naar het bestaan van een adequate interne organisatie van de beleggingsonderneming of kredietinstelling om de naleving van de gedragsregelen mogelijk te maken, onder meer op het vlak van de *compliance*, is een prudentiële aangelegenheid, en valt dus in beginsel onder de toezichtsbevoegdheid van het herkomstland.<sup>22</sup> Evenwel lijkt de richtlijn terzake ook aan de toezichthouder van het ontvangstland van het bijkantoor toezichtsbevoegdheid te verlenen: met name kan deze de regelen op het niveau van het bijkantoor onderzoeken en van het bijkantoor de wijziging vragen van de regelen die absoluut noodzakelijk zijn voor de naleving van de gedragsregelen.<sup>23</sup> Het valt niet in te zien welke andere regelen dan de organisatorische regelen en *compliance* procedures in deze bepaling bedoeld zijn. Dit zou gebeurlijk tot tegenstrijdige beslissingen van de toezichthouders van herkomst- en ontvangstland leiden. Evenwel is aan te nemen dat de versterkte samenwerking tussen toezichthouders binnen de Lamfalussy-comitologiestructuur, zulke spanningen zal weten op te vangen, met name binnen het niveau 3-overlegsysteem en de mediatieprocedure.<sup>24</sup> Een meer geformaliseerde samenwerking tussen toezichthouders, bijvoorbeeld onder de vorm van een Memorandum of Understanding, zou de modaliteiten van gedeeld en gezamenlijk toezicht betreffende de gedragsregelen op het niveau van het bijkantoor verder kunnen verduidelijken voor de betrokken ondernemingen.<sup>25</sup>

15. Concluderend is vast te stellen dat het behoud van de *host country control* betreffende gedragsregelen ten aanzien van bijkantoren van buitenlandse ondernemingen op het vlak van de eenheid en effectiviteit van het toezicht geen optimale benadering vormt: in het licht van de aard van het toezicht, lijkt de effectiviteitsvraag niet anders te liggen dan bij het prudentiële toezicht, waar de regel van het herkomstland niet in vraag wordt gesteld. Zelfs in

---

toezichtsbevoegdheid van het herkomstland ten aanzien van de naleving van de plaatselijke gedragsregelen door het buitenlandse bijkantoor.

<sup>22</sup> Zie inzonderheid art. 13(2) MiFID. In de praktijk wordt dit onderscheid niet steeds als duidelijk ervaren: zie CESR, The Passport under MiFID, o.c., p. 7, nr. 27.

<sup>23</sup> Zie art. 32(7), lid 2 MiFID.

<sup>24</sup> Zie CESR, *Protocol on Mediation Mechanism of the Committee of European Securities Regulators*, doc. CESR/06-286b, augustus 2006, beschikbaar op <http://www.cesr-eu.org>.

<sup>25</sup> Deze piste wordt met name naar voor geschoven door de Europese Commissie, die hiervoor uitgaat van een juridische verplichting tot samenwerking tussen de toezichthouders: zie EUROPEAN COMMISSION, *Supervision of branches under MiFID*, doc. MARKT/G/3/MV D(2007) 2386, 18 juni 2007, p. 4.

de veronderstelling dat op materieelrechtelijk vlak een maximale harmonisatie tot stand is gebracht door MiFID en de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn, zal de onderwerping aan een afzonderlijk toezicht op het niveau van het bijkantoor bijkomende lasten genereren voor de beleggingsonderneming. De mogelijkheid dat de toezichthouder van het ontvangstland ook interfereert in de prudentiële, organisatorische omkadering van de gedragsregelen, dreigt de goede werking van het Europese paspoort op dit punt gevoelig te verstoren.

#### *IV. De privaatrechtelijke handhaving van de gedragsregelen*

16. De MiFID-Richtlijn legt, in beduidend sterkere mate dan zijn voorganger, de nadruk op het belang van een hoog niveau van beleggersbescherming.<sup>26</sup> In schril contrast hiermee behouden de richtlijnen en diens uitvoeringmaatregelen het volkomen stilzwijgen over de mogelijke doorwerking van deze beleggersbeschermingsregelen, inzonderheid de gedragsregelen, in de privaatrechtelijke verhouding tussen beleggingsonderneming of kredietinstelling en diens klanten.<sup>27</sup> Enkel de handhaving door overheidstoezicht komt in de richtlijn aan bod, met inbegrip van de noodzaak tot het voorzien in adequate administratieve sancties. Inzake privaatrechtelijke handhaving wordt weliswaar aan de lidstaten de verplichting opgelegd om de uitbouw van buitengerechtelijke beslechtingstechnieken voor geschillen met consumenten betreffende beleggingsdiensten en nevendiensten te stimuleren.<sup>28</sup> De richtlijn geeft echter niet aan dat deze geschillenbeslechting gebeurlijk kan slaan op de toepassing van de gedragsregelen. Daarnaast moet de afdwinging van de bepalingen ter omzetting van de richtlijn, hieronder begrepen gedragsregelen, voor de rechtbanken in het belang van de consumenten kunnen gebeuren op initiatief van een overheidsinstantie, een belangenvereniging of beroepsorganisatie die een rechtmatig belang hebben bij het optreden ter bescherming van consumenten.<sup>29</sup> Het betreft hier evenwel een collectieve actie, die de afdwinging van de toepassing van de betrokken regelen tot voorwerp heeft. Het valt te betwijfelen of het bewerkstelligen van rechtsherstel (bijv. via een schadevergoeding) wegen miskenning van de gedragsregelen hieronder eveneens begrepen is.

De afwezigheid van privaatrechtelijke handhabingsbepalingen is niet uniek voor MiFID, maar is veeleer gemeengoed in de materie van Europese kapitaalmarktregulering: ook inzake informatie- en transparantieverplichtingen, marktmisbruik en – met enige nuancering – de Prospectusrichtlijn<sup>30</sup>, ontbreekt het aan Europeesrechtelijke bepalingen omtrent de privaatrechtelijke weerslag van de geharmoniseerde verplichtingen of verbodsbepalingen in termen van privaatrechtelijk rechtsherstel.

17. De vraag rijst bijgevolg of de gedragsregelen op grond van de MiFID-richtlijn zelf privaatrechtelijke doorwerking moeten krijgen, dan wel of de lidstaten gebeurlijk de reikwijdte van de gedragsregelen kunnen beperken tot loutere toezichtsregelen, waarvan de handhaving uitsluitend bij de toezichthouder berust. Zoals aangegeven, biedt de tekst van MiFID op dit vlak geen uitsluitel. De verklaring hiervoor is wellicht te zoeken in het feit dat

---

<sup>26</sup> Zie onder meer considerans 2 van de preambule bij de MiFID-richtlijn, dat vooropstelt dat een zodanige harmonisatie (moet) worden bewerkstelligd dat beleggers een hoog niveau van bescherming wordt geboden”.

<sup>27</sup> Een voorstel om in de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn een bepaling in te lassen betreffende de afdwingbaarheid van de gedragsregelen in privaatrechtelijke verhoudingen zou naar verluidt op weerstand bij enkele lidstaten zijn gestoten.

<sup>28</sup> Zie art. 53 MiFID.

<sup>29</sup> Art. 52(2) MiFID.

<sup>30</sup> Zie met name artikel 7(2) Richtlijn 2003/71/EG dat de lidstaten enkel de verplichting oplegt om in intern recht over een aansprakelijkheidsregime te beschikken dat ten minste de personen die in het prospectus als verantwoordelijk zijn aangeduid, treft. De Prospectusrichtlijn belet daarenboven dat de lidstaat het stelsel van aansprakelijkheidsregelen of zelfs van bestuurlijke sancties uitbreidt tot andere personen dan deze die als verantwoordelijke in het prospectus zijn aangewezen: zie inzake bestuurlijke sanctieering H.v.v.J. 5 juli 2007, *Ntinionik AE*, C-430/05, raadpleegbaar op <http://www.curia.europa.eu>.



deze problematiek zich op het snijvlak bevindt van twee gebeurlijk conflicterende beginselen: enerzijds het subsidiariteitsbeginsel, dat de vraag naar de privaatrechtelijke handhaving op het nationale niveau situeert, en anderzijds het effectiviteitsbeginsel, dat de noodzaak van een effectieve uitwerking en uniforme gelding van het Europees recht vooropstelt.

18. Ten tijde van de Richtlijn Beleggingsdiensten leidde de vraag tot doctrinale discussies op internrechtelijk vlak binnen bepaalde lidstaten<sup>31</sup>. Doorgaans werd de vraag naar de mogelijke derdenwerking van de gedragsregelen uitsluitend in een internrechtelijk verband onderzocht. Met name in de rechtssystemen die inzake aansprakelijkheid de *Schutznormtheorie* huldigen, kunnen de gedragsregelen enkel de status van loutere toezichtsnormen overstijgen en doorwerken in privaatrechtelijke rechtsbetrekkingen indien vaststaat dat ze de bescherming van de individuele belegger tot doel hebben. Deze vraag kreeg geen eensgezind antwoord in de gezaghebbende doctrine, hoewel een meerderheid van de auteurs aan de gedragsregelen een individueel beleggersbeschermende functie toedichtte.<sup>32</sup>

Bij ontstentenis van duidelijke bepaling in de MiFID-richtlijn, blijft de vraag naar de privaatrechtelijke doorwerking van de gedragsnormen aan de orde. Meer bepaald rijst de vraag of lidstaten bij de omzetting van de MiFID-richtlijn in hun interne rechtsorde nog derdenwerking aan de gedragsregelen zouden kunnen ontzeggen zonder het nuttig effect (*effet utile*) van de MiFID-richtlijn te miskennen. De terughoudendheid van het Hof van Justitie in het *Peter Paul*-arrest<sup>33</sup> betreffende aansprakelijkheid van de prudentiële toezichthouders noopt op het eerste gezicht tot enige terughoudendheid: het Hof vond in de integratierichtlijnen inzake banktoezicht geen bepalingen die tot doel hadden aan depositanten bij kredietinstellingen rechten toe te kennen, waardoor ze in het Europees recht een grondslag zouden vinden om de aansprakelijkheid van de toezichthouder in te roepen bij ontoereikend prudentieel toezicht. Naar analogie zou kunnen geredeneerd worden dat de gedragsregelen geconcipieerd zijn als loutere toezichtsnormen, zodat derden hieraan, louter op grond van de richtlijnbevestigingen, geen rechten kunnen ontleenen. In deze benadering zou de beperking door een lidstaat van de reikwijdte van gedragsregelen tot toezichtsnormen niet ingaan tegen de resultaatsverbintenis die de richtlijn oplegt.

19. Hoewel valt aan te nemen dat het *Peter Paul*-arrest naar analogie is toe te passen op het prudentiële toezicht op grond van de MiFID-Richtlijn, is te betwijfelen of dit ook het geval zou zijn voor de gedragsregelen en het toezicht hierop. In tegenstelling tot de harmonisatie van toezichtsregelen die de internemarkt richtlijnen van de ‘generatie 1992’ tot stand hebben gebracht, en waaromtrent het Hof oordeelde dat de bescherming van depositanten slechts een secundair effect was van de marktintegratie, leggen de Europese richtlijnen van het Actieplan Financiële Diensten, waaronder MiFID, een veel sterkere nadruk op de bescherming van de belegger als eigen finaliteit van de richtlijn — en dus niet louter als corollarium van de marktintegratie. Daarnaast moet ook gewezen worden op de gedaantewijziging die de harmonisatie van gedragsregelen heeft ondergaan in vergelijking met MiFID: terwijl de

<sup>31</sup> Zie voor een overzicht M. TISON, “Conduct of Business Rules and their Implementation in the EU Member States”, in G. FERRARINI, K.J. HOPT & E. WYMEERSCH (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, The Hague, Kluwer Law International, 2002, (63), 73-80, met verdere verwijzingen.

<sup>32</sup> Zie recentier o.m. (in Nederland) F.M.A. 'T HART & C.E. DU PERRON, *De geïnformeerde consument*, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006, Deventer, Kluwer, 2006, 81-82, die, met verwijzing naar een arrest van de Hoge raad, argumenteren dat de gedragsregelen, in de mate ze mee strekken tot bescherming van de consument, de omvang van de zorgplicht van de financiële instelling ten opzichte van de cliënt mee bepaalt. In het Verenigd Koninkrijk heeft de wet de vraag naar de derdenwerking van de gedragsregelen beantwoord door aan particuliere beleggers een recht op schadeloosstelling wegens ‘breach of statutory duty’ toe te kennen bij miskenning van de gedragsregelen door de financiële instelling (s. 150 *Financial Services and Markets Act*): zie A. KUCZYNSKI, “Financial redress – Complaints, Disputes, and Compensation”, in M. BLAIR & G. WALKER (eds.), *Financial Services Law*, Oxford, Oxford University Press, 2006 nr. 5.14-5.22, p. 152-155.

<sup>33</sup> H.v.J., 12 oktober 2004, *Peter Paul*, C-222/02, *Jur.* 2004, I-9425.



gedragsregelen in artikel 11 Richtlijn Beleggingsdiensten zich nog in essentie beperkten tot de formulering van doelstellingen, verwoorden MiFID en de MiFID-Uitvoeringsrichtlijn de gedragsregelen als duidelijke en precieze verplichtingen die beleggingsondernemingen en kredietinstellingen in acht moeten nemen in hun relatie met de beleggers. De gedragsregelen in MiFID zijn thans overigens opgenomen in een afzonderlijke afdeling getiteld ‘Bepalingen ter bescherming van de belegger’. Ook is duidelijk dat vele verplichtingen die voor de financiële instelling voortvloeien uit de gedragsregelen een weerslag zullen vinden in de contractuele documentatie van de rechtsbetrekking met de klant: artikel 19(7) MiFID verplicht de dienstverlener immers om een dossier aan te leggen waarin de documenten zijn vervat die de rechten en verplichtingen van beide partijen opnemen, en dit gebeurlijk door verwijzing naar de toepasselijke wetteksten; ook inzake *best execution* moet de financiële tussenpersoon ten aanzien van de cliënt desgevraagd kunnen aantonen dat de interne orderuitvoeringsbeleidslijnen ten aanzien van een concreet order werden nageleefd (art. 21(5) MiFID).

Rekening houdend met het effectiviteitsbeginsel en de noodzaak tot uniforme toepassing van het Gemeenschapsrecht, kan derhalve redelijkerwijze aangenomen worden dat de gedragsregelen in MiFID en de MiFID-Uitvoeringrichtlijn wel degelijk tot doel hebben om aan particulieren in rechte afdwingbare aanspraken te leveren. De internrechtelijke omzetting ervan moet bijgevolg, rekening houdend met de procedurele autonomie waarover de lidstaten beschikken, aan beleggers toelaten om de miskennis van de gedragsregelen door hun tegenpartij in rechte aan te klagen. Om dezelfde redenen kan, gezien de aard van de gedragsregelen, evenmin worden uitgesloten dat de overheidaansprakelijkheid voor miskennis van het Gemeenschapsrecht (zogenoeten *Francovich*-aansprakelijkheid) door een belegger kan worden ingeroepen wanneer de bevoegde toezichthouder ernstig tekortschiet in het toezicht op de naleving van de gedragsregelen door beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die onder haar toezicht ressorteren.

#### *V. Beleggersbescherming en aansprakelijkheid: op weg naar een Europees ius commune ?*

20. De omstandigheid dat de Europese wetgever steeds sterker in detail treedt bij de formulering van materieelrechtelijke normen inzake beleggersbescherming, niet alleen op het vlak van informatieverplichtingen bij beleggingsdiensten, maar eveneens inzake prospectusverplichtingen bij openbare effectenemissies en doorlopende informatieverstrekking door emittenten voor genoteerde effecten, is maar één stap in de richting van de door sommigen gedroomde eenmaking van het privaatrecht inzake beleggersbescherming. Zelfs in de veronderstelling dat deze gedragsregelen en informatieverplichtingen afdwingbare aanspraken genereren voor individuele beleggers, dan nog leiden ze hooguit tot een eenmaking van het materieel recht. Vanuit het perspectief van de privaatrechtelijke handhaving, met name door het aansprakelijkheidsrecht, leidt de huidige Europese eenmaking hooguit tot een gelijkschakeling van het ‘fout’-begrip. De hieruit voortvloeiende aanspraken op rechtsherstel, in het bijzonder op het vlak van de bepaling van de schade en de causaliteitsvraag, blijven binnen het nationale recht ingekapseld. De dispariteiten tussen het aansprakelijkheidsrecht van de lidstaten vormt bijgevolg nog een belangrijke factor van de ultieme bescherming die de belegger uit de eengemaakte regelen kan putten, en kan nog een niet te veronachtzamen element vormen in concrete beleggingsbeslissingen. Vanuit deze invalshoek zal de vraag naar het toepasselijke privaatrechtelijke regime inzake de handhaving van gedragsregelen of



prospectusverplichtingen, ondanks de materieelrechtelijke eenmaking ervan, nog sterke relevantie vertonen: de (particuliere) belegger zal bij zijn beslissing om diensten bij een buitenlandse beleggingsonderneming te betrekken gebeurlijk rekening houden met de lagere graad van rechtsbescherming die het herkomstland van de onderneming biedt, of, wat meer plausibel is, het gebrek aan informatie omtrent de toepasselijke (aansprakelijkheids)regelen in zijn beslissing verdisconteren.

21. Dit roept de fundamentele vraag op in welke mate de allocatie van regulerings- en toezichtsbevoegdheden met betrekking tot de geharmoniseerde materieelrechtelijke beschermingregelen tevens het toepasselijke recht inzake aansprakelijkheid beïnvloeden. In de mate de verschuiving naar het herkomstland tevens het toepasselijke recht in de privaatrechtelijke rechtsbetrekkingen integraal conditioneert, kan zulks, bij gebrek aan eenmaking van wezenlijke componenten van het aansprakelijkheidsregime (schade en causaal verband) een duidelijk ontradend effect hebben op de belegger om de voordelen van de marktintegratie te benutten.

In beginsel is aan te nemen dat de toewijzing van reguleringsbevoegdheid aan het herkomstland (bijv. gedragsregelen voor activiteiten van het hoofdkantoor), dan wel aan het ontvangstland (bijv. gedragsregelen voor activiteiten van het bijkantoor), ook conflictenrechtelijke werking heeft: in de (grensoverschrijdende) verstrekking van beleggingsdiensten zullen de materieelrechtelijke normen van het land dat reguleringsbevoegdheid heeft, de rechtsverhouding met de cliënt beheersen.<sup>34</sup> Dit impliceert echter niet dat ook het volledige aansprakelijkheidsregime bij de miskennis van het geharmoniseerde materieel recht deze verwijzingsregel vormt: nu de Europese richtlijnen het aansprakelijkheidsregime bij miskennis van de gedragsregelen of van de prospectusregelen onverlet laten, moet op dit punt aansluiting worden gemaakt met de gemeenrechtelijke regimes inzake bepaling van de toepasselijke wetgeving.

22. Het voorgaande noopt tot een verdere verfijning in het licht van de kwalificatie van de betrokken regelen als contractueel of extra-contractueel: de gedragsregelen die de totstandkoming en uitvoering van de contractuele rechtsverhouding met de cliënt beïnvloeden (bijv. loyale uitvoering van de overeenkomst, informatie over de uitvoering van de overeenkomst, *best execution*, ...) zullen moeten worden ingepast in het recht dat de contractuele verhouding beheerst. Terzake geldt, op grond van de Rome-Conventie<sup>35</sup>, het principe van wilsautonomie, met een correctief voor de meer consumentenbeschermende regelen in het ontvangstland (art. 5 Rome-Conventie). Evenwel leidt de toepassing van het herkomstlandbeginsel inzake gedragsregelen bij vrije dienstverlening tot de onmogelijkheid om gebeurlijk strengere gedragsregelen in het ontvangstland op grond van artikel 5 Rome-Conventie toe te passen<sup>36</sup>: in het systeem van de MiFID-richtlijn zou de toepassing van de gedragsregelen van het ontvangstland op te vatten zijn als een niet-geoorloofde belemmering op de vrije dienstverlening. Bovendien zal de conflictenregel inzake gedragsregelen, die verwijst naar het recht van het herkomstland, er niet noodzakelijk toe leiden dat het recht van het herkomstland de volledige contractuele rechtsverhouding in de beleggingsdienst beheerst. De gedragsregelen kunnen immers, als fundamentele Europeesrechtelijke bepalingen ter bevordering van de marktintegratie, als politiewetten (*lois de police*) in de zin van artikel 7

<sup>34</sup> Vgl. inzake prudentiële regulering: M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen, Intersentia, 1999, nr. 1541-1546, p. 783-785.

<sup>35</sup> Europees Verdrag inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst, gesloten te Rome op 19 juni 1980, *Pb.* L 266 van 9 oktober 1980. Het verdrag zal in de toekomst plaats ruimen voor de zogeheten Rome I-Verordening, die evenwel nog niet door het Europees Parlement werd goedgekeurd: zie Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst, COM(2005) 650 def.

<sup>36</sup> In de veronderstelling dat de Europeesrechtelijke catalogus van gedragsregelen geen maximale harmonisatie vormt: over deze discussie, *supra*, nr. 8.



Rome-Convention worden opgevat, die toepasselijk zijn ongeacht het op de overeenkomst toepasselijke recht. Zelfs zonder de kwalificatie van de gedragsregelen of prospectusvereisten als *loi de police*, kan geargumenteed worden dat de gedragsregelen van het herkomstland, ingevolge het principe van wederzijdse erkenning, deel uitmaken van het recht van het ontvangstland en zich, op grond van een Europeesrechtelijke norm, substitueren aan de territoriaal toepasselijke gedragsregelen. In deze benadering zijn de gedragsregelen van het herkomstland ook toepasselijk indien partijen een rechtskeuze in die zin hebben geformuleerd. Het is bijgevolg denkbaar dat partijen bij de beleggingsdienst het recht van het ontvangstland op de overeenkomst toepasselijk verklaren, zodat ook de (contractuele) aansprakelijkheid volgens de regelen van het ontvangstland wordt afgewikkeld. Op het materieelrechtelijke vlak zullen evenwel, wat de gedragsregelen betreft, de regelen van het herkomstland de inhoud en omvang van de contractuele verbintenissen mede bepalen.

23. Een analoge loskoppeling tussen de bepaling van de toepasselijke materieelrechtelijke gedragsregelen en het aansprakelijkheidsregime bij miskennis van deze regelen is mogelijk in de extra- of precontractuele sfeer. Zo zal, in grensoverschrijdende context, de beleggingsonderneming onderworpen zijn aan de gedragsregelen van het herkomstland (bijv. de precontractuele informatie- en onderzoeksplicht ingevolge de *know your customer*-regelen). Bij actieve dienstverlening in een andere lidstaat zal het aansprakelijkheidsregime (met inbegrip van de voorwaarden voor aansprakelijkheid en schadeloosstelling) in vele gevallen aan het recht van het ontvangstland zijn onderworpen. In Belgisch recht volgt dit thans uit de verwijzingsregel *lex loci delicti commissi*. Ook op het vlak van prospectusaansprakelijkheid, zullen buitenlandse emittenten zich, voor wat de plaatsing in België betreft, aan het Belgische aansprakelijkheidsrecht moeten onderwerpen. Bij de invulling van de fout zullen evenwel de prospectusregelen van het herkomstland, die ingevolge de wederzijdse erkenning ook in de Belgische rechtsorde doorwerken, als referentiekader dienen.

24. In de toekomst zal voor de bepaling van de toepasselijke wet op de precontractuele en extracontractuele aansprakelijkheidsvordering rekening moeten worden gehouden met de inwerkingtreding, op 11 januari 2009, van de Europese Rome II-Verordening betreffende het toepasselijke recht op niet-contractuele verbintenissen.<sup>37</sup> Deze houdt een uniforme verwijzingsregel in voor de extra-contractuele aansprakelijkheid ten gunste van het recht van het land waar de schade zich voordoet (art. 4(1) Verordening). Bij de grensoverschrijdende verstrekking van beleggingsdiensten of het aanbod van effecten, zal dit doorgaans resulteren in toepassing van het recht van het ontvangstland. Dit belet niet dat ter invulling van het foutbegrip rekening wordt gehouden met de toepasselijke gedragsregelen of prospectusverplichtingen in het recht van het herkomstland, die ingevolge de wederzijdse erkenning kunnen geacht worden deel uit te maken van het recht van het ontvangstland. Tot slot valt aan te stippen dat de Rome II-Verordening de wetsconflicten inzake precontractuele aansprakelijkheid onderwerpt aan het contractsstatuut, zodat de bepaling van de toepasselijke wet gebeurt aan de hand van de verwijzingsregelen uit de Rome-Convention (art. 12(1) Verordening). Deze regel vertoont bijzondere relevantie voor zowel de prospectusaansprakelijkheid als voor bepaalde gedragsregelen, die in vele gevallen de vorm aannemen van precontractuele informatieverplichtingen.<sup>38</sup>

<sup>37</sup> Verordening 864/2007 van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende het recht dat van toepassing is op niet-contractuele verbintenissen, *Pb.* L 199 van 31 juli 2007, 40.

<sup>38</sup> Weliswaar vormt de notie 'precontractuele aansprakelijkheid' in de zin van de Rome II-Verordening een autonoom begrip, dat voor de Verordening een eigen invulling kan krijgen. In de opvatting van de Europese wetgever zullen ook informatieverplichtingen die rechtstreeks samenhangen met de onderhandelingen voorafgaand aan de sluiting van een overeenkomst, hieronder vallen: zie considerans 30 preambule Rome II-Verordening.

25. De bovenstaande analyse wijst uit dat de – zelfs maximale – harmonisatie van de gedragsregelen en prospectusverplichtingen slechts één facet in de privaatrechtelijke handhaving van deze regelen unificeert: vanuit het standpunt van de belegger die de voordelen van een gediversifieerd productaanbod in de interne markt wil benutten, kan dit als een geruststelling overkomen: hij zal in vele gevallen, minstens op het vlak van precontractuele en extracontractuele aansprakelijkheid, kunnen terugvallen op het ‘eigen’ aansprakelijkheidsrecht. Omgekeerd zal de beleggingsonderneming rekening moeten houden met de gevolgen van mogelijke divergerende aansprakelijkheidsregimes in de andere lidstaten waarin hij zijn werkzaamheden ontplooit. Inzake contractuele aansprakelijkheid zal de vrije rechtskeuze wellicht doorgaans in het voordeel van de – economisch sterkere - aanbieder spelen.

### *Conclusie*

26. Kan men per slotsom gewag maken van een “perturbatie” en “belegering” van de nationale rechtsstelsels inzake beleggersbescherming door het Europees recht, zoals professor Bruyneel in een recent verleden aangaf? Wellicht is dit een te negatieve benadering. Het lijkt geen twijfel dat de toevloed aan regulering uit Europese hoek<sup>39</sup> het interne recht inzake beleggersbescherming in het jongste decennium fundamenteel heeft gewijzigd. Op het materieelrechtelijke vlak geeft deze regulering blijk van een duidelijke bezorgdheid voor een betere bescherming van de belegger, maar terzelfder tijd zet ze de beleggers die hiertoe in staat worden geacht aan tot waakzaamheid. De evenwichten die hierbij worden betracht, lijken niet echt een verstoring te vormen van de verhoudingen tussen dienstverstrekkers en beleggers zoals deze tot op heden in het positieve recht en de jurisprudentie vorm kregen. Wel valt niet te ontkomen aan de grote graad van detail van de regulering, die zowel op het organisatorische gebied (bijv. compliance) als op het operationele vlak (bijv. *know your customer, best execution*) belangrijke inspanningen vergt van de financiële instellingen. Evenmin is tot op heden sprake van een Europeesrechtelijke “belegering” van het interne aansprakelijkheidsrecht: de privaatrechtelijke doorwerking van de beleggersbeschermende Europese normen, die we in deze bijdrage hebben bepleit, werkt weliswaar in op de bepaling van de gedraging (het fout-begrip), maar laat vooralsnog de handhaving ervan over aan de aansprakelijkheidssystemen van de lidstaten, mits deze de effectiviteitstoets doorstaan. De Europese wetgever heeft zich tot op heden op dit punt soms te terughoudend gedragen, onder meer door zich op de vlakke te houden inzake de privaatrechtelijke dimensie van de gedragsregelen, of door de regeling van de prospectusaansprakelijkheid nagenoeg volledig aan de lidstaten over te laten.

27. Is een verdere Europese harmonisatie van de aansprakelijkheidsregelen inzake beleggersbescherming noodzakelijk voor de integratie van de financiële markten? Het antwoord hierop lijkt ons niet *a priori* negatief te zijn. Weliswaar moet vermeden worden om deze discussie louter te kaderen binnen de retoriek van de Europese privaatrechtelijke eenmaking. Veeleer moet vastgesteld worden of de dispariteiten inzake aansprakelijkheidsregelen, onder meer op het vlak van vorderingsgerechtigden, begroting van schade en procedurele beperkingen, een merkbare invloed hebben op het gedrag van zowel de aanbieders als de beleggers bij het grensoverschrijdende aanbod van beleggingsdiensten en

---

<sup>39</sup> Commentatoren verliezen hierbij soms uit het oog dat de lidstaten natuurlijk actief deelnemen aan de totstandkoming van deze Europese regelen.



financiële instrumenten. Zulke harmonisatie moet evenmin *a priori* aangemerkt worden als een “beleging” van het nationale aansprakelijkheidsrecht door “Europa”. Conform het subsidiariteitsbeginsel zou zulke verder harmonisatie zich kunnen beperken tot het concretiseren van het effectiviteitsbeginsel, door aan te geven welke minimale voorwaarden de aansprakelijkheidsregimes terzake moeten vervullen. De Europese harmonisatie op het gebied van productaansprakelijkheid toont overigens aan dat een – noodzakelijk bevonden – Europese aansprakelijkheidsregeling niet noodzakelijk tot verstoring leidt van het interne aansprakelijkheidsrecht. De ervaring met de benutting van het Europese paspoort krachtens de Prospectusrichtlijn en de MiFID-richtlijn zal moeten uitwijzen of de divergerende aansprakelijkheidsregimes tussen de lidstaten de marktintegratie inderdaad belemmeren.



# Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, 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 output of the Financial Law Institute's researchers 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.