

## BELEGGINGSONDERNEMINGEN, KEN UW CLIËNT!

*R.P. Raas<sup>1</sup>*

### 13.1 Inleiding

Voordat een beleggingsonderneming een beleggingsdienst aan een cliënt mag verlenen, moet de beleggingsonderneming eerst de nodige informatie inwinnen over de cliënt. Deze informatie moet de beleggingsonderneming in staat stellen te beoordelen of de door de cliënt gevraagde dienst wel geschikt is voor die cliënt. De beleggingsonderneming zal – afhankelijk van de aard van de door de beleggingsonderneming aangeboden dienst en de aard van de cliënt – de informatie tevens moeten gebruiken om de dienstverlening af te stemmen op de persoonlijke situatie van de cliënt. De ken-uw-cliant verplichting is dus geen doel op zichzelf, maar een middel om een zorgvuldige, cliëntgerichte dienstverlening mogelijk te maken.

De verplichting van een beleggingsonderneming om zich te verdiepen in de persoonlijke omstandigheden en wensen van de cliënt vloeit voort uit het civiele recht en heeft tevens een publiekrechtelijke grondslag. Een vermogensbeheerder of beleggingsadviseur kan zijn werk niet goed doen zonder informatie over de cliënt. Daarmee zal deze 'onderzoeksplicht' voortvloeien uit de eisen die aan een goede opdrachtnemer worden gesteld,<sup>2</sup> en meer algemeen uit de eisen van redelijkheid en billijkheid.<sup>3</sup> Daarnaast bevat de Wft gedetailleerde regels over het inwinnen, vastleggen, actualiseren en bewaren van gegevens over de relevante persoonlijke omstandigheden en voorkeuren van de cliënt.

De ken-uw-cliant verplichting zoals hier bedoeld moet overigens worden onderscheiden van de 'customer due diligence' (CDD) verplichtingen die verband houden met het waarborgen van een integere bedrijfsvoering van banken en beleggingsondernemingen. Ook die verplichting wordt doorgaans wel aangeduid met de term 'ken-uw-cliant' of 'know-your-customer' onderzoek. De CDD-verplichting is voor banken, verzekeraars en clearinginstellingen neergelegd in art. 3:10 lid 1 sub (c) Wft en nader uitgewerkt in art. 14 Bpr Wft. Voor beleggingsondernemingen, beleggingsinstellingen en beheerders en bewaarders van beleggingsinstellingen is een vergelijkbare verplichting opgenomen in art. 4:11 lid 1 sub (c) Wft, met een nadere uitwerking voor beleggingsondernemingen in art. 26 Bgfo Wft. Doel van het CDD-onderzoek is het voorkomen dat de reputatie van een financiële onderneming in gevaar zou kunnen komen vanwege het feit dat de onderneming criminele of anderszins ongewenste cliënten zou bedienen. Anders dan het cliëntenonderzoek dat in dit hoofdstuk centraal staat, is de CDD-verplichting primair gericht op het beschermen van de instelling en het voorkomen van strafbare feiten, en niet

---

<sup>1</sup> Prof. mr. R.P. Raas is advocaat bij Stibbe en hoogleraar Nederlands en Europees Bank- en Effectenrecht aan de Universiteit Leiden.

<sup>2</sup> 7:401 BW. In gelijke zin: 't Hart/Du Perron (2006), p. 40. Zie tevens Cherednychenko, *Contracteren* (2007).

<sup>3</sup> 6:248 BW.

op het beschermen van de belangen van de cliënt die onderwerp is van het CDD-onderzoek. Daarnaast bevat ook de Wwft een verplichting voor beleggingsondernemingen en andere financiële ondernemingen om cliëntenonderzoek te doen. Dit onderzoek valt grotendeels samen met het CDD-onderzoek en heeft als specifieke doelstelling om de instelling in staat te stellen (eenmaal geaccepteerde) cliënten te monitoren en ongebruikelijke transacties te melden.

### **13.2 Het 'ken-uw-cliënt' beginsel in de Wet op het financieel toezicht**

De verplichting voor beleggingsondernemingen om voorafgaand aan de dienstverlening informatie in te winnen bij de cliënt is opgenomen in de art. 4:23 en 4:24 Wft. De bepalingen hebben een Europese herkomst. Zij zijn een implementatie van het in art. 25 MiFID II opgenomen ken-uw-cliënt regime. Deze verplichtingen zijn nader uitgewerkt in de art. 54-57 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. De bepalingen van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 werken rechtstreeks en behoeven daarom niet te worden omgezet naar nationaal recht.<sup>4</sup>

Voor inwerkingtreding van MiFID II was de ken-uw-cliënt verplichting te vinden in art. 19 MiFID en art. 35 e.v. MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Voor inwerkingtreding van de Wft op 1 januari 2007 was een ken-uw-cliënt verplichting opgenomen in art. 25 lid 3 sub (c) Bte 1995 (vermogensbeheer) en sinds 1999 ook in art. 28 lid 1 NRte 1999 (alle vormen van beleggingsdienstverlening). Vanaf 1 september 2001 was het bovendien verplicht het beleggingsprofiel schriftelijk of elektronisch vast te leggen. Zie art. 28 lid 1 NRte 1999 zoals gewijzigd per 1 september 2001.<sup>5</sup>

De inhoud en omvang van de ken-uw-cliënt verplichting wordt vooral bepaald door de dienst die de beleggingsonderneming zal verlenen. In overeenstemming met een in de praktijk gebruikelijk geworden onderverdeling van het dienstenaanbod door beleggingsondernemingen, maakt de ken-uw-cliënt regelgeving onderscheid tussen drie vormen van beleggingsdienstverlening: vermogensbeheer, beleggingsadvies en orderuitvoering (*execution only*).<sup>6</sup>

In navolging van MiFID I en II dient een beleggingsonderneming bij de intensievere vormen van beleggingsdienstverlening (beleggingsadvies en vermogensbeheer) de geschiktheid ('suitability') van de dienst voor de cliënt te beoordelen. Bij meer elementaire dienstverlening als *execution only* volstaat een beoordeling van de passendheid ('appropriateness') van de dienst.

### **13.3 Ken-uw-client bij vermogensbeheer en advies**

#### *13.3.1 Algemeen*

Indien een beleggingsonderneming vermogensbeheerdiensten verricht voor een cliënt, dient zij in het belang van die cliënt informatie in te winnen over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het beheer van

---

<sup>4</sup> De MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 is wel opgenomen in het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten (zie o.a. art. 2 lid 1 sub (t) van dat Besluit). Dat creëert onder andere een grondslag voor het toezicht door de AFM op de naleving van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 en de eventuele handhaving van overtredingen.

<sup>5</sup> *Stcrt.* 31 augustus 2001, nr. 168, p. 24.

<sup>6</sup> Zie tevens Van Baalen (2006), pp. 53-97.

het vermogen.<sup>7</sup> Een beleggingsonderneming die beleggingsadvies verstrekt, dient over dezelfde informatie te beschikken.<sup>8</sup> De reden voor de verplichting blijkt uit art. 4:23 lid 1 sub (b) Wft: de beleggingsonderneming moet ervoor zorgen dat haar advies of de wijze van het beheer van het vermogen – voor zover redelijkerwijs mogelijk – mede is gebaseerd op de ingewonnen informatie. Of, zoals MiFID II het uitdrukt: de verplichting heeft als doel de beleggingsonderneming in staat te stellen om de cliënt of potentiële cliënt de voor hem geschikte en, met name, met zijn risicotolerantie en vermogen om verliezen te dragen strokende beleggingsdiensten en financiële instrumenten te kunnen aanbevelen.<sup>9</sup>

Ook wanneer het vermogensbeheer of beleggingsadvies geheel geautomatiseerd plaatsvindt ('robo advice'), moet een geschiktheidstoets worden uitgevoerd. Immers, ook dan is van belang dat het (geautomatiseerde) beheer of advies is afgestemd op de persoonlijke situatie en wensen van de cliënt.<sup>10</sup>

### *13.3.2 Nadere uitwerking: MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565*

De verplichting van art. 4:23 Wft wordt nader uitgewerkt in Afdeling 3 ('Beoordeling van de geschiktheid en passendheid') van Hoofdstuk III ('Door beleggingsondernemingen in acht te nemen voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening') van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.<sup>11</sup> De toon wordt direct gezet in het eerste artikellid van deze Afdeling: beleggingsondernemingen mogen geen dubbelzinnigheid laten ontstaan of verwarring zaaien ter zake van de verantwoordelijkheid die zij bij de beoordeling van de geschiktheid hebben. Beleggingsondernemingen moeten daarom op heldere en eenvoudige wijze het doel van de geschiktheidstoets aan hun cliënten medelen. De geschiktheidstoets stelt de beleggingsonderneming in staat om zich voor de belangen van de cliënt in te zetten.<sup>12</sup>

Art. 54 lid 2 van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 specificeert nader welke informatie moet worden opgevraagd. Ook concretiseert dit artikel het doel van de onderzoeksplicht. Met de informatie als bedoeld in art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft moet de beleggingsonderneming vast kunnen stellen dat een transactie waarop haar advies of beheer betrekking heeft:

- a. voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de cliënt, inclusief diens risicotolerantie;
- b. van dien aard is dat de cliënt de met zijn beleggingsdoelstellingen samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen; en
- c. van dien aard is dat de cliënt, gelet op diens ervaring en kennis, kan begrijpen welke beleggingsrisico's aan de transactie of aan het beheer van zijn portefeuille verbonden zijn.

De informatie bedoeld onder (a) ten aanzien van de beleggingsdoelstellingen van de cliënt omvat in ieder geval de gegevens waaruit de beleggingshorizon (de duur van de periode waarin de cliënt de belegging wil aanhouden) en diens risicoprofiel en risicobereidheid blijkt.<sup>13</sup> Daarnaast vult het vijfde lid van art. 54 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 enigszins overbodig toe dat

---

<sup>7</sup> Art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft.

<sup>8</sup> Zie eveneens art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft.

<sup>9</sup> Art. 25 lid 2 MiFID II. Anders dan in de corresponderende richtlijnbevestiging valt de term 'geschikt' in art. 4:23 Wft niet.

<sup>10</sup> Art. 54 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>11</sup> Art. 54-57 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>12</sup> Art. 54 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565

<sup>13</sup> Art. 54 lid 5 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

tevens informatie ingewonnen moet worden over de beleggingsdoelstelling<sup>14</sup> van de cliënt. Dat laatste volgde echter al uit het tweede lid van art. 54 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

Men kan zich afvragen of het element 'risicoprofiel' uit art. 54 lid 5 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 niet overbodig is in het licht van de andere informatie die moet worden opgevraagd. De Nederlandse wetgever vond in ieder geval van wel. Toen het equivalent van art. 54 lid 2 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 nog in een uitvoeringsrichtlijn stond<sup>15</sup> – en dus nog geïmplementeerd moest worden – heeft de Nederlandse wetgever het element 'risicoprofiel' dan ook niet in het nationale recht overgenomen.<sup>16</sup> In de toelichting bij art. 80a Bgfo Wft (oud)<sup>17</sup> wordt deze ongehoorzaamheid gemotiveerd met de vaststelling dat de gegevens die deel uit zouden kunnen maken van zo'n profiel al worden verkregen bij het opvragen van informatie over de risicobereidheid en de beleggingsdoelstelling van de cliënt. En als het begrip risicoprofiel ruimer zou moeten worden uitgelegd en ook het opvragen van gegevens over het vermogen van een cliënt om de met zijn beleggingsdoelstellingen samenhangende beleggingsrisico's te kunnen dragen zou inhouden, dan is de beleggingsonderneming al gehouden die informatie op te vragen op grond van art. 80a lid 1 sub (b) Bgfo Wft (thans art. 54 lid 2 sub (b) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565), aldus de toelichting.<sup>18</sup> Sinds de inwerkingtreding van MiFID II zijn deze bepalingen opgenomen in de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 en niet langer in een richtlijn en nationaal recht. De Nederlandse wetgever zal de doublure nu dus voor lief moeten nemen.

Met de informatie bedoeld onder (b) (informatie aan de hand waarvan getoetst kan worden of de cliënt de beleggingsrisico's kan dragen) doelt de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 in ieder geval op de bron en omvang van de periodieke inkomsten, het vermogen (inclusief liquide middelen, beleggingen en onroerend goed) en de financiële verplichtingen van de cliënt.<sup>19</sup> Art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft verduidelijkt overigens al generiek dat de informatie slechts ingewonnen hoeft te worden 'voor zover dit redelijkerwijs relevant is'.<sup>20</sup> Art. 25 MiFID II (de moederbepaling van art. 4:23 Wft) bevat deze beperking echter niet.

### 13.3.3 Kennis en ervaring

Art. 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 geeft nadere aanwijzingen over hoe de informatie over de kennis van en ervaring met beleggen als bedoeld in art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft (en overigens ook art. 4:24 lid 1 Wft) moet worden vastgesteld. De in te winnen informatie moet gegevens bevatten over:

- a. het soort beleggingsdienst, transacties en financiële instrumenten waarmee de cliënt vertrouwd is;
- b. de aard, het volume en de frequentie van de transacties in financiële instrumenten die de cliënt heeft verricht en de periode waarin deze zijn verricht; en

<sup>14</sup> Art. 35 lid 4 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn spreekt van 'bedoeling van de belegging'. In art. 35 lid 1 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn (het equivalent van art. 80a lid 1 Bgfo Wft) wordt echter verwezen naar het begrip 'beleggingsdoelstelling'. In hoeverre een inhoudelijk verschil is beoogd blijkt niet uit de richtlijn.

<sup>15</sup> Art. 35 lid 4 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>16</sup> Art. 80a lid 2 Bgfo Wft.

<sup>17</sup> *Stb.* 2007, 407, p. 97.

<sup>18</sup> *Stb.* 2007, 407, p. 97.

<sup>19</sup> Art. 54 lid 4 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>20</sup> Aldus ook de toelichting bij het oude art. 80a lid 3 Bgfo Wft (*Stb.* 2007, 407, p. 97).

- c. de opleiding en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep of de vroegere beroepen van de cliënt.

De bepaling laat zich niet concreet uit over de mate van detail die de vragen van de beleggingsonderneming op moeten leveren. Zo wordt bijvoorbeeld niet nader gespecificeerd over welke periode de cliënt zijn transactie- en beleggingshistorie dient op te geven, en in hoeverre de cliënt gevraagd moet worden naar (alle) individuele beleggingen in een bepaalde periode. In algemene zin bepaalt het eerste lid van art. 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 wel dat de 'hoeveelheid' informatie die over de kennis en ervaring van een cliënt moet worden ingewonnen evenredig is aan het soort cliënt, de aard en omvang van de beleggingsdienst en het beoogde soort financiële instrument, en de complexiteit daarvan en de daarmee samenhangende risico's. Er is dus geen vaste standaard. De beleggingsonderneming zal van geval tot geval moeten (of mogen) beoordelen of zij over voldoende informatie over de kennis en ervaring van de cliënt beschikt om de geschiktheid van de dienst te kunnen beoordelen.<sup>21</sup>

Art. 55 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 vereist dat – voor zover relevant<sup>22</sup> – ook wordt gevraagd naar gegevens over de opleiding, het beroep en de vroegere beroepen van de cliënt. Die gegevens kunnen behulpzaam zijn bij het vaststellen van de kennis van en ervaring met beleggen, bijvoorbeeld indien de cliënt een functie heeft of had die kennis van de financiële markten vereist. Afwezigheid van beroepsmatige kennis of ervaring op beleggingsgebied is echter geen contra-indicatie.<sup>23</sup>

Bij het opvragen en analyseren van de informatie over de cliënt zal een beleggingsonderneming niet alleen rekening moeten houden met de (open) normen van de Wft en de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. De verwerking van dit soort persoonsgegevens wordt tevens beheerst door de Algemene Verordening Gegevensbescherming (AVG). De AVG bevat beperkingen ten aanzien van het inwinnen en verwerken van persoonsgegevens. Indien een wettelijke verplichting dwingt tot het opvragen en gebruiken van persoonsgegevens (zoals art. 4:23 en 4:24 Wft) dan staat de AVG dat toe, doch slechts voor zover noodzakelijk om aan die wettelijke verplichting te voldoen. Is de beleggingsonderneming – veiligheidshalve – te royaal in het opvragen van gegevens in het kader van de ken-uw-clieënt verplichting, dan dreigt overtreding van de AVG. De beleggingsonderneming moet dus laveren tussen het Scylla van te weinig en het Charybdis van te veel.<sup>24</sup>

#### 13.3.4 Opvragen of verkrijgen?

Is voor de toepassing van art. 4:23 lid 1 Wft voldoende dat een beleggingsonderneming heeft verzocht om de informatie? Of moet de informatie ook daadwerkelijk door de beleggingsonderneming zijn verkregen? En moet een beleggingsonderneming alsnog naar de informatie vragen indien zij al uit anderen hoofde bekend is met de informatie die in het kader van art. 4:23 lid 1 Wft opgevraagd dient te worden?

---

<sup>21</sup> Aldus ook de Toelichting bij het destijds nagenoeg gelijklopende art. 80c Bgfo Wft (*Stb.* 2007, 407, p. 101).

<sup>22</sup> Zoals reeds eerder opgemerkt dient de informatie als bedoeld in art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft en daarmee ook de informatie bedoeld in de artt. 54 en 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 alleen te worden opgevraagd voor zover die informatie relevant is voor het verlenen van vermogensbeheer- of adviesdiensten.

<sup>23</sup> Toelichting bij art. 80c Bgfo Wft (*Stb.* 2007, 407, p. 102).

<sup>24</sup> Jansen/Nagelkerke, *FR* (2017), p. 452-458.

Art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft bepaalt dat de informatie moet worden *ingewonnen*. Art. 54 lid 8 van de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 voegt hieraan toe dat zolang de informatie nog niet is *opgevraagd*, de beleggingsonderneming nog niet mag starten met het verlenen van de beleggingsdienst. In het midden blijft of de beleggingsonderneming de informatie ook moet hebben *ontvangen* voordat de dienstverlening start. Raadpleging van de Engelse taalversie van art. 25 MiFID II leert dat de informatie niet alleen moet worden ingewonnen, maar ook daadwerkelijk moet zijn verkregen.<sup>25</sup> Een beleggingsonderneming mag dus niet volstaan met het opvragen van de informatie, om vervolgens niet langer aan te dringen op de informatie indien die niet wordt verstrekt. Indien een reactie van de cliënt uitblijft, dient de beleggingsonderneming actie te ondernemen om te zorgen dat de informatie er komt. Zolang de informatie die redelijkerwijs relevant is voor de dienstverlening niet is ontvangen, mag de beleggingsonderneming nog niet van start gaan met het verstrekken van beleggingsadvies of het beheren van het vermogen van de cliënt.<sup>26</sup> Ook niet indien de beleggingsonderneming bij uitblijven van de informatie uit zou gaan van het meest defensieve profiel. Van dit uitgangspunt kan bovendien niet bij overeenkomst worden afgeweken.<sup>27</sup> Een andere uitkomst zou overigens niet goed denkbaar zijn. Voor het goed kunnen verrichten van vermogensbeheer- of adviesdiensten is informatie over de financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid van de cliënt nu eenmaal noodzakelijk. Ook kan niet goed worden voldaan aan de maatstaf van art. 25 lid 2 MiFID II zonder de juiste informatie over de cliënt. Doel van het inwinnen van de informatie is immers om geschikte transacties voor te stellen of te verrichten die bovendien stroken met de risicotolerantie en het vermogen van de cliënt om verliezen te dragen.

### 13.3.5 Niet ontmoedigen

In het verlengde hiervan benadrukt het tweede lid van art. 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 dat een beleggingsonderneming een cliënt niet mag ontmoedigen om (bepaalde) informatie als bedoeld in art. 4:23 lid 1 sub (a) te verstrekken.<sup>28</sup> De beleggingsonderneming mag de cliënt met andere woorden niet oneigenlijk beïnvloeden bij de informatieverstrekking. Ook het afschilderen van de informatieverplichting als formaliteit of louter administratieve handeling zal al snel in strijd komen met het verbod om verwarring of dubbelzinnigheid te laten ontstaan omtrent de verantwoordelijkheid van de beleggingsonderneming in verband met de ken-uw-cliant verplichting.<sup>29</sup>

### 13.3.6 Informatie slechts gedeeltelijk beschikbaar

Dit alles neemt echter niet weg dat indien bepaalde *deelinformatie* – al dan niet bewust – niet door de cliënt wordt verstrekt, de beleggingsonderneming mogelijk toch van start kan gaan met het beheer van het vermogen of het verlenen van adviesdiensten. Dit is het geval indien de informatie waar de beleggingsonderneming wél over beschikt in onderlinge samenhang beschouwd redelijkerwijs voldoende is in de zin van art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft, en (dus) de ontbrekende deelinformatie redelijkerwijs niet relevant meer is voor de beoordeling van de geschiktheid van de dienst of het desbetreffende financiële instrument. De toelichting bij art. 80a Bgfo Wft (oud), waarin de ken-uw-cliantverplichting voor inwerkingtreding van MiFID II was uitgewerkt, verwijst ter illustratie naar de volgende situatie:

<sup>25</sup> "When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall *obtain* the necessary information (...)", aldus art. 25 MiFID II (cursivering toegevoegd).

<sup>26</sup> In gelijke zin de toelichting bij art. 80a Bgfo Wft (oud) (*Stb.* 2007, 407, p. 99).

<sup>27</sup> *Stb.* 2007, 407, p. 98.

<sup>28</sup> Zie ook art. 37 lid 2 MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>29</sup> Art. 54 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

“Zo is voorstelbaar dat een cliënt die uitgebreid heeft toegelicht dat hij vermogensbeheer wenst in verband met een bepaald kapitaal, een behoudende beleggingsdoelstelling heeft, dat hij de kennis en ervaring in huis heeft om te begrijpen welke risico's verbonden zijn aan de voorgenomen dienst, weigert inzicht te geven in diens investeringen in onroerend goed. In dat geval is het lastig voorstelbaar dat het ontbreken van informatie over zijn investeringen in onroerend goed de beleggingsonderneming ervan zou moeten weerhouden het vermogen van deze cliënt te beheren. Het ontbreken van informatie over de opleiding en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep van de cliënt, zal in het kader van de geschiktheidstoets naar verwachting ook niet snel kunnen leiden tot een oordeel dat de beleggingsonderneming niet beschikte over redelijkerwijs relevante informatie om de geschiktheid van een beleggingsdienst of financieel instrument te kunnen beoordelen.”<sup>30</sup>

De tweede vraag – mag de beleggingsonderneming gebruik maken van eerder verkregen informatie van of opgedane ervaring met de cliënt – werd onder het oude recht bevestigend beantwoord. De beleggingsonderneming hoefde in het MiFID I-tijdperk bijvoorbeeld bij het uitbreiden van de dienstverlening aan een bestaande cliënt waarmee nog geen advies- of beheerrelatie bestond niet nogmaals uitdrukkelijk te vragen naar de informatie waar de beleggingsonderneming uit anderen hoofde al over beschikt.<sup>31</sup> Hoewel een uitdrukkelijke bevestiging hiervan ontbreekt, zijn er geen aanwijzingen dat dit onder het nieuwe recht anders zou zijn.

### 13.3.7 *Waarschuwen of weigeren?*

Art. 4:23 Wft en het daaraan ten grondslag liggende art. 25 lid 2 MiFID II schrijven voor dat de beleggingsonderneming de nodige informatie inwint om de cliënt de voor hem geschikte beleggingsdiensten en financiële instrumenten aan te kunnen bevelen. Een vermogensbeheerder of beleggingsadviseur mag vervolgens alleen transacties verrichten of adviseren die geschikt zijn voor de cliënt. Maar wat nu indien een cliënt het advies van de beleggingsonderneming in de wind slaat en een riskantere beleggingsstrategie wenst te volgen? Of aandringt op een offensievere wijze van vermogensbeheer dan op basis van de ingewonnen informatie geïndiceerd zou zijn? Moet een beleggingsonderneming de cliënt in zo'n geval waarschuwen voor de daaraan verbonden risico's? Of zelfs haar medewerking weigeren?

Anders dan art. 4:24 Wft (zie par. 13.4.3 en 13.4.4 hierna) bevat art. 4:23 Wft geen expliciete waarschuwingsplicht. Wel bestaat ten minste een uit het civiele recht voortvloeiende waarschuwingsplicht.<sup>32</sup> Indien een adviescliënt besluit in weerwil van het advies een transactie te verrichten of juist na te laten, dan doet de beleggingsonderneming er verstandig aan de cliënt ten minste te waarschuwen voor de eventuele risico's die verbonden zijn aan de van het advies afwijkende beslissing van de cliënt. Deze verplichting kan geacht worden deel uit te maken van hetgeen van een redelijk handelend en redelijk bekwaam adviseur verlangd kan worden.<sup>33</sup> Bij een adviesrelatie blijft de cliënt echter zelf verantwoordelijk voor de transacties die hij verricht. Van een categorische plicht tot het weigeren van transacties die indruisen tegen het door de beleggingsonderneming gegeven advies is dan ook geen sprake. Dat is ook indirect af te leiden uit art. 56 lid 2 sub (b) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565: beleggingsondernemingen zijn verplicht om aan de cliënt te geven waarschuwingen dat een transactie niet geschikt voor hem is

<sup>30</sup> *Stb.* 2007, 407, p. 100.

<sup>31</sup> Toelichting bij art. 80a Bgfo Wft (*Stb.* 2007, 407, p. 99).

<sup>32</sup> Loonen/Weller, *TvCo* (2007), p. 69.

<sup>33</sup> Loonen/Weller, *TvCo* (2007), p. 69.

vast te leggen. Ook moeten zij vastleggen of de cliënt ondanks de waarschuwing toch heeft gevraagd de transactie uit te voeren en of de beleggingsonderneming dat verzoek heeft ingewilligd. Daarbij dient wel worden bedacht dat onder omstandigheden op de beleggingsonderneming de verplichting rust om de cliënt te beschermen tegen 'eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht'.<sup>34</sup> De op banken en andere beleggingsondernemingen rustende zorgplicht brengt dit met zich.

Het op een juiste wijze invulling geven aan de waarschuwings- en weigeringsplicht bij een adviesrelatie is voor een groot deel maatwerk, en stelt hoge eisen aan het inschattingsvermogen van de adviseur.<sup>35</sup> Het formuleren van gestandaardiseerde waarschuwingen is daarmee minder goed mogelijk, of het moeten algemene waarschuwingen zijn die voorzichtigheidshalve worden gegeven, ook indien zich nog geen concrete aanleidingen hebben voorgedaan voor het geven van de waarschuwing. Zo kan bijvoorbeeld in algemene zin worden gewaarschuwd voor de risico's verbonden aan een beperkte spreiding, beleggen met geleend geld, beleggingsproducten met een hefboomwerking, beleggingen waaruit verplichtingen voortvloeien (zoals geschreven opties), beleggingsproducten met een lange looptijd en beleggen in illiquide producten. Een algemene waarschuwing gegeven aan het begin van de relatie zal echter minder indruk maken dan een expliciete, gepersonaliseerde (al dan niet geautomatiseerde) waarschuwing die wordt gedaan naar aanleiding van een concrete voorgenomen beleggingstransactie door de cliënt.

In geval van een vermogensbeheerrelatie zal er gezien de formulering van art. 4:23 Wft veel minder ruimte zijn voor het verrichten van risicovollere transacties dan waartoe het cliëntenprofiel aanleiding geeft. Op grond van deze bepaling dient de beleggingsonderneming er immers zorg voor te dragen dat de wijze van beheer voor zover redelijkerwijs mogelijk is afgestemd op de financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid van de cliënt. Indien de financiële positie, kennis, ervaring en doelstelling van de cliënt ondubbelzinnig zouden wijzen in de richting van een defensief profiel, maar de cliënt niettemin aangeeft bereid te zijn tot het nemen van grote risico's, dan is het voor de beleggingsonderneming redelijkerwijs niet mogelijk om de wijze van beheer af te stemmen op alle – deels conflicterende – voorkeuren en persoonlijke omstandigheden van de cliënt. Een redelijke toepassing van art. 4:23 Wft zal in zo'n geval meebrengen dat de vermogensbeheerder, ondanks de hoge risicobereidheid van de cliënt, het vermogen toch defensief zal moeten beleggen. Deze afwijking van de voorkeur tot het nemen van grote risico's zal vanzelfsprekend wel met de cliënt besproken en overeengekomen moeten worden.

### 13.3.8 *Juistheid van de informatie*

De beleggingsonderneming hoeft niet zelfstandig te controleren of alle informatie die de cliënt verschaft ook juist is. Dat zal praktisch gezien ook lang niet altijd mogelijk zijn. Wel heeft de beleggingsonderneming onder MiFID II een zwaardere rol gekregen bij het waarborgen van de betrouwbaarheid van de door de cliënt verstrekte gegevens. MiFID I kende in dat opzicht een lichter regime. Destijds gold dat een beleggingsonderneming af mag gaan op de informatie zoals die door de cliënt is verstrekt, tenzij de beleggingsonderneming weet of zou moeten weten dat de

---

<sup>34</sup> Zie voor deze omstandigheden o.a. nader de standaardarresten HR 24 januari 1997, *NJ* 1997, 260 (*Dinkgreve/Internationale Nederlanden Bank*), HR 23 mei 1997, *NJ* 1998, 192 m.nt. Van Zeben (*Rabobank/Everaars*), HR 26 juni 1998, *NJ* 1998, 660 m.nt. Van Zeben (*Van de Klundert/Rabobank*), HR 11 juli 2003, *NJ* 2005, 103 m.nt. Du Perron, *JOR* 2003, 199 m.nt. Frielink, *AA* 2003, p. 929 m.nt. Hartlief (*Kouwenberg/Rabobank*), en HR 23 maart 2007, C06/092, *NJ* 2007, 333, m.nt. MRM (*ABN AMRO/Van Velzen*).

<sup>35</sup> Loonen/Weller, *TvCo* (2007), p. 69.

informatie ‘duidelijk gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is’.<sup>36</sup> Het moest dus gaan om betrekkelijk evidente gebreken. Een beleggingsonderneming hoefde niet iedere door de cliënt verstrekte informatie met een forse dosis achterdocht te bejegenen.

Beleggingsondernemingen moeten thans ‘alle redelijke maatregelen’ treffen om ervoor te zorgen dat de ingewonnen informatie betrouwbaar is.<sup>37</sup> Daartoe behoren in ieder geval de volgende maatregelen:

- De beleggingsonderneming moet ervoor zorgen dat cliënten zich bewust zijn van het belang van het verstrekken van accurate en actuele informatie.<sup>38</sup>
- De beleggingsonderneming moet erop toezien dat alle in het kader van de geschiktheidstoets gehanteerde middelen (zoals vragenlijsten en andere methoden om de kennis en ervaring van de cliënt te beoordelen en de risico's voor deze cliënt in te schatten) geschikt zijn en zodanig zijn ontworpen dat zij ook daadwerkelijk voor hun cliënten kunnen worden gebruikt. Ook moet de beleggingsonderneming de beperkingen van de gekozen middelen onderkennen en moet zij die beperkingen actief ondervangen in het beoordelingsproces.<sup>39</sup>
- De beleggingsonderneming moet ervoor zorgen dat de bij het inwinnen van de informatie gebruikte vragen(lijsten) door cliënten worden begrepen, een correct beeld van de doelstellingen en behoeften van de cliënt opleveren en de voor de uitvoering van de geschiktheidstoets vereiste informatie opleveren.<sup>40</sup>
- De beleggingsonderneming moet in voorkomend geval actie ondernemen om de consistentie van cliëntgegevens te waarborgen, bijvoorbeeld door na te gaan of de ontvangen informatie geen evidente onjuistheden bevat.<sup>41</sup>

De MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 schrijft niet dwingend voor welke middelen een beleggingsonderneming moet hanteren om de informatie die nodig is voor de geschiktheidstoets te verkrijgen, of welke concrete vragen zij de cliënt moet stellen. De beleggingsonderneming is hier vrij in, zolang de gekozen middelen (inclusief hun inherente tekortkomingen) maar leiden tot ‘betrouwbare informatie’ over de cliënt. Dat is geen eenvoudige opgave.

### *13.3.9 Geschiktheidsverklaring*

Nieuw sinds de inwerkingtreding van MiFID II is de verplichting om na ieder gegeven beleggingsadvies aan niet-professionele cliënten een geschiktheidsverklaring<sup>42</sup> te verstrekken. De geschiktheidsverklaring bevat het gegeven advies, bespreekt de invloed van de geadviseerde transactie op de portefeuille van de cliënt en legt uit waarom het advies geschikt is voor de cliënt. De verklaring moet gemotiveerd aangeven hoe het advies past bij de doelstellingen en de persoonlijke situatie van de cliënt. Daarbij moet de beleggingsonderneming in ieder geval verwijzen naar de door de cliënt vereiste looptijd van de beleggingen, de kennis en ervaring van de cliënt en diens risicobereidheid en verliescapaciteit. De verklaring moet de cliënt ook informeren over de kans dat de aanbevolen diensten of instrumenten periodieke herziening

---

<sup>36</sup> Art. 37 lid 3 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn.

<sup>37</sup> Art. 54 lid 7 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>38</sup> Art. 54 lid 7 sub (a) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>39</sup> Art. 54 lid 7 sub (b) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>40</sup> Art. 54 lid 7 sub (c) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>41</sup> Art. 54 lid 7 sub (d) MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>42</sup> Art 4:23 lid 3 Wft en art. 54 lid 12 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. De Verordening gebruikt overigens de term 'geschiktheidsverslag'.

vereisen. Na ontvangst van de geschiktheidsverklaring geeft de cliënt zijn akkoord, waarna de transactie kan worden verricht.

Met name bij online beleggingsdienstverlening kan het problematisch zijn om eerst de geschiktheidsverklaring op te stellen en toe te zenden, om vervolgens de geadviseerde transactie uit te voeren. Daarom is het bij transacties door middel van een 'techniek voor communicatie op afstand' toegestaan om de geschiktheidsverklaring onmiddellijk na het verrichten van de transactie te verstrekken. Voorwaarde is wel dat de cliënt hiermee heeft ingestemd. Ook moet de cliënt de mogelijkheid hebben gehad om de transactie uit te stellen totdat de geschiktheidsverklaring is ontvangen.<sup>43</sup>

De komst van de geschiktheidsverklaring maakt het verstrekken van beleggingsadvies fors arbeidsintensiever. Het verstrekken van adviezen vergt meer voorbereiding en vastlegging dan onder MiFID I het geval was. Het informeel van gedachten wisselen over concrete beleggingen tussen cliënt en 'private banker' in een persoonlijk gesprek, telefoongesprek of chatsessie behoort eveneens tot het verleden. Een beleggingsadviseur kan zich alleen over een voorgenomen belegging uitlaten wanneer ook een geschiktheidsverklaring wordt opgesteld. Dit zal een kosten- en drempelverhogend effect hebben op het verlenen van beleggingsadvies. 'Even' bellen met de beleggingsadviseur is er dus niet meer bij. De verwachting is dan ook dat MiFID II zal leiden tot een verschuiving van beleggingsadvies naar vermogensbeheer of execution only dienstverlening.<sup>44</sup>

Een beleggingsadviseur die periodiek een geschiktheidsverklaring verstrekt ten aanzien van de portefeuille van zijn cliënt (dus onafhankelijk van een concrete belegging of een concreet verzoek van een cliënt), toetst ten minste elk jaar de geschiktheid van de gedane aanbevelingen met het oog op optimalisatie van de portefeuille of de beleggingsdienst. De frequentie van de beoordeling moet worden opgevoerd wanneer het risicoprofiel van de cliënt of de aard van de aanbevolen financiële instrumenten daar aanleiding toe geven.<sup>45</sup>

Bij vermogensbeheer hoeft niet bij iedere transactie een geschiktheidsverslag te worden opgesteld. Wel zal de vermogensbeheerder bij iedere transactie na moeten gaan of de transactie geschikt is voor zijn cliënt. De vermogensbeheerder zal dit ook moeten vastleggen. De vermogensbeheerder moet ook eens per jaar een geschiktheidsverslag verstrekken.<sup>46</sup>

### *13.3.10 Ken-uw-clieënt en vertegenwoordiging*

Het komt met enige regelmaat voor dat meerdere personen belang hebben bij de beleggingsdienst (bijvoorbeeld echtgenoten of familieleden), of dat de cliënt bij het contact met de beleggingsonderneming wordt vertegenwoordigd door een ander. De beleggingsonderneming moet over beleid beschikken voor het geval dat een of meer natuurlijke personen door een andere natuurlijke persoon worden vertegenwoordigd. Dat beleid moet zien op de vraag wie aan de geschiktheidsbeoordeling moet worden onderworpen en hoe die beoordeling moet worden uitgevoerd. Daarin moet ook worden vastgelegd van wie informatie over de kennis en ervaring, de financiële situatie en de beleggingsdoelstellingen moet worden ingewonnen. Bij vertegenwoordiging door een professionele cliënt zijn die financiële situatie en

---

<sup>43</sup> Art. 4:23 lid 3 Wft en art. 80.0a Bgfo Wft. De reikwijdte van de Bgfo-bepaling is ten onrechte beperkt tot 'consumenten'. Dit moet 'niet-professionele beleggers' zijn.

<sup>44</sup> Zie o.a. Van Rein/Van Poll, *FD* (2017).

<sup>45</sup> Art. 54 lid 13 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>46</sup> Art. 4:23 lid 4 Wft.

beleggingsdoelstellingen van de achterliggende cliënt doorslaggevend, maar voor de kennis en ervaring mag worden gekeken naar de vertegenwoordiger die transacties namens de achterliggende cliënt mag uitvoeren.<sup>47</sup>

### *13.3.11 Gebundelde producten en diensten*

Wanneer een beleggingsonderneming adviseert over een combinatie van producten en diensten, dan moet die gehele bundel ‘passend’ zijn.<sup>48</sup> Van een dergelijk gebundeld pakket is sprake indien een beleggingsdienst samen met een andere dienst of product wordt aangeboden als onderdeel van een pakket of als voorwaarde waarvan de overeenkomst of dat pakket afhankelijk wordt gesteld.<sup>49</sup> De term ‘passend’ in art. 25 lid 2 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 suggereert dat een passendheidstoets volstaat, maar dat is niet het geval. De beleggingsonderneming dient een reguliere geschiktheidstoets te verrichten.<sup>50</sup>

### *13.3.12 Vermogensbeheer en advies ten behoeve van professionele beleggers en in aanmerking komende tegenpartijen*

Indien de cliënt een professionele belegger is of als zodanig is aangemerkt, geldt een verlicht regime. Een beleggingsonderneming die een professionele belegger adviseert, mag ervan uitgaan dat die belegger de met zijn beleggingsdoelstellingen samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen.<sup>51</sup> Daarmee is het ook niet meer nodig om die cliënt te vragen naar de periodieke inkomsten, het vermogen en de financiële verplichtingen.

Daarnaast mag de beleggingsonderneming die vermogensbeheerdiensten of adviesdiensten verleent ervan uitgaan dat de professionele belegger beschikt over de nodige kennis en ervaring, en dat hij kan begrijpen welke beleggingsrisico's aan de transactie of aan het beheer van zijn vermogen zijn verbonden.<sup>52</sup> De kennis en ervaring van een professionele belegger hoeft dus niet apart te worden getoetst. Daarmee resteert de verplichting voor een beleggingsonderneming die diensten verleent aan een professionele belegger om na te gaan in hoeverre de transactie voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de cliënt.

Niet-professionele beleggers die op eigen verzoek zijn aangemerkt als professionele belegger dienen bij aanvang van de relatie wél eerst de uitgebreide informatie te verschaffen.<sup>53</sup>

Onder MiFID I gold dat indien vermogensbeheer -of adviesdiensten werden verleend aan in aanmerking komende tegenpartijen, de ken-uw-clieënt regelgeving in het geheel niet van

---

<sup>47</sup> Art. 54 lid 6 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 28 mei 2018, ESMA35-43-869 bevat in general guideline 6 nadere aanbevelingen hoe om te gaan met de ken-uw-clieëntverplichting in diverse vertegenwoordigingsituaties of in situaties waarin meer dan één cliënt wordt bediend.

<sup>48</sup> Art. 25 lid 2 MiFID II en 4:23 lid 5 Wft.

<sup>49</sup> Art. 24 lid 11 MiFID II.

<sup>50</sup> Busch (2015), p. 81. Art. 25 MiFID springt sowieso wat slordig om met het gebruik van de termen ‘passend’ en ‘geschikt’. In de kop van art. 25 wordt de term ‘adequaatheid’ gebruikt in plaats van passendheid. En in art. 25 lid 3, laatste alinea, waarin de uitzonderingen op de passendheidstoets worden besproken, valt de term ‘geschikt’.

<sup>51</sup> Art. 54 lid 3 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>52</sup> Art. 54 lid 3 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>53</sup> Broekhuizen/Silverentand, *FR* (2006) p. 283.

toepassing was. Onder MiFID II geldt deze uitzonderingspositie niet langer. Bij vermogensbeheer of beleggingsadvies ten behoeve van in aanmerking komende tegenpartijen geldt het ken-uw-cliëntregime dat van toepassing is op dienstverlening aan professionele cliënten.<sup>54</sup>

### 13.3.13 Samenvatting

<b>Hoofdregeel (4:23 Wft)</b>	<b>Uitwerking (54 en 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565)</b>	<b>Algemene aanwijzingen (54 en 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565)</b>
Informatie inwinnen over:	Vaststellen aan de hand van:	Informatie moet de beleggingsonderneming in staat stellen te beoordelen of de transactie (a) voldoet aan de beleggingsdoelstellingen, (b) van dien aard is dat de cliënt de risico's kan dragen, en (c) van dien aard is dat de cliënt kan begrijpen welke risico's aan de transactie verbonden zijn.  In te winnen informatie is wat de hoeveelheid betreft evenredig aan het soort cliënt, de aard en omvang van de beleggingsdienst en het beoogde soort financiële instrument, de complexiteit ervan en de daarmee samenhangende risico's.
Financiële positie →	Bron en omvang periodieke inkomsten, vermogen en financiële verplichtingen van de cliënt (54 lid 3).	
Kennis en ervaring →	Soort beleggingsdiensten en financiële instrumenten waarmee de cliënt vertrouwd is. Aard, volume en frequentie van de transacties in financiële instrumenten van de cliënt en de periode waarin deze zijn verricht. Opleiding, beroep en vroegere beroepen (55 lid 1).	
Doelstellingen →	Gegevens over de duur van de periode waarin cliënt de belegging wenst aan te houden, diens risicobereidheid en beleggingsdoelstelling (54 lid 5).	
Risicobereidheid →		

## 13.4 Ken-uw-cliënt bij execution only

### 13.4.1 Algemeen

De ken-uw-cliënt verplichting die van toepassing is indien de beleggingsonderneming een andere beleggingsdienst verleent dan vermogensbeheer, beleggingsadvies of een bij AMvB aan te wijzen andere financiële dienst, verschilt aanzienlijk ten opzichte van het in par. 13.3 beschreven regime. Indien een beleggingsonderneming – kort gezegd – uitsluitend execution only diensten verricht (het uitvoeren of doorgeven van orders van cliënten zonder daarbij tevens te adviseren of het vermogen van de cliënt te beheren), is een verlicht regime van toepassing. In dat geval is een beoordeling van de geschiktheid op basis van art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft niet vereist, maar volstaat de 'passendheidstoets' van art. 4:24 Wft.

### 13.4.2 Kennis en ervaring

Waar de vermogensbeheerder en de beleggingsadviseur informatie moeten inwinnen over de financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid van de cliënt, kan de

<sup>54</sup> Art. 4:18b lid 1 Wft en art. 30 lid 1 MiFID II. Zie tevens Busch (2015), p. 56 en 80.

execution only dienstverlener volstaan met het inwinnen van informatie over de kennis en ervaring van de cliënt. Doel van het inwinnen van de informatie is om te beoordelen of de dienst of het financiële instrument waarop de dienst betrekking heeft 'passend' is. Een nadere uitwerking van de passendheidstoets is te vinden in art. 54-57 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. In het kader van de beoordeling van de passendheid dient de beleggingsonderneming vast te stellen of de cliënt over de nodige ervaring en kennis beschikt om te begrijpen welke risico's aan het desbetreffende financiële instrument of de beleggingsdienst verbonden zijn. De beleggingsonderneming hoeft – anders dan bij beleggingsadvies en vermogensbeheer – niet vast te stellen of de cliënt de risico's ook kan dragen. Het is voldoende dat de cliënt de risico's *begrijpt*.<sup>55</sup>

Een ander verschil met het regime van art. 4:23 lid 1 sub (a) Wft is dat bij de passendheidstoets van art. 4:24 Wft de nuancering 'voor zover redelijkerwijs relevant' ontbreekt. De beleggingsonderneming zal de informatie over de kennis en ervaring van de cliënt dus altijd moeten opvragen, behoudens in de hierna te bespreken situatie van art. 4:24 lid 5 Wft. Wel geldt art. 55 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 onverkort: de in te winnen informatie mag evenredig zijn aan het soort cliënt, de (beperkte) aard en omvang van de beleggingsdiensten, het beoogde soort financiële instrument, de complexiteit ervan en de daarmee samenhangende risico's.

De onderwerpen die in het kader van de toetsing van de kennis en ervaring aan de orde moeten komen zijn dezelfde als bij vermogensbeheer en advies, te weten (i) het soort beleggingsdiensten en financiële instrumenten waarmee de cliënt vertrouwd is, (ii) de aard, het volume en de frequentie van de transacties in financiële instrumenten van de cliënt en de periode waarin deze zijn verricht, en (iii) de opleiding en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep van de cliënt.<sup>56</sup> Art. 55 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 specificeert niet wanneer de cliënt over de vereiste ervaring en kennis beschikt om te begrijpen welke risico's verbonden zijn aan de desbetreffende belegging of beleggingsdienst. De bepaling bevat weliswaar een (niet uitputtende) lijst van onderwerpen die de beleggingsonderneming in haar onderzoek zou moeten of kunnen betrekken, maar over de waardering van de uitkomsten van dat onderzoek zwijgt de MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565. Dit heeft tot gevolg dat de inschatting of een cliënt over de vereiste kennis en ervaring beschikt belangrijk kan verschillen van beleggingsonderneming tot beleggingsonderneming.<sup>57</sup>

Net als bij beleggingsadvies geldt dat wanneer execution only dienstverlening wordt aangeboden als onderdeel van een bundel van diensten of producten, de beleggingsonderneming na moet gaan of de gehele bundel passend is.<sup>58</sup>

### 13.4.3 Geen weigeringsplicht

---

<sup>55</sup> Art. 56 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>56</sup> Art. 55 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>57</sup> Zie o.a. 't Hart/Loonen (2008) pp. 90-92 en 't Hart (2007) pp. 94-95. Ook bij dienstverlening aan op het eerste gezicht 'deskundige' cliënten blijft het oppassen. In 2005 besliste de Klachtencommissie DSI in het voordeel van een 32-jarige ex-market maker die een groot deel van zijn vermogen van ruim drie miljoen gulden in rook zag opgaan. De market maker had een adviesrelatie met zijn bank. Ondanks de achtergrond van de cliënt oordeelde de Klachtencommissie toch dat de bank onvoldoende zou hebben gewaarschuwd voor de aan de beleggingen verbonden risico's (KC DSI 9 augustus 2005, *JOR* 2006, 100).

<sup>58</sup> Art. 4:24 lid 2 Wft.

Indien de beleggingsonderneming aan de hand van de ingewonnen informatie tot de conclusie komt dat de dienst niet passend is, dan moet zij de cliënt *waarschuwen*.<sup>59</sup> Vervolgens is het aan de cliënt om de transactie al dan niet door te zetten.<sup>60</sup> Er geldt op grond van de Wft geen verplichting voor de beleggingsonderneming om in een dergelijk geval te weigeren de transactie uit te voeren of de dienst aan te bieden. Evenmin bestaat in een dergelijk geval een verplichting voor de beleggingsonderneming tot het verlenen van advies of andere bijstand. De Wft gaat echter ook weer niet zover dat een beleggingsonderneming gevrijwaard is van aansprakelijkheid indien de beleggingsonderneming handelt binnen de grenzen van art. 4:24 Wft.<sup>61</sup>

Ook indien een cliënt weigert om de beleggingsonderneming (een deel van) de gevraagde informatie te verschaffen, kan de beleggingsonderneming volstaan met de waarschuwing dat dit tot gevolg heeft dat zij de passendheid van de dienst niet heeft kunnen beoordelen.<sup>62</sup> Vervolgens staat het de beleggingsonderneming op grond van de Wft vrij de gevraagde dienst alsnog te verlenen. Dit is een belangrijk onderscheid met de beleggingsdiensten vermogensbeheer en beleggingsadvies. Die diensten mogen niet worden verleend voordat alle redelijkerwijs relevante informatie binnen is.

De Wft stelt geen al te zware eisen aan de waarschuwingen als bedoeld in art. 4:24 Wft. Zij mogen bovendien in gestandaardiseerde vorm geschieden.<sup>63</sup> Van de mogelijkheid om bij AMvB nadere regels te stellen ten aanzien van de wijze waarop moet worden gewaarschuwd is nog geen gebruik gemaakt.<sup>64</sup>

#### 13.4.4 Eenvoudige producten

De toch al niet loodzware ken-uw-clieënt verplichting van art. 4:24 lid 1 Wft is in het geheel niet van toepassing indien de aangeboden beleggingsdienst bestaat uit het ontvangen en doorgeven van orders of het uitvoeren van orders met betrekking tot relatief eenvoudige financiële instrumenten. De instrumenten waarvoor de uitzondering geldt zijn de volgende:<sup>65</sup>

- a. Aandelen die tot de handel op een geregementeerde markt zijn toegelaten, of tot een vergelijkbare markt uit een niet-EU/EER-lidstaat die is erkend als gelijkwaardig conform art. 24 lid 4 sub (a) MiFID II, met uitzondering van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling of aandelen die een afgeleid instrument bevatten. Het moet hier dus gaan om aandelen in ondernemingen.<sup>66</sup>
- b. Instrumenten die gewoonlijk op de geldmarkt worden verhandeld (obligaties met een looptijd korter dan één jaar), met uitzondering van instrumenten die een afgeleid

---

<sup>59</sup> Art. 4:24 lid 3 Wft.

<sup>60</sup> *Kamerstukken II*, 2005/06, 29708, nr. 19, p. 514.

<sup>61</sup> Zie o.a. Wallinga/Pijls, *RM Themis* (2018), p. 12-25 en Cherednychenko, *RM Themis* (2012), p. 223-236. Op enkele plaatsen in de Wft is een dergelijke vrijwaring overigens wel opgenomen. Zie bijvoorbeeld de artt. 4:98, 4:100e, 5:14 lid 2 sub (d) en 5:25r Wft.

<sup>62</sup> Art. 4:24 lid 4 Wft.

<sup>63</sup> Art. 4:24 lid 7 Wft.

<sup>64</sup> Art. 4:24 lid 6 Wft. Het op art. 4:24 lid 6 gebaseerde art. 80e Bgfo Wft is alleen van toepassing op financiële dienstverleners.

<sup>65</sup> Art. 4:24 lid 5 Wft.

<sup>66</sup> Art. 25 lid 4 sub (a)(i) MiFID II.

- instrument omvatten of een structuur hebben die het voor de cliënt moeilijk maakt om te begrijpen welk risico eraan verbonden is.<sup>67</sup>
- c. Obligaties of vergelijkbare schuldinstrumenten ('gesecuritiseerde schuld'<sup>68</sup>) die op een gereguleerde markt, een met een gereguleerde markt vergelijkbaar systeem uit een staat die geen lidstaat is (al dan niet erkend als gelijkwaardig) of op een multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten. Wederom met uitzondering van instrumenten die een derivaat bevatten of een structuur hebben die het voor de cliënt moeilijk maakt om te begrijpen welk risico eraan verbonden is.
  - d. Rechten van deelneming in een ICBE met uitzondering van gestructureerde ICBE's.<sup>69</sup> Rechten van deelneming in een AIF vallen niet onder de uitzondering.
  - e. Gestructureerde deposito's als bedoeld in artikel 4 lid 1 sub 43 MiFID II, met uitzondering van deposito's die het voor de cliënt moeilijk maken het rendementsrisico of de kosten van het vervroegd uitstappen in te schatten.
  - f. Bij AMvB aan te wijzen andere financiële instrumenten, indien de financiële onderneming voorafgaand aan het verlenen van de beleggingsdienst de cliënt kenbaar maakt dat zij de geschiktheid van de financiële dienst of het financieel product voor de cliënt niet heeft beoordeeld.

In art. 80d Bgfo Wft is gebruik gemaakt van de optie in art 4:24 lid 4 sub (f) Wft om bij AMvB andere instrumenten aan te wijzen. Eveneens onder de reikwijdte van de uitzondering vallen financiële instrumenten die aangemerkt kunnen worden als 'niet-complex instrument' in de zin van art. 57 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565 (niet te verwarren met de zuiver 'nationale' definitie van 'complex product' in art. 1 Bgfo Wft). Een instrument is 'niet-complex' als aan de volgende criteria is voldaan:

- a. Het is geen 'convertible' of (ander) afgeleid instrument.<sup>70</sup>
- b. Er doet zich regelmatig een gelegenheid voor om dit instrument te verkopen of te gelde te maken tegen prijzen die voor de marktdeelnemers publiekelijk beschikbaar zijn en waarbij het gaat om ofwel marktprijzen, ofwel prijzen die afkomstig zijn van of gevalideerd zijn door waarderingssystemen die onafhankelijk zijn van de emittent.
- c. Het instrument brengt voor de cliënt – naast van de kosten van aanschaf – geen feitelijke of mogelijke verplichtingen met zich mee.
- d. Het instrument bevat geen clause, voorwaarde of *trigger* die de aard of het risico van de belegging of het uitbetalingsprofiel fundamenteel kan wijzigen (zoals bij convertibles).

---

<sup>67</sup> ESMA heeft richtsnoeren opgesteld die kunnen worden gebruikt bij de beoordeling wanneer een instrument een afgeleid instrument bevat of een structuur heeft die het moeilijk maakt om het risico in te schatten: ESMA, *Richtsnoeren voor complexe schuldinstrumenten en gestructureerde deposito's*, 4 februari 2016, ESMA2015/1787.

<sup>68</sup> Art. 25 lid 4 sub (a)(ii) MiFID II.

<sup>69</sup> ICBE's als bedoeld in art. 36 lid 1 van Verordening (EU) nr. 583/2010 van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft essentiële beleggersinformatie en de voorwaarden waaraan moet worden voldaan als de essentiële beleggersinformatie of het prospectus op een andere duurzame drager dan papier of via een website wordt verstrekt, *Pb EU* 2010, L176/1. Dit zijn ICBE's die beleggers op bepaalde vooraf vastgestelde data met behulp van een algoritme volledige terugbetalingen verstrekken die verband houden met de resultaten of met de totstandkoming van prijswijzigingen of andere voorwaarden van financiële activa, indexen of referentieportefeuilles, dan wel ICBE's met vergelijkbare kenmerken.

<sup>70</sup> Als bedoeld in art. 4, lid 1, punt 44 onder (c) en in Deel C, punten 4 tot en met 11, van Bijlage I van MiFID II.

- e. Er zijn geen expliciete of impliciete uitstapkosten in vervat die tot gevolg hebben dat de belegging illiquide wordt (ook al doet er zich regelmatig een gelegenheid voor om het instrument van de hand te doen, te gelde te maken of anderszins te realiseren).
- f. Er is voldoende publieke informatie beschikbaar over de kenmerken van het instrument die dermate goed te begrijpen is dat de gemiddelde niet-professionele cliënt met kennis van zaken een beslissing over een eventuele transactie in dit instrument kan nemen.

Het moet, kortom, gaan om primaire instrumenten die weliswaar niet worden verhandeld op een gereguleerde markt of vergelijkbare markt in een niet EU/EER-lidstaat, maar waarvan de mate van liquiditeit en voor beleggers beschikbare informatie vergelijkbaar is met dergelijke genoteerde stukken.

Voorwaarde voor de vrijstelling van de ken-uw-client verplichting is wel dat de beleggingsonderneming vóór het verlenen van de beleggingsdienst de cliënt heeft laten weten dat zij de geschiktheid van de dienst voor de cliënt niet heeft beoordeeld. Bovendien dient het initiatief tot het uitvoeren van de orders geheel bij de cliënt te liggen. Ovw. 85 uit de considerans van MiFID II werpt nader licht op de vraag wanneer daar sprake van is. Een dienst wordt in beginsel geacht verricht te zijn op initiatief van de cliënt. Dit is slechts anders indien de cliënt om de dienst vraagt in antwoord op een gepersonaliseerde, tot die bewuste cliënt gerichte mededeling van of namens de beleggingsonderneming die een uitnodiging bevat of bedoeld is om de cliënt te beïnvloeden met betrekking tot een specifiek financieel instrument of een specifieke transactie. Reclame of mailings die van algemene aard zijn en tot het publiek of een bredere groep of categorie cliënten of potentiële cliënten zijn gericht worden niet aangemerkt als een dergelijke gepersonaliseerde mededeling.

#### *13.4.5 Juistheid van de informatie en verbod op het aanzetten tot het niet verstrekken van informatie*

Hetgeen in par. 13.3.8 is opgemerkt over de omstandigheden waaronder de beleggingsonderneming uit mag gaan van de juistheid van de door de cliënt verstrekte informatie is eveneens van toepassing op de informatie die is ontvangen op grond van art. 4:24 Wft. Hetzelfde geldt voor het verbod voor de beleggingsonderneming om de cliënt aan te moedigen bepaalde informatie niet te verschaffen (zie par. 13.3.5).

#### *13.4.6 Professionele beleggers*

Indien een beleggingsonderneming execution only diensten verricht ten behoeve van professionele beleggers, mag de beleggingsonderneming ervan uitgaan dat de cliënt over de nodige kennis en ervaring beschikt.<sup>71</sup> Nu art. 4:24 Wft slechts eist dat de beleggingsonderneming de kennis en ervaring van de cliënt onderzoekt, behoeft in het geval van dienstverlening aan professionele beleggers in het geheel geen beleggingsprofiel te worden opgesteld. Hetzelfde geldt (*a fortiori*) voor dienstverlening aan in aanmerking komende tegenpartijen.<sup>72</sup>

Niet-professionele beleggers die op eigen verzoek zijn aangemerkt als professionele belegger dienen bij aanvang van de relatie wél eerst de passendheidstoets te doorlopen.

#### *13.4.7 Samenvatting*

---

<sup>71</sup> Art. 54 lid 3 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

<sup>72</sup> Art. 4:18b Wft.

Hoofdregeel (art. 4:24 Wft)	Uitwerking (artt. 54 en 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565)	Algemene aanwijzingen (artt. 54 en 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565)
Informatie inwinnen over:	Vaststellen aan de hand van:	Doel van de informatie is vast te stellen of de cliënt over de nodige ervaring en kennis beschikt om te begrijpen welke risico's verbonden zijn aan de dienst en het financiële instrument.
Kennis en ervaring →  (behalve bij eenvoudige financiële instrumenten).	Soort beleggingsdiensten en financiële instrumenten waarmee de cliënt vertrouwd is. Aard, volume en frequentie van de transacties in financiële instrumenten van de cliënt en de periode waarin deze zijn verricht. Opleiding, beroep en vroegere beroepen (art. 55 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565).	In te winnen informatie is wat de hoeveelheid betreft evenredig aan het soort cliënt, de aard en omvang van de beleggingsdienst en het beoogde soort financiële instrument, de complexiteit ervan en de daarmee samenhangende risico's.

### 13.5 Doorlopende verplichting

Het beperkte (bij execution only) dan wel het uitgebreide (bij beleggingsadvies en vermogensbeheer) cliëntenprofiel moet bij het aangaan van de relatie worden opgemaakt. Dit profiel dient (pas) te worden aangepast indien de cliënt de vermogensbeheerder informeert over relevante wijzigingen.<sup>73</sup> Daarnaast is de beleggingsonderneming verplicht om regelmatig na te gaan of het cliëntenprofiel niet overduidelijk (*'manifestly'*) achterhaald, onjuist of incompleet is.<sup>74</sup> Ook moet de beleggingsonderneming over een beleid beschikken gericht op het actueel houden van het cliëntenprofiel. In dat beleid moeten onderwerpen als de frequentie en aanpak van de actualisering worden opgenomen. Het verdient aanbeveling de cliënt ook expliciet op zijn eigen verantwoordelijkheid tot het actueel houden van het cliëntenprofiel te wijzen. Dit neemt echter niet weg dat er omstandigheden kunnen zijn waarin op de beleggingsonderneming ook de plicht rust om actief aan te dringen op actualisering van het cliëntenprofiel. Dit is bijvoorbeeld het geval indien de beleggingsonderneming (uit anderen hoofde) op de hoogte raakt van omstandigheden die invloed zouden kunnen hebben op het profiel. Een echtscheiding of verkoop van een onderneming bijvoorbeeld. In een dergelijk geval ligt het op de weg van de beleggingsonderneming om bij haar cliënt na te gaan in hoeverre een dergelijke gebeurtenis invloed heeft op – bijvoorbeeld – de beleggingsdoelstelling.

Indien de cliënt de mogelijkheid wordt geboden zelf zijn cliëntenprofiel doorlopend actueel te houden, dan dient de beleggingsonderneming ervoor te waken dat de aanpassingen niet worden gedaan om door de cliënt gewenste – maar gegeven zijn cliëntenprofiel 'ongeschikte' – transacties toch te kunnen verrichten. Past een cliënt zijn profiel regelmatig aan en doet hij direct daarna een transactie die niet in overeenstemming met zijn 'oude' profiel was, dan is dat een belangrijke indicatie.

Het feit dat er geen uitdrukkelijke, algemene actualiseringsplicht en –frequentie rust op de beleggingsonderneming betekent niet dat alleen bij aanvang van de relatie getoetst dient te worden aan het opgestelde beleggingsprofiel. De uit art. 4:23 en 4:24 Wft voortvloeiende

<sup>73</sup> *Kamerstukken II*, 2005/06, 29708, nr. 19, p. 555.

<sup>74</sup> ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 28 mei 2018, ESMA35-43-869, general guideline 5.

verplichting is een doorlopende verplichting. Bij iedere transactie dient – in geval van vermogensbeheer of advies – nagegaan te worden of die transactie geschikt is.<sup>75</sup> Of, in de terminologie van art. 4:23 Wft: de beleggingsonderneming moet er steeds voor zorgen dat het advies of de wijze van beheer voor zover redelijkerwijs mogelijk gebaseerd is op de ingewonnen informatie. Bij execution only dienstverlening dient bij iedere individuele transactie te worden vastgesteld dat de desbetreffende transactie passend is. De beleggingsonderneming kan met deze doorlopende verplichting echter praktisch omgaan door bij aanvang van de dienstverlening al bepaalde categorieën financiële instrumenten (aandelen, opties, obligaties, niet genoteerde stukken, exotische producten etc.) te identificeren als passend. Pas wanneer de cliënt een opdracht geeft tot een transactie in een niet van tevoren 'toegelaten' categorie zal de beleggingsonderneming actief moeten nagaan of die transactie passend is in het licht van het beleggingsprofiel van de cliënt. Is dat onverhoopt niet het geval, dan volstaat wederom een waarschuwing.

### **13.6 Vastleggen en bewaren informatie**

Art. 35 Bgfo Wft verlangt dat een beleggingsonderneming gegevens bijhoudt over alle door haar verleende beleggingsdiensten, om zo het toezicht op de naleving van de relevante MiFID II-bepalingen mogelijk te maken. Tot deze gegevens kunnen ook de op grond van de art. 4:23 en 4:24 Wft opgestelde cliëntenprofielen worden gerekend. Deze gegevens moeten ten minste vijf jaar worden bewaard.<sup>76</sup> Onduidelijk is wanneer de vijfjaarstermijn aanvangt. Een voor de hand liggende interpretatie is dat de termijn begint te lopen nadat de informatie is verkregen.<sup>77</sup>

De gegevens moeten worden vastgelegd op een duurzame drager. Daarnaast moet de vastlegging zodanig zijn dat de AFM vlot toegang kan hebben tot de gegevens, alle wijzigingen gemakkelijk kunnen worden achterhaald en de gegevens niet gemanipuleerd of gewijzigd kunnen worden.<sup>78</sup>

### **13.7 Cliëntenprofiel en verwijzingen**

Een beleggingsonderneming kan een andere beleggingsonderneming inschakelen om bepaalde beleggingsdiensten voor de cliënt van de verwijzende beleggingsonderneming te verrichten, bijvoorbeeld indien de verwijzende beleggingsonderneming op een specifiek terrein expertise mist, of op bepaalde markten niet zelf actief is. Via de tussenkomst van een andere beleggingsonderneming kan de cliënt op die deelgebieden dan alsnog worden bediend. Op grond van art. 4:25c Wft is de ingeschakelde beleggingsonderneming vrijgesteld van de verplichting om op basis van art. 4:23 dan wel 4:24 Wft een cliëntenprofiel op te stellen. Daarnaast mag de ingeschakelde beleggingsonderneming erop vertrouwen dat een eventueel verleend advies of de voorgestelde wijze van beheer van de portefeuille door de verwijzende beleggingsonderneming overeenkomt met het bij of krachtens de Wft bepaalde. De ingeschakelde beleggingsonderneming hoeft de analyse als bedoeld in art. 4:23 Wft dus niet over te doen.

### **13.8 Het cliëntenprofiel in de praktijk**

---

<sup>75</sup> Dreimüller, *FR* (2007), p. 66.

<sup>76</sup> Art. 35 lid 2 Bgfo Wft.

<sup>77</sup> 't Hart (2007), p. 107.

<sup>78</sup> Art. 72 lid 1 MiFID II-Uitvoeringsverordening 2017/565.

### 13.8.1 Vragenlijst

#### 13.8.1.1 Algemeen

Een beleggingsonderneming geeft doorgaans invulling aan de ken-uw-cliënt verplichting door de cliënt een vragenlijst voor te leggen, al dan niet gecombineerd met een persoonlijk gesprek waarin de vragen uit de lijst worden doorgenomen. De Wft noch de AFM schrijven een standaard vragenlijst voor. Een door de effectenbranche ontwikkelde standaard bestaat evenmin. Dit heeft onder andere tot gevolg dat de vormgeving en opzet van de lijst, het aantal vragen en de diepgang daarvan de nodige verschillen vertonen.<sup>79</sup> Wel heeft ESMA in haar 'Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements' enkele aanwijzingen gegeven voor het ontwerp en gebruik van vragenlijsten:<sup>80</sup>

- De door een beleggingsonderneming gestelde vragen worden niet altijd juist of volledig beantwoord. Dat risico kan worden verkleind door de volgende maatregelen: (i) vermijd onduidelijke of verwarrende vragen en onnodig technisch taalgebruik, (ii) zorg voor een aantrekkelijke layout en logische volgorde, (iii) vermijd gestapelde of samengestelde vragen, (iv) beperk de mogelijkheid om een vraag over te slaan tot een minimum en (v) signaleer en vraag door op onderling tegenstrijdige antwoorden.
- Bij het inwinnen van informatie over de financiële situatie kan gedacht worden aan het vragen naar (i) burgerlijke staat, huwelijksregime en gezinssamenstelling, (ii) leeftijd, (iii) werk en (iv) liquiditeitsbehoefte.
- Bij het inwinnen van informatie over de beleggingsdoelstellingen van de cliënt zou ook aandacht besteed moeten worden aan diens voorkeuren ten aanzien van ESG-factoren.<sup>81</sup>
- Bij het vragen naar de voorkeuren van de cliënt ten aanzien van beleggingsrisico en de afweging en verhouding tussen risico en rendement zou ook moeten worden getoetst in hoeverre de cliënt dit soort begrippen begrijpt.
- Hoe complexer, risicovoller en minder liquide een belegging is, hoe meer informatie ingewonnen moet worden over de kennis, ervaring, financiële situatie en beleggingsdoelstelling van de cliënt in het kader van de geschiktheidstoets.

De basisopzet van de door de verschillende beleggingsondernemingen gehanteerde lijsten vertoont wel enige gelijkenis. De lijst bestaat doorgaans in ieder geval uit een aantal meerkeuzevragen: per vraag zijn doorgaans drie of vier antwoorden mogelijk. Aan ieder antwoord is een verschillend puntenaantal verbonden. Aan de hand van het totaal aantal punten wordt vervolgens het beleggingsprofiel vastgesteld. Dat profiel kan variëren van risicomijdend/defensief via neutraal tot dynamisch/risicovol/offensief (of vergelijkbare termen).<sup>82</sup>

---

<sup>79</sup> Zie o.a. de uitkomsten van het door Loonen en 't Hart verrichte documentenonderzoek naar het gebruik van cliëntenprofielen ('t Hart/Loonen (2008)).

<sup>80</sup> ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 28 mei 2018, ESMA35-43-869, general guideline 2.

<sup>81</sup> Factoren die aangeven hoe een onderneming of belegging scoort op de terreinen *environmental*, *social* en *governance*.

<sup>82</sup> Een beleggingsonderneming kan een cliënt toestaan te kiezen voor een ander beleggingsprofiel dan het profiel dat op grond van de vragenlijst naar voren komt. Hier is op zich geen bezwaar tegen indien de cliënt voor een minder risicovol profiel kiest en de cliënt zich bewust is van het mogelijke effect van zijn keuze op zijn beleggingsdoelstelling. Een keuze voor een offensiever profiel zal in ieder geval gepaard moeten gaan met een waarschuwing voor de daaraan verbonden risico's. Onder omstandigheden kan een

Ook dit onderscheid is niet gebaseerd op een wettelijke verplichting, maar is wel gebruikelijk geworden.

De keuze voor *multiple choice* vragen gekoppeld aan een puntenaantal is begrijpelijk vanuit de wens om de interpretatie van de gegevens efficiënt (en eventueel geautomatiseerd) te laten verlopen. Het gevaar bestaat echter dat de cliënt zijn werkelijke wensen, eigenschappen en kenmerken niet kwijt kan in het keurslijf van de voorgedrukte antwoorden. Ook is het doorgaans niet mogelijk om meerdere antwoorden te geven, of om voor verschillende situaties verschillende antwoorden te geven. Dit kan de bruikbaarheid van de vragenlijst nadelig beïnvloeden.<sup>83</sup>

De in de vragenlijst opgenomen vragen zullen in geval van execution only dienstverlening zijn gericht op de vaststelling van de kennis en ervaring van de cliënt. Indien de cliënt belangstelling heeft voor vermogensbeheer of -advies, dan hebben de vragen tevens betrekking op de financiële positie, beleggingsdoelstelling en risicobereidheid. Indien de dienstverlening beperkt is tot execution only, dan volstaat een elementair cliëntenprofiel dat aan de hand van enkele korte vragen (zodanig *online*) vastgesteld kan worden.<sup>84</sup> Bij de intensievere vormen van beleggingsdienstverlening hoort ook een uitgebreidere vragenlijst.

### 13.8.1.2 Kennis en ervaring

Met de vraag naar kennis en ervaring zal een beleggingsonderneming trachten vast te stellen in hoeverre de kennis van en ervaring met beleggen van de cliënt toereikend is om de werking van de financiële instrumenten waarin hij wenst te beleggen en de daaraan verbonden risico's te begrijpen. De mate van kennis en ervaring van de cliënt zal echter minder van belang zijn bij de diensten beleggingsadvies en vermogensbeheer. Indien een cliënt gebruik wenst te maken van beleggingsadvies kan een eventuele lacune in de kennis of ervaring van de cliënt immers worden opgevangen door gebruikmaking van de kennis en ervaring van de beleggingsonderneming. Dit geldt *a fortiori* voor vermogensbeheer: daar worden de beleggingsbeslissingen niet door de cliënt maar door de beleggingsonderneming genomen. Een dergelijke beleggingsdienst is daarmee bij uitstek geschikt voor cliënten met onvoldoende kennis van en ervaring met beleggen om zelf verantwoorde beleggingsbeslissingen te kunnen nemen.

Voorbeelden van vragen die beleggingsondernemingen plegen te stellen ter vaststelling van de kennis en ervaring van de cliënt zijn onder meer:

- (i) Bent u vertrouwd met beleggen?
- (ii) Weet u dat u bij bepaalde complexe financiële instrumenten meer geld kunt verliezen dan uw oorspronkelijke inleg?
- (iii) Hoe vaak heeft u de afgelopen 12 maanden in effecten/complexe producten/derivaten gehandeld?
- (iv) Hoe groot is de totale tegenwaarde van de transacties die u de afgelopen twaalf maanden heeft verricht in verhouding tot de waarde van uw vermogen?
- (v) Wat is de hoogst genoten opleiding?
- (vi) Wat is uw beroep of beroepscategorie?
- (vii) Wat is uw werk- en denkniveau?
- (viii) Heeft u bij uw eerdere of huidige werkkring te maken gehad met beleggen?

---

beleggingsonderneming echter gehouden zijn de cliënt te behoeden voor zijn (verkeerde) keuze en de desbetreffende dienst of transactie te weigeren. Zie nader par. 13.3.7.

<sup>83</sup> 't Hart/Loonen (2008), pp. 94-95.

<sup>84</sup> Van Baalen (2006), p. 185; noot Frielink onder KCD 8 september 2003, *JOR* 2003, 65.

### 13.8.1.3 Beleggingsdoel

Een beleggingsonderneming die voor een cliënt advies- of beheerdiensten wenst te verrichten, dient tevens te vragen naar de beleggingsdoelstellingen van de cliënt. Voorbeelden van vragen die beleggingsondernemingen doorgaans stellen om de beleggingsdoelstellingen te achterhalen zijn de volgende:

- (i) Waarvoor belegt u uiteindelijk? Vermogensgroei op korte termijn? Vermogensgroei op (middel)lange termijn? Aanvulling pensioen/inkomen? Aflossing hypotheek? Een (ander) specifiek bestedingsdoel? Of streeft u naar vermogensgroei zonder specifiek doel?
- (ii) Over welke periode wilt u beleggen (beleggingshorizon)? Over een zeer korte termijn (korter dan een jaar), een korte termijn (een tot vijf jaar), een middellange termijn (vijf tot tien jaar) of een lange termijn (tien jaar of meer)?
- (iii) Welk rendement of eindkapitaal streeft u na?

### 13.8.1.4 Risicobereidheid

De beleggingsdoelstelling en risicobereidheid zijn in zekere zin communicerende vaten. Tegenover een ambitieuze beleggingsdoelstelling zal een hogere risicobereidheid moeten staan. Andersom past bij een risico-averse belegger een bescheiden beleggingsdoelstelling. Vragen die beleggingsondernemingen doorgaans stellen met het oog op de vaststelling van de risicobereidheid zijn onder andere:

- (i) Hoe reageert u als uw vermogen met 25% of 50% vermindert als gevolg van waardedalingen van uw beleggingen?
- (ii) Hoe reageert u als de beurzen sterke koersdalingen laten zien?
- (iii) Hoe groot mag de daling van uw beleggingen in één jaar zijn?
- (iv) Hoe groot mag – aan het eind van uw beleggingshorizon – de neerwaartse afwijking van het door u gewenste eindkapitaal maximaal zijn?
- (v) Wat vindt u belangrijker: het in stand houden van het vermogen met een kans op een lager rendement, of bent u vooral geïnteresseerd in hoge rendementen, ook wanneer een dergelijk beleggingsbeleid zou kunnen leiden tot scherpe dalingen van uw vermogen?
- (vi) Welke rendement/risicoverhouding past het beste bij u? Een zekere opbrengst met een laag risico? Een goede opbrengst met een gemiddeld risico? Of een maximale opbrengst met een hoog risico?

Het merendeel van de vragen heeft betrekking op de invloed op de gemoedstoestand of nachtrust van *tussentijdse* waardedalingen. Loonen en 't Hart wijzen er mijns inziens terecht op dat de – abstracte – vraag naar de reactie van de belegger op mogelijke tussentijdse verliezen minder relevant is. Het gaat erom of de cliënt bereid is te accepteren dat aan het eind van de beleggingshorizon een opbrengst resteert die lager is dan de cliënt voor ogen had, of zelfs een verlies wordt gerealiseerd.<sup>85</sup>

### 13.8.1.5 Financiële positie

Alvorens met beheer of advies van start te gaan dient de beleggingsonderneming tevens de financiële positie van de cliënt in kaart te brengen. Daartoe worden doorgaans inkomensgegevens, gegevens over het vermogen, gegevens over schulden, gegevens over huidige

---

<sup>85</sup> 't Hart/Loonen (2008) p. 94.

en toekomstige financiële verplichtingen en bijvoorbeeld een recente belastingaangifte opgevraagd. Daarnaast kunnen de volgende vragen dienen om een scherper beeld te krijgen van de financiële positie van de cliënt:

- (i) In welke mate staan er schulden tegenover uw bezittingen?
- (ii) Met welk bedrag wilt u gaan beleggen, en welk deel van uw totale vermogen is dit?
- (iii) Hoe gemakkelijk kunt u tegenvallende resultaten en verliezen opvangen met andere inkomsten of vermogensbestanddelen?
- (iv) Is uw huidige inkomen ruim voldoende/voldoende/onvoldoende voor uw vaste lasten en levensonderhoud?
- (v) Neemt u periodiek op of legt u periodiek extra in?
- (vi) Welk deel van uw vermogen (exclusief het eigen huis) kunt u aanspreken voor onvoorziene uitgaven?
- (vii) Wat is uw inkomensverwachting voor de komende vijf jaar? Verwacht u een stijging, een daling of een gelijkblijvend inkomen?
- (viii) Hoe is uw gezinssamenstelling?

### 13.8.2 Niet opstellen van het cliëntenprofiel: gevolgen

Het inwinnen van informatie over de cliënt is een van de meest wezenlijke verplichtingen die op de beleggingsonderneming rust bij het aangaan van een cliëntrelatie. Indien echter een cliëntenprofiel onverhoopt ontbreekt, betekent dat nog niet als vanzelf dat een beleggingsonderneming vervolgens aansprakelijk is voor op de portefeuille geleden verliezen. Pas wanneer de belegger kan aantonen dat kennisneming van het cliëntenprofiel ook daadwerkelijk tot een ander advies of beheer zou hebben geleid, maakt de belegger een kans om op deze grond zijn daarmee samenhangende schade op de beleggingsonderneming te verhalen. De belegger zal er naar verwachting niet snel in slagen om het causaal verband aan te tonen tussen het ontbreken van het cliëntenprofiel en de vermeend geleden schade.<sup>86</sup>

## 13.9 Slot

De door beleggingsondernemingen gehanteerde vragenlijsten zijn inmiddels een vertrouwd onderdeel van het welkomstpakket geworden. De regelgeving inzake de ken-uw-clieënt verplichtingen biedt enig houvast bij het opstellen van dergelijke vragenlijsten, maar blijft ook vragen oproepen. Zoals ook op vele andere terreinen van het financiële recht het geval is, zullen interpretatiekwesties ook op het gebied van de ken-uw-clieënt regelgeving voorlopig nog niet tot het verleden behoren.

### Literatuur

Van Baalen (2006)

S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel* (Serie recht en Praktijk Deel 140) (diss. RUG), Kluwer, Deventer 2006

Broekhuizen/Silverentand, *FR* (2006)

---

<sup>86</sup> Zie o.a. HR 31 oktober 2008, *RvdW* 2008, 999; Hof Amsterdam 29 november 2007, *JOR* 2008, 15 m.nt. J.A. Voerman; Hof Den Bosch 23 oktober 2007, *JOR* 2008, 70; Hof Amsterdam 24 mei 2007, *JOR* 2007, 183; Hof Amsterdam 3 februari 2005, *JOR* 2005, 72; en KC DSI 8 september 2003, *JOR* 2003, 65.

- K.W.H. Broekhuizen en L.J. Silverentand, 'Ken uw cliënt, cliëntenclassificatie en de MiFID', *FR* 2006, pp. 276-285
- Busch (2015)  
D. Busch, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten* (Preadvies van de Vereniging voor Financieel Recht 2015), Deventer: Wolters Kluwer 2015
- Cherednychenko, *Contracteren* (2007)  
O.O. Cherednychenko, 'Zorgplichten bij financiële contracten: is er nog een wezenlijke rol voor het contractenrecht weggelegd?', *Contracteren* 2007, pp. 85-89
- Cherednychenko, *RM Themis* (2012)  
O.O. Cherednychenko, 'Het private in het publiekrecht: over de opmars van het financiële "toezichtprivaatrecht" en zijn betekenis voor het verbintenissenrecht', *RM Themis* 2012, p. 223-236.
- Dreimüller, *FR* (2007)  
B.C. Dreimüller, 'MiFID en het 'know-your-customer'-beginsel: De huidige zorgplicht gaat te ver!', *FR* 2007, pp. 62-72
- ESMA (2015)  
ESMA, *Richt snoeren voor complexe schuldinstrumenten en gestructureerde deposito's*, 4 februari 2016, ESMA2015/1787
- ESMA (2018)  
ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 28 mei 2018, ESMA35-43-869
- 't Hart (2007)  
F.M.A. 't Hart, 'Ken-uw-client', in: F.M.A. 't Hart (red.), *MiFID vanuit praktijk en theorie bezien*, Amsterdam: NIBE-SVV 2007, pp. 81-110
- 't Hart/Du Perron (2006)  
F.M.A. 't Hart en C.E. du Perron, *De geïnformeerde consument*, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht, Kluwer, Deventer 2006
- 't Hart/Loonen (2008)  
F.M.A. 't Hart, A.J.C.C.M. Loonen, 'Het 'ken-uw-client'-beginsel bezien', in: A.J.J.C.M. Loonen (red.), *Beleggingsdienstverlening in het MiFID-tijdperk*, NIBE-SVV, Amsterdam, pp. 80-98
- Jansen/Nagelkerke, *FR* (2017)  
J. Jansen, F.F. Nagelkerke, 'Het spanningsveld tussen MiFID II en de Europese verordening inzake data privacy (GDPR)', *FR* 2017, 452-458.
- Loonen/Weller, *TvCo* (2007)  
A.J.C.C.M. Loonen, E.J. Weller, 'Van 'noteren' naar 'interpreteren'; het ken-uw-client-beginsel in de Wft en de MiFID', *TvCo* 2007, pp. 62-69
- Van Rein/Van Poll, *FD* (2017)  
E. van Rein & M. van Poll, 'Beleggingsadvies bij bank wordt exclusief nicheproduct', *FD* 12 oktober 2017.
- Wallinga/Pijls, *RM Themis* (2018)  
M.W. Wallinga en A.C.W. Pijls, 'De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht. De indirecte invloed van de MiFID II op privaatrechtelijke aansprakelijkheid op het gebied van beleggingsdienstverlening en de onderbelichte invloed van de Richtlijn OHP', *RM Themis* 2018, p. 12-25

KC DSI 8 september 2003, *JOR* 2003, 65 (m.nt. Frielink)  
Hof Amsterdam 3 februari 2005, *JOR* 2005, 72  
KC DSI 9 augustus 2005, *JOR* 2006, 100  
Hof Amsterdam 24 mei 2007, *JOR* 2007, 183  
Hof Den Bosch 23 oktober 2007, *JOR* 2008, 70  
Hof Amsterdam 29 november 2007, *JOR* 2008, 15 (m.nt. J.A. Voerman)  
HR 31 oktober 2008, *RvdW* 2008, 999