CONCLUSIE VAN ADVOCAAT-GENERAAL
M. CAMPOS SÁNCHEZ-BORDONA
van 8 februari 2017 [1]

Zaak C-678/15

Mohammad Zadeh Khorassani
tegen
Kathrin Pflanz

[verzoek van het Bundesgerichtshof (hoogste federale rechter in burgerlijke en strafzaken, Duitsland)

„om een prejudiciële beslissing] — Consumentenbescherming — Markten voor financiële instrumenten — Begrip ‚beleggingsdiensten en — activiteiten — Dienst van ‚het ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot één of meer financiële instrumenten' — Eventuele opneming van bemiddeling bij het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst""

1. Het Bundesgerichtshof (hoogste federale rechter in burgerlijke en strafzaken, Duitsland) verzoekt het Hof om een uitspraak over één van de bij richtlijn 2004/39/EG [2] geregelde vormen van financiële dienstverlening. Het wenst met name te vernemen of het handelen van een natuurlijke persoon die heeft bemiddeld bij het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst (tussen een derde en enkele in Liechtenstein gevestigde beleggingsondernemingen) tot de diensten kan worden gerekend waarop die richtlijn van toepassing is.

2. De zaak is enerzijds relevant vanuit het algemene perspectief van de bescherming van de belegger. Door de informatieasymmetrie tussen de gebruikers van deze diensten en de ondernemingen die ze aanbieden, de toenemende complexiteit van de aangeboden producten en het gebrek aan financiële kennis bij grote delen van de bevolking, samen met nog andere factoren, kunnen particulieren ertoe worden gebracht verkeerde (en voor hun belangen zeer nadelige) beslissingen te nemen op het gebied van sparen, beleggen of lenen. Om een einde te maken aan deze ontwikkelingen, die mede debet zijn geweest aan enige van de recente crises, hebben de wetgevers, ondanks de liberalisering van de markten en de sterke mondiale concurrentie op die markten, regelgeving vastgesteld ter bescherming van de consument om een evenwicht te bewerkstelligen [3] tussen zijn belangen en die van de marktdeelnemers. Tot die regelgeving behoort met name de MiFID I-richtlijn.

3. Anderzijds wordt vanuit een meer op de bijzondere rechtsregeling van deze richtlijn gericht perspectief, gevraagd naar de normatieve inbedding van bepaalde vormen van bemiddeling, zoals die welke aanleiding heeft gegeven tot het hoofdgeding. Vallen zij onder de MiFID 1-richtlijn, hetgeen tot een betere beleggersbescherming zou leiden, of vallen zij daarentegen buiten de werkingssfeer daarvan?

1 — Oorspronkelijke taal: Spaans.

2 — Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad 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 2004, L 145, blz. 1), gewoonlijk „MiFID I-richtlijn" genoemd.

3 — Op de achtergrond van het probleem is sprake van uiteenlopende opvattingen over de rechtspositie van de gebruikers van financiële diensten. Zij worden volgens sommigen door de te ruime bescherming in de praktijk vrijwel gelijkgesteld met personen die niet in staat zijn hun toestemming te verlenen. Aangezien het om complexe transacties gaat die het nemen van risico's met zich brengen (hetgeen eigen is aan financiële beslissingen), lijken daarentegen volgens anderen de verplichtingen tot voorafgaande informatieverstrekking niet toereikend te zijn en is ervoor gekozen ze aan te vullen met strikte voorwaarden en garanties ex ante.

Het geschil spitst zich met name toe op de vraag of onder financiële diensten alleen de diensten moeten worden verstaan van de beleggingsondernemingen die orders van beleggers ontvangen en doorgeven met betrekking tot *specifieke* financiële instrumenten. Dat adjectief heeft het debat in hoge mate gedomineerd.

I – **Toepasselijke bepalingen**

A – *Unierecht*

1. Richtlijn 2004/39

4. In overweging 2 wordt het volgende verklaard:

„[er] moet een zodanige harmonisatie worden bewerkstelligd dat beleggers een hoog niveau van bescherming wordt geboden en dat beleggingsondernemingen in staat zijn overal in de Gemeenschap, die een eengemaakte markt vormt, diensten te verrichten, op basis van toezicht door de lidstaat van herkomst. […]”

5. In overweging 20 heet het:

„Het ontvangen en doorgeven van orders behelst voor de toepassing van deze richtlijn ook het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een transactie tot stand kan komen.”

6. Artikel 1, lid 1, bepaalt:

„Deze richtlijn is van toepassing op beleggingsondernemingen en gereglementeerde markten.”

7. In artikel 3, lid 1, wordt bepaald:

„1. De lidstaten kunnen besluiten deze richtlijn niet toe te passen op personen van wie zij de lidstaat van herkomst zijn en die:

— geen aan hun cliënten toebehorende gelden en/of effecten mogen aanhouden en daarom jegens hun cliënten nooit in een debiteurspositie mogen verkeren, en

— geen beleggingsdiensten mogen verrichten, met uitzondering van het ontvangen en doorgeven van orders in effecten en rechten van deelneming in een instelling voor collectieve belegging en het beleggingsadvies dat omtrent deze financiële instrumenten wordt verstrekt, en

— tijdens het verrichten van die dienst alleen orders mogen doorgeven aan

  i) overeenkomstig deze richtlijn vergunninghoudende beleggingsondernemingen;

[…].”

8. Artikel 4, lid 1, bevat de volgende definities:

„1) beleggingsonderneming: iedere rechtspersoon wiens gewone beroep of bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van een of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van een of meer beleggingsactiviteiten;

[…]

2) beleggingsdiensten en -activiteiten: iedere in deel A van bijlage I genoemde dienst of activiteit die betrekking heeft op één van de in deel C van bijlage I genoemde instrumenten;

[…]

4) beleggingsadvies: het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer transacties die met financiële instrumenten verband houden;

5) uitvoering van orders voor rekening van cliënten: optreden om overeenkomsten te sluiten tot verkoop of aankoop van één of meer financiële instrumenten voor rekening van cliënten;

[…]

9) vermogensbeheer: het per cliënt op discretionaire basis beheren van portefeuilles op grond van een door de cliënten gegeven opdracht, voor zover die portefeuilles één of meer financiële instrumenten bevatten;

[…]”

9. In bijlage I, deel A, worden als beleggingsdiensten en -activiteiten genoemd:

„(1) Het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten.

(2) Het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten.

(3) Het handelen voor eigen rekening.

(4) Vermogensbeheer.

(5) Beleggingsadvies.

[…]”

2. Richtlijn 2006/73/EG [4]

10. Overweging 81 luidt als volgt:

„Algemeen advies over een soort financieel instrument is geen beleggingsadvies in de zin van richtlijn 2004/39/EG, omdat in de onderhavige richtlijn wordt aangegeven dat onder beleggingsadvies in de zin van richtlijn 2004/39/EG alleen advies over bepaalde financiële instrumenten wordt verstaan. Als een beleggingsonderneming echter aan een cliënt algemeen advies verstrekt over een soort financieel instrument dat zij voorstelt als een advies dat geschikt is voor de betrokken cliënt of berust op een afweging van diens persoonlijke omstandigheden, en dit advies in werkelijkheid niet voor de cliënt geschikt is of niet op een afweging van diens omstandigheden berust, dan mag al naargelang de omstandigheden van het specifieke geval worden aangenomen dat zij in strijd met artikel 19, leden 1 of 2, van richtlijn 2004/39/EG handelt. Met name zal een onderneming die een cliënt dergelijk advies

4 — Richtlijn 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 2006, L 241, blz. 26).

verstrekt, dan veelal handelen in strijd met artikel 19, lid 1, dat bepaalt dat zij zich op loyale, billijke en professionele wijze voor de belangen van haar cliënten moet inzetten. Evenzo of anders zal dergelijk advies veelal in strijd zijn met artikel 19, lid 2, dat bepaalt dat aan cliënten verstrekte informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn."

11. Artikel 52 schrijft voor:

„Voor de toepassing van de in artikel 4, lid 1, punt 4, van richtlijn 2004/39/EG opgenomen definitie van beleggingsadvies is een gepersonaliseerde aanbeveling een aanbeveling die gedaan wordt aan een persoon in diens hoedanigheid van belegger of potentiële belegger of in diens hoedanigheid van agent voor een belegger of potentiële belegger.

Deze aanbeveling moet worden voorgesteld als een aanbeveling die geschikt is voor de betrokken persoon, of moet berusten op een afweging van diens persoonlijke omstandigheden en moet als oogmerk hebben dat een van de volgende reeks stappen wordt gezet:

a) een bepaald financieel instrument wordt gekocht, verkocht, geruild, te gelde gemaakt, gehouden, overgenomen of er wordt daarop ingetekend;

b) een aan een bepaald financieel instrument verbonden recht wordt uitgeoefend of juist niet uitgeoefend om een financieel instrument te kopen, te verkopen, te ruilen, te gelde te maken of daarop in te tekenen.

Een aanbeveling is geen gepersonaliseerde aanbeveling als deze uitsluitend via distributiekanalen of aan het publiek wordt gedaan."

B – *Duits recht*

12. De in casu toepasselijke nationale bepalingen zijn neergelegd in het Kreditwesengesetz (Duitse wet op het bankwezen; hierna: „KWG") [5].

13. § 1 daarvan bepaalt:

„1a. […] worden onder financiële diensten verstaan:

1) de bemiddeling bij transacties tot verkoop en aankoop van financiële instrumenten (beleggingsbemiddeling);

1a) het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan cliënten of hun vertegenwoordigers die betrekking hebben op transacties in bepaalde financiële instrumenten, voor zover de aanbeveling op een afweging van de persoonlijke omstandigheden van de belegger berust of als voor hem geschikt wordt voorgesteld en niet uitsluitend via distributiekanalen of aan het grote publiek bekend wordt gemaakt (beleggingsadvies);

[…]."

5 — Wet van 9 september 1998 (BGB1. 1998 I, blz. 2776), zoals gewijzigd bij de wet van 16 juli 2007 (BGBl. 2007 I, blz. 1330).

14. § 32, lid 1, bepaalt:

„1. Wie in het binnenland bedrijfsmatig of op een zodanige schaal […] financiële diensten wil verrichten dat daar een commercieel georganiseerde onderneming voor nodig is, heeft de schriftelijke toestemming van de Bundesanstalt [für Finanzdienstleistungsaufsicht (federale financiële toezichthouder)] nodig […]."

15. § 823, lid 2, van het Bürgerliches Gesetzbuch (Duits burgerlijk wetboek; hierna: „BGB") bepaalt het volgende:

„De […] verplichting [tot vergoeding van de eruit voortvloeiende schade] rust op degene die in strijd handelt met een wettelijke bepaling die strekt tot bescherming van een andere persoon."

II – **Hoofdgeding en prejudiciële vragen**

16. In november 2007 kwam Mohammad Zadeh Khorassani in contact met Kathrin Pflanz, die hem de kapitaalbelegging „Grand Slam" zou hebben aanbevolen. Pflanz beschikte niet over een door de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (hierna: „BaFin") afgegeven vergunning voor het verrichten van financiële diensten overeenkomstig § 32, lid 1, KWG.

17. Op 19 november 2007 adviseerde Pflanz Khorassani een dienstenovereenkomst te sluiten met de vennootschap G.S.S. AG en een vermogensbeheerovereenkomst met de vennootschap D. AG, beide gevestigd in Liechtenstein.

18. Khorassani ging die overeenkomsten aan en verbond zich tot betaling van een eerste bedrag ineens van 20 000 EUR en achtereenvolgende maandelijkse termijnen van 1 000 EUR, steeds te vermeerderen met 5 % agio. In december 2007 had hij in totaal reeds 27 000 EUR betaald, waarop 19 731,60 EUR aan vooruitbetaalde makelaarsprovisie en 1 285,71 EUR aan agio was ingehouden.

19. Khorassani heeft de overeenkomsten herroepen en zowel van de twee Liechtensteinse ondernemingen als van Pflanz de terugbetaling gevorderd van de betaalde bedragen plus een schadevergoeding. Het Landgericht Berlin (rechter in eerste aanleg, Duitsland) heeft het beroep tegen de twee ondernemingen wegens internationale onbevoegdheid niet-ontvankelijk verklaard en het tegen Pflanz ingestelde beroep ongegrond verklaard.

20. Nadat hem een bedrag van 6 803,03 EUR was terugbetaald, heeft Khorassani zijn vordering voor zover het dit bedrag betrof voor afgedaan gehouden. Wel heeft hij hoger beroep ingesteld bij het Kammergericht (hoogste rechterlijke instantie van de deelstaat Berlijn, Duitsland), waar hij zijn vordering op Pflanz (betaling van een bedrag van 20 196,97 EUR te vermeerderen met rente en de beëindigingsverklaring van de overeenkomst) heeft gehandhaafd.

21. Het Kammergericht heeft het hoger beroep verworpen op grond dat Khorassani geen recht had op een schadevergoeding krachtens § 823, lid 2, BGB juncto § 32, lid 1, KWG, aangezien Pflanz hem geen aan de in § 1, lid 1a, KWG bedoelde vergunning onderworpen dienst had geleverd.

22. De appelrechter erkende dat er niet alleen sprake was geweest van beleggingsadvies maar ook van beleggingsbemiddeling (in de zin van de aangehaalde nationale bepalingen), aangezien Pflanz, na het verstrekte advies, Khorassani de betrokken documenten had laten ondertekenen.[6] Geen van beide activiteiten had echter betrekking op een (specifieke) transactie tot verkoop en aankoop van financiële

6 — De verwijzingsbeslissing beschrijft dit deel van de feiten niet zeer gedetailleerd.

instrumenten. Relevant was volgens het Kammergericht dat Khorassani een vermogensbeheerovereenkomst was aangeboden die op haar beurt weer als basis moest dienen voor de aankoop, de verkoop en het beheer van specifieke financiële instrumenten, maar die op zichzelf geen financieel instrument was.

23. Khorassani heeft tegen dit arrest beroep in Revision ingesteld bij het Bundesgerichtshof. Deze instantie oordeelt in haar verwijzingsbeslissing dat de appelrechter terecht heeft geconcludeerd dat Pflanz Khorassani geen beleggingsadvies overeenkomstig § 1, lid 1a, KWG had verstrekt. Om die reden is er geen sprake van schending van § 32, lid 1, KWG.

24. Volgens het Bundesgerichtshof wordt geen beleggingsadvies verstrekt wanneer vermogensbeheer[7] wordt aanbevolen zonder dat naar specifieke financiële instrumenten wordt verwezen. Pflanz verrichtte geen adviseringsactiviteit, aangezien de door haar aanbevolen overeenkomsten het beheer van vermogensportefeuilles tot doel hadden en niet is aangetoond dat zij daarnaast aanbevelingen zou hebben gedaan voor specifieke kapitaalinvesteringen.

25. Daarentegen leidt het feit dat Pflanz Khorassani heeft aangezet tot het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst tot twijfel bij de verwijzende rechter. Volgens het Bundesgerichtshof hangt de beslechting van het geding af van de vraag of de bemiddeling bij vermogensbeheerovereenkomsten onder artikel 4, lid 1, punt 2, eerste volzin, juncto bijlage 1, deel A, punt 1, van de MiFID I-richtlijn valt, waarvan de inhoud is overgenomen in de Duitse wettelijke bepalingen.

26. Volgens de Duitse wet[8] wordt onder beleggingsbemiddeling verstaan de bemiddeling die wordt verleend bij transacties tot verkoop en aankoop van financiële instrumenten, waarvoor een activiteit is vereist die er uiteindelijk toe moet leiden dat de cliënt een transactie sluit.

27. Het Bundesgerichtshof neemt de vaststellingen van de appelrechter over, volgens wie Pflanz heeft bemiddeld bij de door verzoeker met D. AG gesloten vermogensbeheerovereenkomst. Er dient derhalve te worden onderzocht of die overeenkomst op zich een „transactie tot verkoop en aankoop van financiële instrumenten” is overeenkomstig § 1, lid 1a, tweede volzin, punt 1, KWG.

28. De verwijzende rechter vermeldt dat hij die vraag nog niet heeft beantwoord en dat in Duitsland door de BaFin onder een vermogensbeheerovereenkomst wordt verstaan, een transactie tot verkoop en aankoop van financiële instrumenten, aangezien zij de uitvoering van die transacties namens de belegger omvat.[9] De heersende mening in de rechtsleer over § 1, lid 1a, tweede volzin, punt 1a, KWG en de daarmee overeenstemmende § 2, lid 3, eerste volzin, punt 4, van het Wertpapierhandelsgesetz (wet inzake de effectenhandel) is daarentegen dat de beleggingsbemiddeling niet louter tussenstappen kan betreffen maar zich moet uitstrekken tot een transactie die specifieke financiële instrumenten tot doel heeft, zodat de bemiddeling bij vermogensbeheer er niet onder valt.

7 — Het verwijst daartoe naar § 1, lid 1a, tweede volzin, punt 3, KWG en artikel 4, lid 1, punt 9, van richtlijn 2004/39.

8 — § 1, lid 1a, tweede volzin, punt 1a, KWG.

9 — Hij vermeldt verder dat deze uitlegging door twee bestuursrechtelijke instanties is bevestigd in voorlopige beslissingen in eerste aanleg, die de letterlijke tekst van de wet hebben gevolgd („Geschäfte über”: „transacties die met […] verband houden”), waaruit niet kan worden afgeleid dat hieronder alleen de bemiddeling bij rechtshandelingen valt waardoor de juridische verkrijging van het financiële instrument rechtstreeks wordt gerealiseerd.

29. Omdat het twijfelt of het een strikte of een ruimere uitlegging moet hanteren van artikel 4, lid 1, punt 2, eerste volzin, juncto bijlage I, deel A, punt 1, van de MiFID I-richtlijn, heeft het Bundesgerichtshof het Hof de volgende prejudiciële vraag gesteld:

„Is het ontvangen en doorgeven van een order die vermogensbeheer als inhoud heeft (artikel 4, lid 1, punt 9, MiFID), een beleggingsdienst in de zin van artikel 4, lid 1, punt 2, eerste volzin, juncto bijlage I, deel A, punt 1, MiFID?"

30. Geen van de twee partijen in het hoofdgeding heeft schriftelijke opmerkingen ingediend tijdens de prejudiciële procedure of deelgenomen aan de terechtzitting van 16 november 2016, waar de regering van het Verenigd Koninkrijk en de Duitse regering alsook de Europese Commissie hun standpunten hebben uiteengezet.

III – **Analyse van de prejudiciële vraag**

31. Het Bundesgerichtshof heeft zijn prejudiciële vraag nauwkeurig afgebakend, na te hebben uitgesloten dat de tussenkomst van Pflanz [10] – met haar voorstel aan Khorassani om een vermogensbeheerovereenkomst te sluiten met de beleggingsondernemingen in Liechtenstein – kan worden gekwalificeerd als „beleggingsadvies" in de zin van bijlage I, deel A, punt 5, van de MiFID I-richtlijn. Aangezien het geen gepersonaliseerde adviezen over specifieke financiële instrumenten betrof, kunnen zij volgens de verwijzende rechter niet als een dergelijk soort dienst worden aangemerkt.

32. Het Hof zal zijn antwoord aan de verwijzende rechter derhalve beperkt moeten houden en de MiFID I-richtlijn alleen moeten uitleggen met betrekking tot de vraag of het ontvangen en doorgeven van een order inzake vermogensbeheer een beleggingsdienst is, zonder zich uit te spreken over het begrip beleggingsadvies.

33. Deze afbakening van het debat heeft mijns inziens een zekere relevantie. Indien de keuze voor de door Pflanz voorgestelde vermogensbeheerondernemingen [11] gelet op de latere gebeurtenissen een verkeerde blijkt, is haar handelen bestaande in het doen van die aanbeveling naar mijn mening van meer belang dan de latere, en quasi-afgeleide, „uitgelokte" ondertekening van de overeenkomst door Khorassani. Het zou innerlijk tegenstrijdig zijn het vergunningsvereiste (en in de opvatting van de verwijzende rechter, de daaruit voortvloeiende verantwoordelijkheid) voor het ernstigere gedrag – dit wil zeggen het advies om een deel van het vermogen aan twee bepaalde ondernemingen toe te vertrouwen om het door hen te laten beheren – uit te sluiten en tegelijkertijd de vergunning te vereisen (en, bij gebreke daarvan, de daaruit voortvloeiende verantwoordelijkheid) voor het quasi-instrumentele feit die overeenkomst aan de vermogensbeheerondernemingen te hebben toegezonden.

34. Er moet derhalve worden nagegaan of een handelwijze zoals die van Pflanz een beleggingsdienst is die is onderworpen aan de regels van de MiFID I-richtlijn, meer in het bijzonder een dienst ter zake van het „ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten".

10 — In de verwijzingsbeslissing wordt niet duidelijk gemaakt of die mevrouw beroepshalve of op persoonlijke titel handelde en of zij dat incidenteel of regulier deed. Zoals de Duitse regering ter terechtzitting heeft verklaard, is richtlijn 2004/39 zoals deze in nationaal recht is omgezet, in dat land alleen op natuurlijke personen van toepassing wanneer zij hun diensten beroepshalve verrichten.

11 — Zoals de Duitse regering ter terechtzitting heeft uiteengezet trad Pflanz op als „ambassadrice", en stelde zij Khorassani voor de beheerovereenkomst te sluiten, die deze ondertekende en die zij daarna aan de beheermaatschappij deed toekomen. De Duitse regering is daarom van mening dat het probleem in de onderhavige zaak veeleer voortvloeit uit de aanbeveling om de overeenkomst te sluiten (door haar als culpoos aangemerkt gedrag) dan uit het doorzenden van de reeds ondertekende overeenkomst.

35. Uit de betogen in de verwijzingsbeslissing en de schriftelijke en mondelinge opmerkingen blijkt dat er twee mogelijke uitleggingen zijn van dat begrip. De Duitse regering, de regering van het Verenigd Koninkrijk en de Portugese regering verdedigen de ruimere of extensieve uitlegging, terwijl de Commissie en de Poolse regering de engere of restrictieve uitlegging verdedigen. Ik vermeld reeds thans dat ik tot deze laatste uitlegging neig, dus tot een ontkennende beantwoording van de vraag van het Bundesgerichtshof.

36. Volgens vaste rechtspraak van het Hof moet bij de uitlegging van een Unierechtelijke bepaling niet alleen rekening worden gehouden met de bewoordingen ervan, maar ook met de context ervan en de doelstellingen van de regeling waarvan zij deel uitmaakt.[12] Ik zal deze uitleggingscriteria (het letterlijke, het systematische en het teleologische) derhalve ook toepassen op de litigieuze bepaling.

37. Ik begin met de letterlijke uitlegging. Volgens artikel 4, lid 1, punt 2, eerste volzin, van de MiFID I-richtlijn wordt onder beleggingsdiensten en –activiteiten verstaan „iedere in deel A van bijlage I genoemde dienst of activiteit die betrekking heeft op één van de in deel C van bijlage I genoemde instrumenten”. Tot die diensten behoort „het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten”.[13]

38. De Duitse taalversie[14] van deze bepaling lijkt een restrictievere strekking te hebben dan andere taalversies, zoals de Spaanse, de Franse, de Engelse, de Italiaanse of de Portugese.[15] Volgens de Duitse regering zou de zinsnede „met betrekking tot één of meer financiële instrumenten” (of haar pendanten in het merendeel van de taalversies) mogelijk geen *direct* verband vereisen tussen de vermogensbeheerovereenkomst en de concrete financiële instrumenten. Aldus beschouwd zou een *indirecte* financiële bemiddeling volstaan om de activiteit onder de bepaling te doen vallen: dat zou het geval zijn bij gedrag dat op het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst is gericht, dat bijgevolg als een aan de MiFID I-richtlijn onderworpen financiële dienst moet worden gekwalificeerd, voor het verrichten waarvan de relevante vergunning is vereist.

39. Hoewel het een aansprekende redenering is, overtuigt zij mij in het geheel niet. Evenals de Commissie meen ik veeleer dat het sleutelelement voor de uitlegging van bijlage I, deel A, punt 1, van de MiFID I-richtlijn het woord „orders” is, dat zonder onderscheid terugkomt in de verschillende taalversies („ordres”, „orders”, „Auftrag”, „ordini”, „ordens”). De bepaling spreekt van financiële diensten bestaande in het „ontvangen en doorgeven van orders” en die moeten mijns inziens betrekking hebben op transacties ter zake van bepaalde of specifieke financiële instrumenten.

40. Het is naar mijn mening moeilijk een niet op het verrichten van specifieke financiële transacties betrekking hebbende „order” te ontvangen of door te geven, aangezien dat begrip in de op die markt gebruikelijke terminologie de idee van concretisering in zich draagt. Hoewel de richtlijn in dit deel van de bijlage niet de door de Duitse wetgever in § 1 KWG („transacties tot verkoop en aankoop”) gekozen formulering gebruikt, kan het begrip „orders” volgens mij niet los worden gezien van de specifieke financiële instrumenten waarvoor „een order wordt verstrekt” tot een aankoop, vervreemding of een andere vergelijkbare transactie. De instigatie tot het doen van een belegging in bepaalde soorten financiële activa in het algemeen is wel een aanbeveling of een advies, maar geen „order” die kan worden „ontvangen of doorgegeven”.

12 — Arresten van 16 juli 2015, Lanigan (C-237/15 PPU, EU:C:2015:474, punt 35), en 8 november 2016, Ognyanov (C-554/14, EU:C:2016:835, punt 31).

13 — Bijlage I, deel A, punt 1.

14 — „Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die ein oder mehrere Finanzinstrument(e) zum Gegenstand haben”.

15 — In de Spaanse taalversie „recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros”; in de Franse „réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers”; in de Engelse „reception and transmission of orders in relation to one or more financial instruments”; in de Italiaanse „ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari”, en in de Portugese „recepção e transmissão de ordens relativas a um ou mais instrumentos financeiros”.

41. Deze uitlegging vindt steun in het feit dat „uitvoering van orders voor rekening van cliënten” – een onder bijlage I, deel A, punt 2, van de MiFID I-richtlijn vallende vorm van financiële dienstverlening – in artikel 4, lid 1, punt 5, van die richtlijn wordt gedefinieerd als „optreden om overeenkomsten te sluiten tot verkoop of aankoop van *één of meer* financiële instrumenten voor rekening van cliënten”. [16]

42. Er is een nauw verband tussen de dienst van het „ontvangen en doorgeven van orders” en die van de „uitvoering van orders voor rekening van cliënten”. Indien de onderneming die beide diensten aanbiedt over de infrastructuur en de geschikte mogelijkheden beschikt, gaat het ontvangen en doorgeven van de order met betrekking tot een specifiek product (*één of meer*) noodzakelijkerwijs gepaard met de uitvoering ervan. Er had in die omstandigheden geen onderscheid hoeven te worden gemaakt tussen de twee soorten financiële diensten, maar de MiFID I-richtlijn heeft dat onderscheid aangebracht omdat er financiële dienstverleners zijn die, daar zij niet over de capaciteit tot uitvoering van de door hen ontvangen orders beschikken, deze moeten doorgeven aan andere daartoe geëigende ondernemingen. In die gevallen onderscheidt het „ontvangen en doorgeven van orders” zich van de „uitvoering”, maar blijven de orders onveranderd.

43. Zowel het ontvangen en doorgeven van orders als de uitvoering ervan moet dus betrekking hebben op specifieke financiële instrumenten: algemene orders kunnen op dit soort markten niet worden uitgevoerd en ze mogen ook niet worden ontvangen en doorgegeven wanneer de uitvoering ervan vervolgens niet mogelijk is. In het kader van de MiFID I-richtlijn kunnen orders niet worden gelijkgesteld met algemene opdrachten en evenmin kan de op het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst gerichte activiteit die niet vergezeld gaat van een uitvoerbare order met betrekking tot een specifiek financieel instrument ertoe gerekend worden.

44. Anders dan het Verenigd Koninkrijk stelt, geloof ik niet dat deze uitlegging op losse schroeven wordt gezet door overweging 20 van de MiFID I-richtlijn. [17] Mijns inziens moet de activiteit van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers, als hypothetisch voorbeeld van het ontvangen en doorgeven van orders, om onder de desbetreffende financiële diensten te vallen, een concrete transactie tussen hen tot doel hebben ter zake van „een of meer” van dergelijke instrumenten.

45. De systematische samenhang van de bepaling met andere meer of minder verwante bepalingen leidt mijns inziens ook tot deze conclusie.

46. Ter verdediging van de extensieve uitlegging van bijlage I, deel A, punt 1, van de MiFID I-richtlijn verwijzen de regering van het Verenigd Koninkrijk en de Duitse regering naar de onderscheiden regulering van de beleggingsadviesdiensten enerzijds en het ontvangen en doorgeven van orders aan cliënten met betrekking tot financiële instrumenten anderzijds:

— volgens overweging 81 en artikel 52 van richtlijn 2006/73 is algemeen advies over een soort financieel instrument geen beleggingsadvies in de zin van de MiFID I-richtlijn, omdat onder dit begrip alleen advies over bepaalde financiële instrumenten wordt verstaan;

— de MiFID I-richtlijn en richtlijn 2006/73 bevatten daarentegen geen soortgelijke beperking ten aanzien van de diensten van het ontvangen en doorgeven van orders.

16 — Cursivering van mij.

17 — Ik herinner eraan dat volgens deze overweging „[h]et ontvangen en doorgeven van orders […] voor de toepassing van deze richtlijn ook [behelst] het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een transactie tot stand kan komen”.

47. Volgens de Duitse en de Britse regering zouden de orders derhalve niet noodzakelijkerwijs betrekking hoeven te hebben op bepaalde financiële instrumenten. De restrictieve uitlegging van bijlage I, deel A, punt I, van de MiFID I-richtlijn zou bijgevolg zijn uitgesloten, aangezien de wetgever die beperking wel zou hebben ingevoerd indien hij dat nodig had gevonden.

48. Dit argument a contrario kan mij evenmin overtuigen. De verwijzingen in overweging 81 en artikel 52 van richtlijn 2006/73 naar bepaalde financiële instrumenten, in verband met beleggingsadvies, dienen om te voorkomen dat hieronder algemene adviezen over een soort financieel instrument worden geschaard.[18] De opzet om (in deze fase van de regeling)[19] de algemene advisering niet aan de eisen van de MiFID I-richtlijn te onderwerpen, verklaart de uitdrukkelijke opneming van de verwijzing naar „bepaalde financiële instrumenten" om dit begrip positief en negatief af te bakenen.

49. Deze specificatie was echter voor de financiële diensten van het ontvangen en doorgeven van orders niet noodzakelijk, omdat zij op zichzelf reeds waren (en zijn) gekoppeld aan de „orders" tot handelen, die per definitie een opdracht met betrekking tot bepaalde financiële instrumenten inhouden. Het zou overbodig zijn geweest die vermelding nog eens in richtlijn 2006/73 te herhalen met betrekking tot die diensten.

50. Zoals de Commissie bovendien terecht uiteenzet, kan een in een dochterrichtlijn (in dit geval richtlijn 2006/73) opgenomen specificatie van de beleggingsadviesdiensten niet als grondslag dienen voor een uitlegging a contrario van een bepaling van de basisrichtlijn (de MiFID I-richtlijn) betreffende de financiële diensten van het ontvangen en doorgeven van orders.

51. In werkelijkheid zou gezegd kunnen worden dat alle beleggingsdiensten en -activiteiten van bijlage I, deel A, van richtlijn 2004/39 betrekking hebben op transacties ter zake van specifieke financiële instrumenten. Beleggingsadvies was het enige dat aanleiding kon geven tot twijfel en om die uit de weg te ruimen is in de uitvoeringsrichtlijn (richtlijn 2006/73) uitdrukkelijk toegevoegd dat het advies alleen binnen de werkingssfeer ervan valt wanneer het „bepaalde financiële instrumenten" betreft.

52. Kortom, wanneer een persoon optreedt als bemiddelaar tussen de cliënt en de beleggingsonderneming, en aan de eerste in overweging geeft het beheer van zijn activa toe te vertrouwen aan de tweede, handelt noch werkt hij in beginsel met een specifiek financieel instrument. Het zijn uiteindelijk de beheerders van het vermogen van de cliënt die met diens instemming of ingevolge diens opdracht, bepalen in welke financiële instrumenten precies wordt belegd.

53. De toepassing van de teleologische of doelconforme uitleggingscriteria brengt mij eveneens tot een negatieve beantwoording van de vraag van de verwijzende rechter.

54. Zoals het Hof heeft aangegeven[20] blijkt met name uit de overwegingen 2, 5 en 44 van de MiFID I-richtlijn dat deze hoofdzakelijk tot doel heeft de bescherming van de beleggers, de handhaving van de integriteit en algemene efficiëntie van het financiële stelsel en de transparantie van transacties.

18 — Zie arrest van 30 mei 2013, Genil 48 en Comercial Hostelera de Grandes Vinos (C-604/11, EU:C:2013:344, punten 51 en 52).

19 — Er zij aan herinnerd dat beleggingsadvies voor het eerst als een soort financiële dienst is gekwalificeerd in de MiFID I-richtlijn, waar het immers niet was opgenomen in richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (PB 1993, L 141, blz. 27). Het zou onlogisch zijn wanneer richtlijn 93/22 de bemiddeling bij het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst als financiële dienst van het ontvangen en doorgeven van orders zou hebben bevat en deze niet op de beleggingsadviesdiensten zou hebben toegepast.

20 — Arrest van 22 maart 2012, Nilaş e.a. (C-248/11, EU:C:2012:166, punt 48).

55. De Duitse regering, de regering van het Verenigd Koninkrijk en de Portugese regering hebben de extensieve uitlegging van bijlage I, deel A, punt 1, van de MiFID I-richtlijn verdedigd met een beroep op de in richtlijn 2004/39 uitgebreid vastgelegde bescherming van de beleggers. De bemiddeling bij het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst zou vanuit dat oogpunt gelijkstaan aan „het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten".

56. Die regeringen betogen voorts dat de door hen voorgestelde uitlegging het beste beantwoordt aan het doel een hoog niveau van beleggersbescherming te bereiken, omdat zij de mogelijkheid biedt deze gevallen van indirecte financiële bemiddeling aan de MiFID I-richtlijn te onderwerpen. Marktdeelnemers zoals Pflanz zouden dan in Duitsland verplicht over een vergunning van de BaFin moeten beschikken en aan haar toezicht zijn onderworpen.

57. De bescherming van de beleggers is inderdaad een belangrijk doel van de MiFID I-richtlijn [21], dat tot uitdrukking komt in de aan beleggingsondernemingen opgelegde eisen wat hun betrekkingen met de gebruikers van hun diensten betreft: zij moeten zich overeenkomstig artikel 19, leden 1 en 2, op loyale, billijke en professionele wijze inzetten voor de belangen van die cliënten, aan wie zij correcte, duidelijke en niet misleidende informatie moeten verstrekken.

58. De toepassing van de regels die strekken tot bescherming van de beleggers kan echter niet tot onevenredige resultaten leiden, zoals de uitbreiding van de controles van de MiFID I-richtlijn tot elke marktdeelnemer en elk soort financiële dienst. [22] Een goed doel, zoals het doel dat ongetwijfeld ten grondslag ligt aan de opvatting van de regeringen die de werkingssfeer van die richtlijn zo ruim mogelijk willen maken om de beleggers te beschermen tegen gedrag zoals in het hoofdgeding, kan niet leiden tot een uitlegging van het geldende recht die indruist tegen de eigenlijke betekenis ervan.

59. De MiFID I-richtlijn houdt bepaalde grenzen in, waarbinnen de beoogde beleggersbescherming moet worden nagestreefd, zonder dat die grenzen mogen worden overschreden. Enerzijds omvat de definitie van beleggingsonderneming van artikel 4, lid 1, punt 1, slechts rechtspersonen die beroeps- of bedrijfsmatig financiële diensten voor derden verrichten, al staat de richtlijn de lidstaten onder bepaalde omstandigheden ook toe natuurlijke personen onder die definitie te laten vallen.

60. Anderzijds biedt artikel 3, lid 1, van de MiFID I-richtlijn de lidstaten ook de mogelijkheid de activiteit van personen die geen aan hun cliënten toebehorende gelden en/of effecten mogen aanhouden en alleen orders in effecten en rechten van deelneming in een instelling voor collectieve belegging mogen ontvangen en doorgeven, door middel van nationale bepalingen te regelen en van de werkingssfeer van de richtlijn uit te sluiten wanneer die personen die orders mogen doorgeven om door beleggingsondernemingen te worden uitgevoerd.

61. Ik wijs op die twee bepalingen om duidelijk te maken dat de bescherming van de gebruiker van de financiële dienst, als de „zwakste" partij in de relatie, niet rechtvaardigt dat wordt afgezien van de uit de juiste uitlegging van de regels voortvloeiende eisen, te minder wanneer deze laatste ruimte laten voor andere wijzen van bescherming van de rechten en belangen van de belegger, zoals in casu het geval is.

21 — Ik wijs erop op dat deze richtlijn de financiële dienstverlening niet volledig maar slechts gedeeltelijk harmoniseert, zoals blijkt uit overweging 2, volgens welke „een zodanige harmonisatie [moet] worden bewerkstelligd dat beleggers een hoog niveau van bescherming wordt geboden en dat beleggingsondernemingen in staat zijn overal in de Gemeenschap, die een eengemaakte markt vormt, diensten te verrichten, op basis van toezicht door de lidstaat van herkomst".

22 — In die zin concludeerde het Hof in zijn arrest van 3 december 2015, Banif Plus Bank (C-312/14, EU:C:2015:794), dat niet als een beleggingsdienst of -activiteit in de zin van artikel 4, lid 1, punt 2, van richtlijn 2004/39 kunnen worden aangemerkt, bepaalde door een kredietinstelling op grond van bedingen van een leningsovereenkomst in vreemde valuta verrichte wisseltransacties waarbij het bedrag van de lening wordt bepaald op basis van de aankoopkoers van de vreemde valuta op de datum van vrijgave van het geld en de bedragen van de maandelijkse afbetalingen worden bepaald op basis van de verkoopkoers van die vreemde valuta op de datum waarop iedere maandelijkse afbetaling wordt berekend.

62. Om het door Khorassani met de terugvordering van zijn belegging nagestreefde vermogensevenwicht te bereiken, hoeft het begrip „ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot één of meer financiële instrumenten" niet zodanig geweld te worden aangedaan dat er mede eerdere gedragingen onder vallen (zoals in casu die van de bemiddeling bij het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst) die als zodanig geen verband houden met de wijze waarop het daadwerkelijke vermogensbeheer vervolgens wordt gerealiseerd.

63. De bescherming van de beleggers wordt voldoende gewaarborgd door de MiFID I-richtlijn, aangezien de vermogensbeheeronderneming die de belegger het voorstel tot orderuitvoering (nu inderdaad) met betrekking tot specifieke financiële instrumenten doet, de aan haar rechtspositie verbonden verantwoordelijkheden draagt.

64. In het geval van Khorassani (die overigens niet kon ontkennen dat hij belegde via niet in Duitsland gevestigde financiële entiteiten), kunnen de ondernemingen in Liechtenstein door hem in rechte worden aangesproken overeenkomstig de bedingen tot aanwijzing van het bevoegde forum in zijn vermogensbeheerovereenkomst. Wanneer dat in Liechtenstein is, zou zijn rechtsbescherming als cliënt gewaarborgd zijn, aangezien de MiFID I-richtlijn van toepassing is in de Europese Economische Ruimte, waarvan Liechtenstein onderdeel is, zonder voor de toepassing van die richtlijn als derde land te worden beschouwd. [23]

65. Aangezien de cliënt de mogelijkheid heeft in rechte op te komen tegen de vermogensbeheerder, zie ik geen noodzaak de regeling van de MiFID I-richtlijn uit te breiden tot de persoon die uitsluitend heeft bemiddeld bij het sluiten van de vermogensbeheerovereenkomst. Het doel de bescherming van de belangen van de belegger te waarborgen, maakt een mijns inziens in juridisch opzicht zeer gewrongen uitlegging van de litigieuze bepalingen onnodig, wanneer die belangen reeds genoegzaam worden beschermd door andere bepalingen van die richtlijn.

66. Tot slot moet ik een nuancering toevoegen in de lijn van de opmerkingen van de Poolse regering. Aan de hand van de gegevens in de verwijzingsbeslissing kan niet worden vastgesteld of Pflanz al dan niet een verbonden agente is van de twee Liechtensteinse beleggingsondernemingen. Dat zal de nationale rechter moeten nagaan. [24]

67. Indien zij een verbonden agente is, moet rekening worden gehouden met artikel 23 van de MiFID I-richtlijn, dat een reeks verplichtingen en controles oplegt aan de financiële ondernemingen die verbonden agenten aanwijzen „om de diensten van de beleggingsonderneming te promoten, diensten aan te bieden of orders van cliënten of potentiële cliënten te ontvangen en door te geven, financiële instrumenten te plaatsen en advies te verstrekken in verband met deze financiële instrumenten en diensten die door deze beleggingsonderneming worden aangeboden".

68. In dat geval zou de verbonden agent, aangezien de bemiddeling bij het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst één van de activiteiten is die een verbonden agent ten behoeve van de onderneming die hem aanwijst, kan verrichten, ook de gedragsregels voor het verrichten van de diensten van artikel 19 van de MiFID I-richtlijn in acht moeten nemen. In het bijzonder lid 1 ervan voorziet in de verplichting dat de verbonden agent „[zich] op loyale, billijke en professionele wijze

23 — De MiFID II-richtlijn (artikelen 39-42) en de MiFIR-verordening (artikelen 46-49), die de MiFID I-richtlijn met ingang van 3 januari 2018 vervangen, voorzien in een registratiesysteem van ondernemingen uit derde landen die hun financiële diensten in de Unie wensen aan te bieden zonder een bijkantoor te hoeven vestigen, mits de toezichtregeling van hun staat van oorsprong door de Commissie als gelijkwaardig aan die van de Unie wordt beschouwd. Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van verordening (EU) nr. 648/2012 (PB 2014, L 173, blz. 84) en richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn 2002/92/EG en richtlijn 2011/61/EU (PB 2014, L 173, blz. 349).

24 — Ter terechtzitting heeft de Duitse regering desgevraagd verklaard niet over aanvullende feitelijke informatie te beschikken.

inzet voor de belangen van [zijn] cliënten en met name de in de leden 2 tot en met 8 neergelegde beginselen in acht neemt". Het staat, ik herhaal het, aan de verwijzende rechter (of in voorkomend geval de lagere rechter) om vast te stellen of deze bepalingen in het hoofdgeding van toepassing zijn en er de nodige rechtsgevolgen aan te verbinden.

IV – **Conclusie**

69. Gelet op een en ander geef ik het Hof in overweging de prejudiciële vraag van het Bundesgerichtshof als volgt te beantwoorden:

„De bemiddeling bij het sluiten van een vermogensbeheerovereenkomst in omstandigheden als die van het hoofdgeding is geen beleggingsdienst in de zin van artikel 4, lid 1, punt 2, eerste volzin, juncto bijlage I, deel A, punt 1, van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten."