

Rondom het Nieuws

Ervaringen met kostentransparantie en provisies onder MiFID II

mr. R.E. Labeur¹

Op 3 januari 2020 is het alweer twee jaar geleden dat marktpartijen en toezichthouders voor het eerst aan de nieuwe regels van MiFID II² moesten voldoen. Dat betekent dat het in de systematiek van de richtlijn begin komend jaar tijd wordt voor de Europese Commissie om diverse rapporten uit te brengen over de werking van de richtlijn. Eén van die rapporten zal gaan over de werking van de nieuwe regels voor provisietransparantie, en over kostentransparantie in bredere zin. Ter voorbereiding daarop heeft de markt zich inmiddels over haar ervaringen mogen uitlaten. Die blijken over het algemeen niet al te positief.

1. Introductie

Art. 90 lid 1 sub (h) MiFID II bevat de opdracht aan de Europese Commissie om op uiterlijk 3 maart 2020³ aan het Europees Parlement en de Europese Raad rapport uit te brengen over het effect van de transparantieplichtingen die onder MiFID II worden opgelegd aan beleggingsdienstverleners⁴ die niet onder het provisieverbod vallen, en die dus onder voorwaarden nog wel provisies van derden (dat wil zeggen: anderen dan de cliënt) mogen ontvangen. Meer specifiek wordt de opdracht gegeven tot een beoordeling van het effect van de verplichting tot provisietransparantie op het adequaat functioneren van de interne markt en grensoverschrijdend beleggingsadvies.

De Europese Commissie is verplicht ESMA te raadplegen voordat zij haar rapport opstelt. Die

raadpleging heeft zij in mei van dit jaar gestart. De Europese Commissie heeft deze gelegenheid aangegrepen om ESMA meer te vragen dan noodzakelijk is gelet op de verplichte evaluatie van de provisietransparantieregels. Het verzoek aan ESMA is⁵:

‘to assess together with the NCAs [National Competent Authorities – RL] whether firms comply with inducement and cost disclosure rules in practice, whether the application varies across Member States and, if positive, how. During this process, the Commission invites ESMA to analyse and provide an assessment of the effects of these rules for both professional and retail clients. ESMA’s analysis should be guided by the broader consideration of the extent to which investors have benefited from the new rules thus far.’

Naast de werking en naleving van de provisietransparantieregels is de Europese Commissie dus, wat mij betreft logischerwijs, benieuwd naar kostentransparantie in bredere zin. Provisietransparantie is namelijk een van de verplichte componenten binnen de kostentransparantieregels. Een van de aspecten die onderzocht wordt is in hoeverre de regels effectief blijken te zijn; in welke mate hebben beleggers tot dusver van de nieuwe regels geprofiteerd?

1. Rosemarijn Labeur is advocaat bij Finnius in Amsterdam.
2. Richtlijn 2014/65/EU betreffende markten voor financiële instrumenten (herschikking). MiFID II is in de praktijk de aanduiding van de complete set aan regels en interpretaties die op welk niveau dan ook zijn uitgevaardigd, met de genoemde richtlijn en de Verordening (EU) 600/2014 betreffende markten in financiële instrumenten (MiFIR) als hoofddocumenten.
3. In het artikel zelf staat 3 maart 2019. Omdat de inwerkingtreding van MiFID II in alle lidstaten na het van kracht worden van de richtlijn een jaar is uitgesteld (van 3 januari 2017 naar 3 januari 2018), schuift deze datum ook een jaar op.
4. In de Wft en MiFID II vallend onder de term ‘beleggingsonderneming’. Een beleggingsonderneming kan zowel beleggingsdiensten (voor cliënten) verlenen als beleggingsactiviteiten (voor eigen rekening) verrichten.

5. Formal request to ESMA for technical advice on the reports to be submitted by the Commission under Article 90 of Directive 2014/65/EU and Article 52 of Regulation (EU) No 600/2014. Ref. Ares(2019)3387148, 23 mei 2019.

ESMA heeft de markt om input gevraagd om ervaringen met kosten transparantie door middel van een in juli dit jaar uitgebrachte *Call for Evidence*.⁶ De reacties daarop zijn onlangs gepubliceerd. Deze bijdrage grijp ik aan om kort in herinnering te roepen welke regels deze bijzondere aandacht trekken en hoe de markt zich daarover heeft uitgelaten.

2. Recap provisieregels en aandacht van ESMA

MiFID II heeft in Europa een provisieverbod geïntroduceerd voor de diensten onafhankelijk beleggingsadvies en individueel vermogensbeheer aan alle typen cliënten. De Nederlandse retailmarkt kende al een aantal jaren langer een dergelijk provisieverbod voor alle typen beleggingsdienstverlening, met uitzondering van plaatsingsdiensten. Sinds MiFID II is dit Nederlandse provisieverbod voor de retailmarkt aangevuld met het Europese provisieverbod voor onafhankelijk beleggingsadvies en individueel vermogensbeheer aan professionele cliënten. Het provisieverbod wil niet zeggen dat een beleggingsonderneming haar diensten gratis aan een cliënt moet verlenen. Het verbod betekent dat er geen beloningen of vergoedingen, in welke vorm dan ook, mogen worden betaald aan of ontvangen van derden. Wanneer gesproken wordt over het provisieverbod, wordt daarmee dus de situatie aangeduid waarin alleen provisiestromen zijn toegestaan die rechtstreeks lopen tussen de beleggingsdienstverlener en de cliënt.

Er zijn nog beleggingsdiensten waarvoor het provisieverbod niet geldt, net als voor alle nevendiensten.⁷ Alle plaatsingsdiensten (dus voor alle typen cliënten) en execution-only dienstverlening en niet-onafhankelijk beleggingsadvies voor professionele cliënten vallen buiten het bovengenoemde toepassingsbereik. Voor deze overige beleggingsdiensten geldt een ingewikkelder vormgegeven norm. Die houdt in dat provisies van derden alleen zijn toegestaan als deze (i) bedoeld zijn om de kwaliteit van de aan de cliënt verleende dienst te verhogen en (ii) geen afbreuk doen aan de plicht van de beleggingsdienstverlener om zich in te zetten voor de belangen van haar cliënten. Onderdeel (i) van deze toets staat ook wel bekend als de *quality enhancement test*, die afgelegd moet worden volgens de gedetailleerde standaarden van de gedelegeerde richtlijn tot aanvulling van MiFID II.⁸ Het doorstaan van de voorgenoemde toets, gaat gepaard met de provisie transparantie-eis waar het rapport van

de Europese Commissie over moet gaan. Die eis heeft een *ex ante* en, in veel gevallen, een *ex post* component. In alle gevallen moet de cliënt vóór de verlening van de beleggingsdienst op uitvoerige, accurate en begrijpelijke wijze mededeling worden gedaan van het bestaan, de aard en het bedrag van de provisie. Wanneer het bedrag niet kan worden opgenomen, moet de wijze van berekening van het bedrag in de plaats daarvan worden weergegeven. Dit kan allemaal niet meer in samengevatte vorm, zoals voorheen wel het geval was. Kleine niet-geldelijke tegemoetkomingen mogen wel in algemene bewoordingen kenbaar worden gemaakt, maar dat geldt niet voor de andere soorten provisies. Een *ex post* transparantie verplichting bestaat als het provisiebedrag van tevoren niet precies als een bedrag gecommuniceerd kon worden. In dat geval moet de cliënt achteraf – bij doorlopende dienstverlening en provisies is dat jaarlijks – alsnog van de dienstverlener horen om welk precies bedrag aan vergoedingen het gaat. Verder staat in de gedelegeerde verordening ter aanvulling van MiFID II⁹ (hierna: GV MiFID II) nog een hele specifieke bepaling voor beleggingsdienstverleners die vergoedingen van plaatsen van uitvoering (zoals handelsplatformen) ontvangen. Ook daarover moet de cliënt worden geïnformeerd, met specificatie van alle vergoedingen die de dienstverlener aan alle bij de transactie betrokken tegenpartijen in rekening brengt.

In haar *Call for Evidence* stelt ESMA tal van vragen over de ervaringen met de transparantiekant van de provisieregels. Daarbij gaat de aandacht onder meer uit naar in hoeverre marktpartijen verschillen in de eisen die gelden in de verschillende lidstaten ervaren, en of marktpartijen hun business model hebben aangepast als gevolg van de aangescherpte regels.

3. Recap eisen aan kosten transparantie en aandacht van ESMA

MiFID II geeft de cliënt ook recht op een inzicht vooraf en achteraf in de totale kosten van de beleggingsdienstverlening (en nevendiensten) en het financiële instrument en op het effect van deze kosten op het rendement van de belegging. Op verzoek moet de cliënt een uitsplitsing van deze totale kosten krijgen. De GV MiFID II werkt deze hoofdregels tot in groot detail uit. ESMA doet een duid in het zakje met inmiddels dertig gedetailleerde interpretaties in de Q&A over beleggersbescherming onder MiFID II (hierna: ESMA Q&A).¹⁰ De AFM heeft haar eigen brochure geproduceerd over dit onderwerp specifiek voor execution-only dienstverlening, waarin niet veel nieuwe informatie staat, maar wel voorbeelden zijn

6. ESMA Call for evidence. Impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II. ESMA35-43-1905, 17 juli 2019.

7. Nevendiensten blijven hier verder buiten beschouwing.

8. Gedelegeerde Richtlijn 2017/593/EU.

9. Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565.

10. Questions and Answers. On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 3 October 2019. ESMA35-43-349.

opgenomen die marktpartijen handvatten zouden kunnen geven bij de vormgeving van compliance op dit complexe onderwerp.¹¹

In een notendop schrijven de kostentransparantieregels voor dat de cliënt weliswaar een totaalbedrag en een percentage moet worden gepresenteerd, maar dit bedrag/percentage moet wel zichtbaar zijn opgebouwd uit de componenten: (i) kosten van de beleggingsdienstverlening en (ii) kosten van het financiële instrument. De bedragen die de dienstverlener van derden heeft ontvangen (provisies) mogen niet bij het eerste component worden meegenomen, maar moeten afzonderlijk worden gespecificeerd. Bijlage II GV MiFID II geeft aan welke kostenposten in het totaalbedrag moeten worden meegenomen. De transparantie moet op het niveau van individuele transacties worden geboden. Vooraf kan het op basis van een gefundeerde schatting, achteraf krijgt de cliënt de daadwerkelijke kosten gerapporteerd. *Ex ante* en *ex post* rapportages moeten vergezeld gaan van een illustratie van het cumulatieve effect van de kosten op het rendement. Voor alle beleggingsdiensten, behalve voor individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies en dienstverlening ten aanzien van derivaten, kan de kostentransparantie voor professionele cliënten op sommige vlakken een tandje minder, mits de cliënt daarmee instemt. Het gaat dan om het weglaten van kleine elementen, zoals de illustratie van het effect van de kosten op het rendement. Ook in aanmerking komende tegenpartijen kunnen tekenen voor een minder gedetailleerde toepassing van de kostentransparantieregels, behalve wanneer derivaten betrokken zijn.

De toepassing van de regels buiten de retailmarkt is een van de aspecten die in de evaluatie van de Europese Commissie en ESMA onder de loep wordt genomen. Een ander aspect is de overlap tussen de kostentransparantie die op grond van MiFID II geboden moet worden en de kosten die aan beleggers worden gecommuniceerd door middel van andere verplichte informatiedocumenten, namelijk het Essentiële Informatie Document (hierna: Eid) uit hoofde van de Verordening over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (hierna: PRIIPs)¹² en de Essentiële Beleggersinformatie (hierna: Ebi) voor icbe's.¹³ Op grond van MiFID II mogen beleggingsdienstverleners voor de productkosten vertrouwen op de kosten zoals opgenomen in het Eid dan wel het Ebi. De ESMA Q&A gaat echter een stap verder en suggereert dat de kosten onder MiFID II altijd berekend moeten worden op de

wijze zoals dat voor een Eid / Ebi gebeurt, zelfs als er voor het betreffende product helemaal geen Eid of Ebi opgesteld hoeft te worden. Verder onderzoekt ESMA de noodzaak tot het opstellen van gedetailleerdere regels voor de timing van *ex ante* en de *ex post* rapportages en de verplichte illustratie van de cumulatieve effecten van kosten op het rendement.

4. Reacties op de Call for Evidence

Op de *Call for Evidence* zijn 42 reacties gekomen, vooral van belangenverenigingen en andere associaties. Daar zitten vooral veel internationale organisaties bij - waar Nederlandse (koepel) organisaties zoals DUFAS geregeld ook deel van uitmaken - en een aantal nationale organisaties.¹⁴ Desondanks is het opvallend dat er geen enkele *directe* reactie van een Nederlandse marktpartij of belangenvereniging is ingediend. Terwijl in Nederland toch ook wordt gemopperd op, en geworsteld met, bepaalde facetten van de kostentransparantieregels, zeker waar het de professionele markt betreft. Wat dat betreft is het zonde dat worstelende Nederlandse marktpartijen deze kans om formeel gehoord te worden, al dan niet bewust, aan zich voorbij hebben laten gaan.

De meeste respondenten richten zich in hun reactie op de kostentransparantieregels in brede zin. Over de specifieke provisietransparantie wordt een paar keer opgemerkt dat deze op zichzelf niet tot veel problemen leidt. Wat wel als ingewikkeld wordt ervaren zijn de verschillen in provisieregels in de lidstaten, de *quality enhancement test* en de regels voor kleine niet-geldelijke vergoedingen. Omdat dit niet het onderwerp van ESMA's onderzoek is op dit moment, worden deze aspecten slechts zijdelings genoemd. Er wordt door een aantal respondenten de hoop uitgesproken dat de werking van de inhoudelijke provisieregels nog eens wordt onderzocht. Dat er nu een onderzoek wordt gedaan naar de transparantiekant van de regels, lijkt weinig respondenten echt te interesseren.

Een rode draad door de reacties op de kostentransparantieregels is kritiek op de complexiteit, tijdrovendheid en kostbaarheid daarvan. Respondenten signaleren dat partijen moeite hebben met het maken van de juiste berekeningen en het vaststellen wat daar nu voor vereist is. Er worden daarbij verschillen ervaren in de toepassing van begrippen in verschillende lidstaten. Daarnaast worden de verschillende voorschriften over kostentransparantie in MiFID II, de PRIIPs Verordening en de verordening inzake de eisen aan het Ebi van icbe's door bijna iedereen als problematisch ervaren. Opgemerkt wordt dat retail cliënten daardoor niet in staat

11. AFM: Kostentransparantie voor een execution only-klant. Voorbeeldcasus, 26 oktober 2017.

12. Verordening 1286/2014/EU.

13. Verordening 583/2010/EU bevat gedetailleerde regels voor het opstellen van het Ebi.

14. Het volledige overzicht is hier gepubliceerd: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-responses-its-call-evidence-certain-investor-protection-topics>.

zijn om (i) alle informatie over kosten te begrijpen en (ii) de verschillende producten goed met elkaar te vergelijken. Terwijl vergelijkbaarheid van kosten toch juist een van de doelstellingen van de geaggregeerde kostentransparatie-eis was. Dit had ESMA eerder ook al opgepikt uit signalen van de nationale toezichthouders. Veel respondenten uiten verder hun onvrede over het feit dat aan professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen dezelfde informatie moet worden verschaft als aan retail beleggers. Een aantal partijen vraagt zich al of de transparantie nu wel zo nodig is voor deze gekwalificeerde beleggers. Over het nut van de ESMA Q&A blijken de meningen te verschillen. Een aantal partijen raakt er hopeloos door in de war en vindt de antwoorden onduidelijk en te gefragmenteerd doorkomen. Een partij oppert om de ESMA Q&A dan maar in richtsnoeren om te zetten, omdat de status daarmee duidelijker zou worden. Enkele partijen zijn juist weer erg blij met Q&A's. Al met al lijkt er behoefte aan duidelijkere instructies en om praktische handvatten zoals formats, zonder dat meer detail leidt tot meer regels. Het gaat partijen erom dat ze beter weten wat er van hen verwacht wordt. Dat zou de beoogde vergelijkbaarheid van kosten voor cliënten ook ten goede komen. Opvallend vaak werd positief wordt gerefereerd aan het initiatief dat de industrie eerder dit jaar zelf heeft genomen met het platform FinDatEx¹⁵, dat formats ter beschikking stelt voor het uitwisselen van data, onder meer tussen productontwikkelaars en distributeurs. ESMA wordt gevraagd om bij het ontwikkelen van verdere interpretaties, regels etc. samen te werken met FinDatEx, opdat gewaarborgd wordt dat de industrie ook daadwerkelijk wat kan met de regels.

om iets zinnigs te zeggen over de mate waarin deze transparantieregels aan beleggersbescherming bijdragen. Daarvoor lijken in ieder geval de algemene kostentransparantieregels nog teveel in de kinderschoenen te staan. Het ligt in de rede dat ESMA aanbevelingen doet die moeten leiden tot meer synergie tussen MiFID II enerzijds en het Eid/Ebi anderzijds. Dat lijkt op dit moment duidelijk wel de grootste doorn in het oog van de markt. Ik betwijfel of ESMA de Europese Commissie zal aanraden een nog wat lichter regime voor professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen zal te overwegen. Dat is bij de totstandkoming van MiFID II al uitgebreid aan de orde geweest en uiteindelijk beslist zoals het nu is. Ik verwacht eerder dat de mogelijke veranderingen gezocht zullen worden in een uniformere toepassing. Kostentransparantie in de huidige vorm krijgt van Europa naar mijn inschatting dus nog de kans om uit de kinderschoenen te komen. Daar zullen eerder meer dan minder nadere regels bij komen kijken. Aldus mijn glazen bol.

5. Het vervolg

ESMA zal op basis van de uitkomsten van de *Call for Evidence* en de input van nationale toezichthouders¹⁶ zoals haar is gevraagd een rapport uitbrengen met daarin haar observaties over naleving van de provisietransparantie en algemene kostentransparantie in de verschillende lidstaten. Mogelijk is het voor ESMA nog te vroeg

15. Dit staat voor 'Financial Data Exchange Templates' en betreft een initiatief van: the European Fund and Asset Management Association (EFAMA), the European Banking Federation (EBF), Insurance Europe (link), the European Savings and Retail Banking Group (ESBG), the European Association of Cooperative Banks (EACB), the European Structured Investment Products Association (EUSIPA).

16. In Nederland heeft de AFM vorig jaar bijvoorbeeld een onderzoek uitgevoerd bij een aantal marktpartijen naar compliance met onder andere de provisieregels en kostentransparantieregels in de markt voor professionele cliënten. Individuele terugkoppelingen hebben al plaatsgevonden. De algemene bevindingen moet de AFM nog publiceren, maar heeft zij mogelijk al wel met ESMA gedeeld.