

De beleggingsadviseur onder MiFID II

mr. R.E. Labeur¹

MiFID II bevat een uitbreiding en aanscherping van de gedragsregels voor verschillende typen beleggingsdienstverlening. In dit artikel staan de nieuwe gedragsregels voor beleggingsadviseurs centraal. Daarbij wordt eerst besproken wie zich onder MiFID II onafhankelijk beleggingsadviseur mag noemen en wie niet. Vervolgens komen de zes gedragsregels uitgebreid aan bod. Hoewel Nederlandse beleggingsadviseurs in lichte voorsprong hebben op andere EU-beleggingsadviseurs vanwege het strengere toezicht van de AFM op de bestaande *know your customer* regels en de invoering in Nederland van een vroegtijdig provisieverbod, zullen ook beleggingsadviseurs in Nederland een slag moeten maken om volledig MiFID II-compliant te worden.

1. Introductie

Beleggingsadviseurs zijn wel wat gewend als het om regeldruk gaat. Met de implementatie van de eerste versie van de *Markets in Financial Instruments Directive* (hierna: MiFID I)² in november 2007 heeft de regulering van deze dienst een enorme vlucht genomen, in de eerste plaats door de introductie van de zelfstandige vergunningplicht voor beleggingsadviseurs.³ Naast vergunningeisen kregen beleggingsadviseurs vanaf dat moment te maken met verdergaande gedragsregels, bijvoorbeeld op het gebied van *know your customer* (hierna: KYC) en cliëntenclassificatie.⁴ De Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) heeft hier in de loop der jaren nog wat scheppen bovenop gedaan, met leidraden en andere interpretaties die aangeven hoe beleggingsadviseurs in een ideale wereld hun diensten zouden moeten verrichten (volgens de toezichthouder).⁵ Dat geldt overigens ook voor de *European Securities and Markets Authority* (hierna: ESMA).⁶ Verder hebben het door de Nederlandse wetgever opgelegde provisieverbod en de vergaande nationale beloningsre-

gels, waaronder het beruchte 20% bonus plafond, een grote impact gehad op beleggingsdienstverleners⁷ die actief zijn op de Nederlandse markt.⁸

Hier komt (naar verwachting) vanaf 1 januari 2018 MiFID II⁹ nog bij. Niet alle extra eisen zullen de Nederlandse beleggingsadviseur even zwaar vallen. Dat komt doordat de AFM en de Nederlandse wetgever de afgelopen jaren in bepaalde opzichten al vooruit zijn gelopen op wat nu in MiFID II is opgenomen. Dit betreft met name een aantal KYC-verplichtingen en het provisieverbod. Maar dat geldt zeker niet voor het merendeel van MiFID II. In dit artikel komt aan de orde wat MiFID II specifiek ten aanzien van beleggingsadvies zal veranderen. Paragraaf 2 biedt schets daar eerst een globaal beeld van, voordat in paragraaf 3 en paragraaf 4 in detail op de nieuwe eisen wordt ingegaan.

Behoudens de regels ten aanzien van kosten transparantie, blijven in dit artikel de algemene aanvullende regels uit MiFID II die zullen gelden voor elk type beleggingsdienstverlener buiten beschouwing, zoals organisatorische eisen met betrekking tot de compliance functie of klachtenafhandeling, de kleine wijzigingen in de regels voor cliëntenclassificatie en algemene informatieverplichtin-

1. Rosemarijn Labeur is advocaat bij Finnius advocaten.

2. Richtlijn 2004/39/EC.

3. In Nederland werd beleggingsadvies tot die tijd door de Wet toezicht effectenverkeer 1995 nog slechts als nevendienst (van *brokers* of individueel vermogensbeheerders) gereguleerd.

4. K.W.H. Broekhuizen en L.J. Silverentand, 'Ken uw cliënt, cliëntenclassificatie en de MiFID', *FR* 2006, nr. 11, p. 276-285.

5. Zie bijvoorbeeld de AFM leidraden 'Zorgvuldig adviseren bij vermogensopbouw' van december 2009, 'De klant in beeld' van november 2011, 'Dienstverlening op maat' van juli 2013 en 'Informatie over risicoprofielen. Aanbevelingen voor een betere aansluiting tussen beleggingen en risicoprofielen' van september 2015. Deze leidraden zijn gepubliceerd op www.afm.nl.

6. Zie met name de 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID-geschiktheidseisen' van 25 juni 2012 (ESMA/2012/387).

7. De officiële term 'beleggingsonderneming' - zowel omvattende degene die beleggingsdiensten verleent als degene die beleggingsactiviteiten verricht - wordt door de AFM op haar website al geregeld vervangen door de term 'beleggingsdienstverlener', wanneer het gaat om beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen. Deze duidelijkere terminologie steun ik graag.

8. Zie ook A.J.C.C.M. Loonen, 'Beleggingsadvies 2.0. Wetgeving en leidraden dwingen beleggingsondernemingen tot fundamentele keuzes', *FR* 9 september 2013, p. 284-292 en R.E. Labeur, 'Provisieverbod beleggingsondernemingen: Een blik terug en een blik vooruit', *FR* 2014, nr. 12, p. 502-507.

9. Bestaande uit Richtlijn 2014/65/EU (hierna: de Richtlijn) en Verordening (EU) Nr. 600/2014 (hierna: de Verordening).

gen. Ook worden regels voor beleggingsadviseurs die tevens orders doorgeven en/of zelf uitvoeren hierin niet besproken. Dienstverleners die dit bredere pakket aan diensten aanbieden zullen zich geconfronteerd zien met nieuwe eisen bovenop de in deze bijdrage besproken regels, waaronder de aangescherpte regels voor *best execution* en de verplichting tot het opnemen of opslaan van telefoongesprekken of elektronische mededelingen die met orders van klanten verband houden.¹⁰

2. Globaal overzicht nieuwe regels beleggingsadvies

Volgens MiFID II zijn meer beleggers op de financiële markten actief en krijgen zij een steeds complexer en diverser scala aan diensten en instrumenten aangeboden. In het licht van deze ontwikkelingen is het volgens de Europese wetgever noodzakelijk een zekere mate van harmonisatie tot stand te brengen om beleggers overal in de Unie een hoog niveau van bescherming te bieden. Aangezien persoonlijke aanbevelingen voor klanten van belang blijven en diensten en instrumenten steeds complexer worden, scherpert MiFID II de gedragsregels aan om beleggers daarbij beter te beschermen.¹¹ Het gaat dan specifiek voor beleggingsadvies over aanvullende regels met betrekking tot de volgende onderwerpen:

- KYC (de geschiktheidstoets);
- kostentransparantie;
- provisies;
- op beleggingsadvies toegesneden informatieverplichtingen;
- de cliëntenovereenkomst;
- vakbekwaamheidseisen; en
- eisen aan de rol van de adviseur als distributeur bij productontwikkeling- en evaluatie (*product approval and review*, ofwel *parp*).

Deze onderwerpen komen in paragraaf 4 uitgebreid aan bod, op de *parp*-eisen na. Die laatste eisen worden besproken in de bijdrage van mr. F.M.A. 't Hart elders in dit tijdschrift en komen daarnaast aan de orde in de bijdrage van mr. E.J. van Praag, eveneens in deze editie.

Nieuw in MiFID II is het onderscheid tussen onafhankelijk en niet-onafhankelijk beleggingsadvies. Dat onderscheid komt tot uitdrukking bij de toepassing van de informatieverplichtingen en het provisieverbod. Het laat zich raden dat een beleggingsadviseur zich pas onafhankelijk mag noemen, wanneer aan een aantal criteria is voldaan. Daar wordt in paragraaf 3 dieper op ingegaan. Daarnaast is nieuw dat de bovengenoemde regels ook gelden

wanneer een beleggingsadviseur adviseert over door een kredietinstelling uitgegeven gestructureerde deposito's. Dat zijn deposito's waarvan het rendement niet bepaald wordt aan de hand van een rentevoet (vast of variabel), zoals bijvoorbeeld *euribor* of *libor*, maar bijvoorbeeld aan de hand van een aandelenindex.¹² De reden voor de uitbreiding van de reikwijdte van MiFID II met gestructureerde deposito's is dat deze producten opgang maken als beleggingsproduct, maar op Europees niveau nog niet gereguleerd zijn. Er is een bijzondere manier gekozen om deze (gedeeltelijke) toepassing van MiFID II op gestructureerde deposito's te bewerkstelligen: In art. 1 lid 4 van de Richtlijn wordt een aantal artikelen van overeenkomstige toepassing verklaard op beleggingsondernemingen en kredietinstellingen waaraan overeenkomstig CRD IV¹³ een vergunning is verleend, wanneer deze verkopen verrichten of advies verstrekken aan klanten in verband met gestructureerde deposito's. Dat betekent dat een partij die niet als beleggingsonderneming of kredietinstelling kwalificeert maar wel over gestructureerde deposito's adviseert niet aan de belegger beschermende bepalingen van MiFID II gebonden is. Verder is opmerkelijk dat de transponeringstabel in de concept-Memorie van Toelichting bij de consultatieversie van de Nederlandse implementatiewet MiFID II stelt dat art. 1 van de Richtlijn geen implementatie behoeft. Het is mij niet duidelijk hoe thans in de Wft gewaarborgd is dat de in art. 1 lid 4 van de Richtlijn genoemde bepalingen op gestructureerde deposito's worden toegepast.

Art. 24 en 25 van MiFID II vormen het hart van de gedragsregels voor beleggingsadviseurs. De uitvoeringsmaatregelen van de Europese Commissie (*Level 2*) zullen echter op een groot aantal punten invulling moeten geven aan de normen die in MiFID II op hoofdlijnen zijn geformuleerd. De *Level 2* maatregelen (naar verwachting in de vorm van een verordening en uitvoeringsrichtlijn) worden opgesteld aan de hand van het technisch advies dat ESMA op 19 december 2014 heeft gepubliceerd (het ESMA Advies). Helaas zijn de conceptteksten van deze uitvoeringsmaatregelen op het moment van het ter perse gaan van deze bijdrage nog steeds niet verschenen. Bijna een jaar na dato is dus nog altijd niet duidelijk of de ideeën van ESMA ongewijzigd door de Europese Commissie zullen worden overgenomen. Tot de (concept)uitvoeringsmaatregelen er zijn, zullen we het met het ESMA Advies moeten doen om te voorspellen wat er vanaf 2017 zal gelden.

Tot slot is het nuttig vast te stellen dat aan de bestaande reikwijdte van het begrip beleggingsadvies door MiFID II niet wezenlijk wordt getornd. De oorspronkelijke definitie is ongewijzigd in MiFID II overgenomen en luidt nog steeds: *'het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een klant, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingson-*

10. Zie voor een aantal van de genoemde onderwerpen die in dit artikel buiten beschouwing blijven L.J. Silverentand en J.M. Sprecher, 'MiFID II: Een overzicht', *FR* 2012, nr. 5, p. 139-147 en L.J. Silverentand en J.M. Sprecher, 'Rondom het nieuws. Laatste ontwikkelingen MiFID II', *FR* 2013, nr. 12, p. 439-442.

11. Zie overweging 70 Richtlijn.

12. Zie art. 4 lid 1, onderdeel 43 Richtlijn.

13. Richtlijn 2013/36/EU.

onderneming, met betrekking tot één of meer transacties die met financiële instrumenten verband houden'.¹⁴ In het kader van MiFID II heeft de Europese Commissie ESMA gevraagd om met name nog eens goed te kijken naar wat art. 52 van de huidige MiFID Uitvoeringsrichtlijn¹⁵ voor invulling geeft aan het onderdeel 'gepersonaliseerde aanbevelingen' uit deze definitie. Dat artikel stelt onder meer dat een aanbeveling geen gepersonaliseerde aanbeveling is, als deze uitsluitend via distributiekanaalen wordt gedaan. ESMA adviseert om dit deel te schrappen, omdat zij er (mede door de consultatiereacties) van overtuigd is geraakt dat het gebruik van een distributiekanaal, zoals bijvoorbeeld internet, niet automatisch meebrengt dat een aanbeveling niet gepersonaliseerd is. ESMA kondigt daarbij aan dat de markt op dit gebied in de toekomst nieuwe *guidance* kan verwachten. Het zou goed kunnen dat dit op enig moment gebeurt door een update van de bestaande Q&A 'Understanding the definition of advice under MiFID' die ESMA¹⁶ in april 2010 heeft gepubliceerd.¹⁷

3. Onafhankelijk advies of niet?

Wie adviseert onder MiFID II moet zich afvragen of daarop het label onafhankelijk mag worden geplakt. Dat wordt door MiFID II relevante informatie geacht, die dus aan de klant moet worden verstrekt.¹⁸ Verder kan de uitkomst van deze vraag van invloed zijn op het verdienmodel van de betreffende beleggingsadviseur, zoals hierna onder 4.3 aan de orde zal komen. MiFID II stelt de contouren van de voorwaarden vast waaronder beleggingsadviseur klanten mogen meedelen dat het beleggingsadvies op onafhankelijke basis wordt gegeven:¹⁹

- In de eerste plaats moet de beleggingsadviseur in dat geval een *voldoende groot aantal* (cursivering auteur) op de markt verkrijgbare financiële instrumenten beoordelen.
- In de tweede plaats moeten die financiële instrumenten *voldoende divers* (cursivering auteur) zijn wat type en emittenten/productaanbieders betreft om ervoor te zorgen dat de beleggingsdoelstellingen van de klant naar behoren kunnen worden gerealiseerd.
- Tot slot mag de beoordeling niet beperkt zijn tot financiële instrumenten die worden uitgegeven of verstrekt (i) door de beleggingsadviseur zelf of door entiteiten die nauwe banden²⁰ met de beleggingsadviseur hebben of (ii) andere entiteiten waarmee de beleggingsadviseur in een

zodanig nauw juridisch of economisch verband staat, zoals een contractueel verband, dat het risico bestaat dat dit afbreuk doet aan de onafhankelijke basis van het verstrekte advies.

Het is duidelijk dat marktpartijen meer sturing nodig hebben om te kunnen begrijpen wanneer de beoordeelde financiële instrumenten 'een voldoende groot aantal' en 'voldoende divers' mogen worden geacht. Tegelijkertijd is het begrijpelijk dat hele concrete sturing (bijvoorbeeld getalsmatig) niet te geven is, gelet op het brede scala aan productsoorten (van heel standaard tot heel specifiek) waarop beleggingsadvies in een concreet geval kan zien. De vraag is of de markt uit de voeten zal kunnen met de vijf criteria die het ESMA Advies bevat ten aanzien van de samenstelling van de te beoordelen financiële instrumenten in geval van onafhankelijk beleggingsadvies:

- i. de te beoordelen financiële instrumenten moeten divers zijn qua type instrument of qua aanbieder/uitgevende instelling;
- ii. het aantal en soort financiële instrumenten dat deel uit maakt van de beoordeling moet in redelijke verhouding staan tot het beleggingsadvies dat wordt gegeven;
- iii. het aantal en de soort financiële instrumenten die worden beoordeeld moeten een goede afspiegeling zijn van de financiële instrumenten die in de markt beschikbaar zijn;
- iv. als er financiële instrumenten worden betrokken die door de beleggingsadviseur zelf worden uitgegeven, of door een onderneming die nauw met de beleggingsadviseur verbonden is, moet dat aantal 'gelinkte' financiële instrumenten in redelijke verhouding staan tot het totale aantal financiële instrumenten dat wordt beoordeeld; en
- v. bij de vergelijking van financiële instrumenten moeten alle relevante factoren worden meegenomen, waaronder de kosten, risico's en complexiteit en de selectiecriteria mogen (uiteraard) niet tot een bevooroordeelde advisering leiden.

Voor de duidelijkheid: het is niet verplicht voor beleggingsadviseurs om aan alle bovengenoemde eisen te voldoen. Compliance met deze eisen is 'slechts' relevant om als onafhankelijk beleggingsadviseur door het leven te mogen gaan.

Voor onafhankelijke beleggingsadviseurs die zich in een niche begeven, heeft ESMA aanvullende regels voorgesteld. Kort gezegd komen die er grotendeels op neer dat de onafhankelijk beleggingsadviseur in dat geval heel duidelijk moet zijn naar (potentiële) klanten over dit specifieke businessmodel. Verder stelt ESMA dat wanneer een dergelijke gespecialiseerde beleggingsadviseur vaststelt dat het specifieke business model niet aansluit op de behoefte en doelstellingen van de klant, deze beleggingsadviseur zijn diensten niet aan deze klant mag verlenen. Dit is afgezwakt ten opzichte van de consultatieversie, waarin nog stond dat de beleggingsadviseur de klant in dat geval naar een andere partij zou moeten verwijzen. Dat zal in de praktijk allicht wel gebeuren, maar uit klantgerichte over-

14. Zie art. 4 lid 1, onderdeel 4 Richtlijn.

15. Richtlijn 2006/73/EG.

16. Destijds nog opererend als CESR: *College of European Securities Regulators*.

17. CESR/10-293.

18. Zie art. 24 lid 4, sub a, onder i) Richtlijn.

19. Zie art. 24 lid 7 Richtlijn.

20. Van deze term 'nauwe banden' bestaat een definitie in art. 4 lid 1, onderdeel 35 Richtlijn.

wegingen en niet omdat het moet. Tot slot is ESMA onverbiddelijk in haar oorspronkelijke stelling dat het één individu niet is toegestaan om zowel onafhankelijk als niet-onafhankelijk beleggingsadvies te geven. De consultatiereacties hebben ESMA hierover niet op andere gedachten kunnen brengen. Het combineren van beide adviesvormen binnen dezelfde beleggingsonderneming wil ESMA wel toestaan, mits bepaalde communicatievoorwaarden ter voorkoming van verwarring en misleiding van klanten in acht worden genomen.

4. De nieuwe eisen verder belicht

4.1. De geschiktheidstoets

Op grond van art. 4:23 Wft²¹ moeten beleggingsadviseurs op dit moment al voorafgaand aan de dienstverlening een zogenoemde geschiktheidstoets toepassen op de klant. Dit houdt in dat de beleggingsadviseur in de eerste plaats een klantprofiel moet opstellen. Daartoe moet de beleggingsadviseur in het belang van de klant informatie inwinnen over diens kennis, ervaring, risicobereidheid²² en beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het advies. Het advies moet dan, haast vanzelfsprekend, voor zover redelijkerwijs mogelijk mede gebaseerd zijn op het klantprofiel. Ten aanzien van deze geschiktheidstoets bestaat veel nadere invulling, zowel in nadere wetgeving²³ als in toezichthoudercommunicaties.²⁴ De leidraden van de AFM hebben in de markt over het algemeen veel aandacht gekregen, maar de ESMA Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID-geschiktheidseisen lijken in de Nederlandse markt wat onderbelicht te zijn. Degenen die deze richtsnoeren wel ter harte hebben genomen sinds deze in 2012 van kracht zijn geworden, zullen niet volledig overvallen worden door de lange lijst aanbevelingen die in het ESMA Advies zijn opgenomen ter concretisering van de geschiktheidstoets. Veel van deze aanbevelingen kwamen namelijk al voor in de hiervoor genoemde richtsnoeren, en worden daarom door ESMA nu gepresenteerd als een 'verduidelijking' in plaats van als een aanvulling op de bestaande regels. Dat geldt

bijvoorbeeld voor de verplichting voor beleggingsdienstverleners om redelijke stappen te nemen om te waarborgen dat de over klanten ingewonnen informatie betrouwbaar is, ook wanneer software wordt gebruikt om klantprofielen op te stellen. Het geldt ook voor de richtsnoeren die ESMA al eerder heeft gegeven voor het opstellen van een klantprofiel wanneer de klant een (kleine) rechtspersoon is. In de richtsnoeren wordt genoemd dat de financiële situatie en de beleggingsdoelstellingen van de rechtspersoon moeten worden meegenomen, terwijl de deskundigheid en kennis betrekking zouden moeten hebben op de vertegenwoordiger van de rechtspersoon die gemachtigd is transacties voor rekening van de entiteit te verrichten. De manier waarop de geschiktheidstoets wordt uitgevoerd en wie daarin worden betrokken moet met de rechtspersoon worden afgestemd en schriftelijk worden vastgelegd. Vanuit aansprakelijkheids perspectief is dat ook geen overbodige luxe.

MiFID II breidt de geschiktheidstoets niet alleen uit tot gestructureerde producten deposito's, maar ook tot gebundelde producten. Van een gebundeld product is sprake als een beleggingsdienst samen met een andere dienst of een ander product wordt aangeboden, als onderdeel van een pakket of als voorwaarde waarvan de overeenkomst of dat pakket afhankelijk wordt gesteld (te denken valt aan een effectenrekening die aan een vaste betaalrekening is gekoppeld). Als beleggingsadvies wordt verstrekt waarbij een gebundeld pakket van diensten of producten wordt aanbevolen, moet de beleggingsadviseur beoordelen of het hele pakket passend is.²⁵ Dat lijkt mij een schot voor open doel. Voor gebundelde producten geldt overigens ook de plicht de klant te informeren over of losse koop ook mogelijk is en de kosten daarvan.²⁶ Een andere formele aanvulling die MiFID II in het kader van de geschiktheidstoets meebrengt, is de verplichting tot duidelijke communicatie over wat de AFM in de eerder genoemde leidraden al onder 'nazorg' schaarde. In MiFID II staat nu dat een beleggingsadviseur de klant moet laten weten of de dienstverlening ook een periodieke geschiktheidsbeoordeling omvat van de financiële instrumenten die hij de klant heeft aanbevolen.²⁷ Is dit het geval, dan moet de klant over de details van die periodieke beoordeling op de hoogte gesteld worden. Ook deze verplichte *expectation management* lijkt me geen schokkende eis voor een dienstverlener; vanuit civielrechtelijk maar ook commercieel perspectief was dit altijd al verstandig om met de klant af te stemmen.

Meer in het oog springend is de geschiktheidsverklaring die MiFID II voorschrijft aan beleggingsadviseurs met retailklanten.²⁸ Die geschiktheidsverklaring houdt in dat de beleggingsadviseur niet-professionele beleggers moet informeren over de specificaties van het verleende advies en hoe

21. Art. 4:23 Wft vormt de implementatie van art. 19 lid 4 MiFID I.

22. Dit element is niet opgenomen in MiFID I (zie hierover uitgebreid het artikel van K.W.H. Broekhuizen en L.J. Silverentand genoemd in voetnoot 4), maar wordt nu wel met zoveel woorden ('risicotolerantie') opgenomen in art. 25 lid 2 Richtlijn. Voor Nederlandse marktpartijen heeft deze wijziging in MiFID II niet veel gevolgen: zij moesten sinds november 2007 van de Nederlandse wetgever toch al expliciet aan dit element voldoen.

23. Zie art. 80a en 80c van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: BGfo), dat de implementatie vormt van art. 35 en art. 37 van de huidige MiFID Uitvoeringsrichtlijn.

24. Zie voetnoot 5 en 6.

25. Zie art. 25 lid 2 Richtlijn.

26. Zie art. 24 lid 11 Richtlijn.

27. Zie art. 24 lid 4 sub a) onder iii) Richtlijn.

28. Zie art. 25 lid 2 Richtlijn.

het advies aan de voorkeuren, beleggingsdoelstellingen en andere kenmerken van de klant beantwoordt. Bij andere kenmerken kan worden gedacht aan de kennis en ervaring van de klant en de risicobereidheid. Ook moet de klant in een voorkomend geval worden gewezen op nut en noodzaak van een periodieke herbeoordeling van de gemaakte keuzes. In de consultatieversie van het ESMA Advies stond nog dat de geschiktheidsverklaring ook melding zou moeten maken van de nadelen van de specifieke aanbeveling. Onder druk van respondenten is deze verplichting komen te vervallen en neemt ESMA genoegen met het feit dat het meewegen van nadelen al onderdeel van de geschiktheidstoets zelf is. Er gelden geen vormvoorschriften voor de geschiktheidsverklaring, anders dan dat de verklaring zich op een duurzame drager moet bevinden. Het is hierbij onder meer belangrijk dat de gegevens door de klant opgeslagen kunnen worden. Een geschiktheidsverklaring kan dus ook in een e-mail worden opgenomen.

4.2. Kostentransparantie

Met MiFID II gaat voor de AFM eindelijk een langgekoesterde wens ten aanzien van kostentransparantie in vervulling. Deze kostentransparantie geldt weliswaar niet uitsluitend voor beleggingsadviseurs, maar is wel buitengewoon relevant voor dit type beleggingsdienstverlener. Daarom toch een korte bespreking. Sinds jaar en dag pleit de AFM er bij de markt voor dat zij meer inzicht in de totale kosten van beleggingsdienstverlening geeft door een zogenoemd *total cost of ownership* (TCO) in te voeren.²⁹ Dat is lang niet echt van de grond gekomen. Wel passen banken aangesloten bij de Nederlandse Vereniging van Banken (hierna: NVB) sinds 1 januari 2015 al zoveel mogelijk de zogenoemde vergelijkende kostenmaatstaf (hierna: VKM) toe, waarmee inzicht wordt geboden voor alle beleggers met een bepaald profiel in de kosten die zij kunnen verwachten. De VKM bevat in ieder geval de eigen kosten van de dienstverlening door de banken plus de kosten van de producten die nu ook al transparant gemaakt moeten worden. De banken streven ernaar per 1 januari 2016 de belegger op meer individueel niveau inzicht te geven in de kosten, zowel in de kosten van de beleggingsdienstverlening als in de kosten voor het financieel product. De banken lopen hiermee vooruit op MiFID II, waarin ook is opgenomen dat de beleggingsonderneming voorafgaand aan de dienstverlening de klant inzicht dient te geven in de totale kosten van een beleggingsdienst en de kosten van een financieel instrument dat wordt aangeboden of geadviseerd. De beleggingsonderneming dient deze kosten samen te voegen, zodat de klant inzicht heeft in de totale kosten en in het cumulatief effect van de kosten op het rendement. Het ESMA Advies bevat een uitgebrei-

de uitwerking van deze transparantieplichting, waaronder uitleg over welke kosten precies moeten worden meegenomen. Het definitieve ESMA Advies geeft verder een nuttig inzicht in de vele bezwaren die naar aanleiding van de consultatieversie van het ESMA Advies naar voren zijn gebracht en waarom ESMA daar wel of niet in is meegegaan. Voor beleggingsadviseurs is onder meer van belang dat volledige kostentransparantie moet worden geboden aan zowel retailklanten als aan professionele beleggers. Voor andere vormen van dienstverlening is een *opt-out* door professionele beleggers mogelijk, maar dat geldt voor beleggingsadvies niet. De kostentransparantie moet in beginsel voorafgaand aan de dienstverlening plaatsvinden. Als er echter sprake is van een voortdurende relatie gedurende een periode van een jaar, dan moet de beleggingsadviseur ook jaarlijks achteraf nog een keer inzicht in de totale kosten bieden. Bij die totale kosten horen overigens ook de kosten van een derde-dienstverlener naar wie een beleggingsadviseur doorverwijst (bijvoorbeeld voor het uitvoeren van het beleggingsadvies).

4.3. Provisies

Na veel debat is in MiFID II een provisieverbod opgenomen voor onafhankelijk advies (en ook voor individueel vermogensbeheer, maar blijft hier verder buiten beschouwing). Dat provisieverbod luidt, voor zover relevant in deze bijdrage, dat de onafhankelijk beleggingsadviseur geen provisie mag aanvaarden en behouden die worden verstrekt door een derde partij. Dit betekent dat de onafhankelijk beleggingsadviseur alleen direct door de klant mag worden beloond. Alleen kleine niet-geldelijke provisie mogen worden ontvangen en behouden als dit (i) de dienstverlening kan verbeteren, (ii) niet in de weg staat aan de plicht voor de beleggingsonderneming om in het belang van de klant te handelen en (iii) transparant wordt gemaakt voor de belegger.³⁰ Deze drie eisen worden ook wel aangeduid als de *inducement norm*. Voor niet-onafhankelijk advies blijft deze thans al bestaande *inducement norm* ook gelden³¹, althans in de lidstaten die MiFID II op deze wijze implementeren. Voor de meeste beleggingsadviseurs actief op de Nederlandse markt is dit provisieverbod oud nieuws. Zij hebben immers al vanaf 1 januari 2014 met een provisieverbod te maken, dat niet beperkt is tot onafhankelijk advies en dat ook het 'ontvangen en doorbetalen' van provisie uitsluit. Het Europese provisieverbod is echter toch nog steeds relevant voor de Nederlandse markt, omdat MiFID II dienstverlening aan professionele beleggers niet uitsluit van het provisieverbod voor onafhankelijk advies (en vermogensbeheer). Daar zal de Nederlandse wetgever dus nog wat mee moeten.³² Hoe dit zal worden

29. In november 2012 legde de AFM een discussiedocument over dit onderwerp voor aan de markt, te vinden op www.afm.nl.

30. Zie art. 24 lid 7 onder b) Richtlijn.

31. Zie art. 24 lid 9 Richtlijn.

32. Zie voor een uitgebreide bespreking van het bestaande Nederlandse provisieverbod en de verschillen met

aangepakt is nog niet duidelijk: Omdat de Level 2 teksten van de Europese Commissie er nog niet zijn, is er ook nog geen consultatieversie van de wijzigingen in het BGfo die MiFID II zal meebrengen. Als de Nederlandse wetgever zo min mogelijk aan het redelijk recent vastgestelde Nederlandse provisieverbod wil doen, zal zij kiezen voor een aanvulling die vanuit MiFID II bezien strikt noodzakelijk is. In die benadering zou het bestaande Nederlandse provisieverbod dus slechts worden aangevuld met een bepaling dat een onafhankelijk beleggingsadviseur (of vermogensbeheerder) die diensten aan professionele beleggers verleent geen provisie van derden mag ontvangen en behouden. In de praktijk betekent dit dat deze beleggingsdienstverleners er dan voor kunnen kiezen om bestaande afspraken met derden in stand te laten, maar ontvangen provisie moeten doorgeven aan hun professionele klanten. Uiteraard zullen de afspraken over vergoeding met deze professionele klanten dan nog wel (moeten) worden aangepast.

Hoewel Nederland op dit moment haar eigen lijn trekt voor wat betreft provisieregulering, is het ESMA Advies over dit onderwerp op bepaalde punten toch nog interessant, met name waar het de vraag betreft of kosten voor onderzoek op beleggingsgebied (ofwel research) ook als provisie moeten worden gezien. ESMA's uitlating in de consultatieversie van het ESMA Advies dat research in beginsel onder provisie moet worden geschaard, heeft geleid tot hevige kritiek van respondenten. Dat heeft niet geleid tot een radicaal andere zienswijze van ESMA op research als provisie, maar wel tot wat aanpassingen in de oorspronkelijke formuleringen. ESMA geeft aan dat research alleen dan niet als provisie moet worden beschouwd als de research door de beleggingsdienstverlener wordt ontvangen in ruil voor ofwel (i) een directe betaling voor deze research uit de eigen middelen van de beleggingsdienstverlener (waarbij ervoor gekozen mag worden om de kosten van bijvoorbeeld het advies te verhogen om in voldoende eigen middelen te voorzien) ofwel (ii) een betaling vanaf een separate research-rekening die wordt beheerd door de beleggingsdienstverlener, maar *gefund* wordt door de klant onder hele strikte voorwaarden. Eén van deze voorwaarden is dat van te voren met de klant een research-budget wordt overeengekomen voor de inkoop van research van derden waarvan alleen met schriftelijke instemming van de klant kan worden afgeweken. Een andere voorwaarde is volledige transparantie, zowel van te voren over de verwachte researchkosten als achteraf over de daadwerkelijk gemaakte researchkosten. Het is goed mogelijk dat het laatste woord hier nog niet over is gezegd. Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk hebben deze zomer in een gezamenlijke brief aan de Europese Commissie en ESMA hun zorgen geuit over de voorstellen van ESMA (in bredere zin dan

het provisieverbod) die op gespannen voet zouden staan met de aanpak die de lidstaten hadden afgesproken. Een van de zorgpunten betreft de bovengenoemde visie van ESMA op research, waarover de betreffende lidstaten hevig onttstemd schijnen te zijn.³³

4.4. Specifieke informatieverplichtingen

Op grond van MiFID II zijn verschillende informatieverplichtingen van toepassing op het verlenen van beleggingsadvies.³⁴ De beleggingsadviseur moet de klant in de eerste plaats informeren of het advies al dan niet op onafhankelijke basis wordt verstrekt. Daarbij moet de beleggingsadviseur de klant ook uitleggen waarom het beleggingsadvies onafhankelijk mag heten en daarnaast aangeven dat er een provisieverbod geldt. Bovenop deze verplichting komt nog de eis dat de klant moeten worden geïnformeerd over of het advies op een brede dan wel beperktere analyse van de markt is gebaseerd. Deze laatstgenoemde verplichting doet een beetje denken aan het onderscheid tussen onafhankelijk en niet-onafhankelijk advies, maar betreft een zelfstandige informatieverplichting, die op een gedetailleerde wijze moet worden nagekomen. ESMA heeft resoluut de suggestie van consultatierespondenten van de hand gewezen dat het verstrekken van generieke informatie in dit verband voldoende zou zijn. Tot slot moet de beleggingsadviseur, zoals besproken in onderdeel 4.1 van deze bijdrage, de klant informeren over of er een periodieke geschiktheidstoets zal plaatsvinden en zo ja, wat dat inhoudt. De bovengenoemde informatieverplichtingen gelden zowel bij dienstverlening aan retailklanten als aan professionele partijen. MiFID II geeft aan dat deze informatie de klant moet hebben bereikt 'geruime tijd' (ofwel: *in good time*) voordat het advies wordt verstrekt. Dit klinkt wel als een erg ruime marge. Bedoeld zal zijn dat de klant wel redelijkerwijs de tijd moet hebben gehad echt kennis te nemen van de informatie en hierdoor dus niet *on the spot* overvallen moet worden. Dat blijkt ook uit de volgende algemene bepaling die aan de specifieke informatieverplichtingen voor beleggingsadvies vooraf gaat: '*Aan cliënten of potentiële cliënten wordt tijdig passende informatie verstrekt over de beleggingsonderneming en haar diensten (...)*'³⁵ Het lijkt erop dat de Nederlandse wetgever bij de implementatie gewoon de formule blijft hanteren die tot nu toe bij alle precontractuele informatieverplichtingen wordt gehanteerd: '*voorafgaand aan het verlenen van de beleggingsdienst*'. Dat dit tijdig moet zijn, blijkt vervolgens uit de Beleidsregel Informatieverstrekking van de AFM.³⁶ Voor het mo-

het MiFID II provisieverbod: R.E. Labeur, 'Provisieverbod beleggingsondernemingen: Een blik terug en een blik vooruit', *FR* 2014, nr. 12, p. 502-507.

33. De brief is niet openbaar gemaakt. Verschillende nieuwssites, waaronder www.reuters.com, hebben melding gemaakt van het bestaan en de inhoud van de brief.

34. Zie art. 24 lid 1, sub 4 onder a) Richtlijn.

35. Zie art. 24 lid 4 (aanhef) Richtlijn.

36. Zie art. 4:20 lid 1 Wft, dat door de consultatieversie

ment waarop informatie specifiek ten aanzien van beleggingsadvies moet worden verstrekt, zal naar mijn inschatting niks aanvullends worden opgenomen. De Nederlandse wetgever maakt daarnaast gebruik van de lidstaatoptie toe te staan dat de bovengenoemde informatie in gestandaardiseerde vorm wordt verstrekt.³⁷ Een beleggingsadviseur heeft in de praktijk alleen iets aan deze mogelijkheid als de dienstverlening aan individuele klanten veel overeenstemming met elkaar vertoont.

4.5. De cliëntenovereenkomst

Op grond van MiFID I en de bestaande MiFID Uitvoeringsrichtlijn moet een beleggingsdienstverlener met elke retailklant een cliëntenovereenkomst sluiten voor in het verplichte klantdossier, in welke overeenkomst een lijst van vaste elementen moet worden opgenomen.³⁸ Gek genoeg bepaalt de MiFID Uitvoeringsrichtlijn nu nog dat deze cliëntenovereenkomst niet verplicht is bij een beleggingsadviesrelatie. De Nederlandse wetgever heeft bij de implementatie van MiFID I, mijns inziens terecht, besloten dit te negeren en de verplichting ook te laten uitstrekken tot beleggingsadvies aan retailklanten.³⁹ Dat MiFID II de verplichte schriftelijke cliëntenovereenkomst nu ook uitbreidt tot beleggingsadvies aan retailklanten heeft dus op de Nederlandse markt geen impact. Dat zal in de praktijk ook wel niet zo zijn voor de uitbreiding van de verplichte schriftelijke cliëntenovereenkomst voor professionele beleggers aan wie beleggingsadvies wordt verleend met een doorlopende geschiktheidsbeoordeling. Verwacht mag worden dat afspraken met professionele beleggers hierover nu ook al worden vastgelegd, zonder dat dit van de toezichthouder moet. Voor zover dat niet het geval zou zijn, geldt de verplichting straks alleen voor nieuwe klanten; dus professionele beleggers met wie de beleggingsadviseur na de inwerkingtreding van MiFID II een dienstverleningsrelatie aangaat.

4.6. Vakbekwaamheidseisen

MiFID I/de huidige MiFID Uitvoeringsrichtlijn laten de lidstaten vrij bij het invullen van de eis dat werknemers van een beleggingsonderneming over de nodige vakbekwaamheid en deskundigheid moeten beschikken om de hun toevertrouwde ver-

antwoordelijkheid uit te oefenen.⁴⁰ De Nederlandse wetgever laat beleggingsondernemingen op haar beurt formeel gezien ook vrij in de wijze waarop aan de vakbekwaamheidseisen wordt voldaan.⁴¹ Een in Nederland gangbare manier waarop beleggingsadviseurs de vakbekwaamheid van hun personeel op dit moment aantonen, is door middel van een opleiding en daaraan gekoppelde registratie bij het *Dutch Securities Institute* (hierna: DSI). MiFID II wil de lidstaten minder vrij laten wat betreft vakbekwaamheid en verlangt dat lidstaten de criteria en beoordeling van de kennis en bekwaamheid van onder andere beleggingsadviseurs openbaar maken.⁴² ESMA moet hier input op geven⁴³ en heeft daartoe in april van dit jaar richtsnoeren geconsulteerd.⁴⁴ Hoewel ESMA als uitgangspunt neemt dat opleidingsmethoden en adequate vakbekwaamheidsmetingen van land tot land kunnen verschillen, probeert zij in haar concept-richtsnoeren toch tot een gemeenschappelijk minimum te komen voor werknemers die informatie verstrekken (waarover hierna meer) en werknemers die beleggingsadvies geven. Zoals het er nu naar uitziet, hoeft het huidige Nederlandse vakbekwaamheidsstelsel dat volledig door zelfregulering wordt gedictieerd als gevolg van de concept-richtsnoeren niet noodzakelijkerwijs volledig op de schop. De Nederlandse wetgever zal er echter niet omheen kunnen dat zij van de Europese Commissie in MiFID II de taak heeft gekregen vakbekwaamheidscriteria op te stellen/te onderschrijven. Zij zal dus een iets actievere rol moeten vervullen dan op dit moment het geval is.

Tot slot als kleine zijstap een observatie over de reikwijdte van de vakbekwaamheidsregels in MiFID II. De eerste zin van art. 25 lid 1 van de Richtlijn luidt: *'De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen waarborgen en op verzoek van de bevoegde autoriteiten aantonen dat natuurlijke personen die beleggingsadvies of informatie over financiële instrumenten verstrekken, of beleggingsdiensten of neven-diensten aan cliënten verlenen namens de beleggingsonderneming, over de nodige kennis en bekwaamheid beschikken (...)'* (onderstreping auteur). De uitbreiding van de vakbekwaamheidseisen tot personen binnen de beleggingsonderneming die informatie over financiële instrumenten verstrekken is nieuw ten opzichte van MiFID I en vooralsnog niet overgenomen door de Nederlandse wetgever. De betreffende voorgestelde implementatiebepaling luidt namelijk: *'Een beleggingsonderneming draagt zorg voor de vakbekwaamheid van haar werknemers en van andere natuurlijke personen die zich onder haar verantwoordelijkheid rechtstreeks bezig houden met het verlenen van beleggingsdiensten aan cliënten.'* (on-

van de Implementatiewet MiFID II niet wordt gewijzigd. Op p. 27 van de Beleidsregel Informatieverstrekking van de AFM van september 2013 geeft de AFM antwoord op de vraag wanneer informatie in haar ogen 'tijdig' is verstrekt.

37. Zie art. 4:20 lid 6 Wft, dat volgens de transponeringstabel in de consultatieversie van de Implementatiewet MiFID II de implementatie vormt van art. 24 lid 5 Richtlijn.

38. Zie art. 19 lid 7 MiFID I en art. 39 Uitvoeringsrichtlijn MiFID.

39. Zie art. 4:89 Wft en *Kamerstukken II 2006/2007*, 31086, nr. 3, p. 131.

40. Zie art. 5 lid 1 sub d) MiFID Uitvoeringsrichtlijn.

41. Zie art. 31 BGfo en de toelichting daarop in *Stb.* 2011, 328, p. 58-59.

42. Zie art. 25 lid 1 Richtlijn.

43. Zie art. 25 lid 9 Richtlijn.

44. Consultation Paper: Draft guidelines for the assessment of knowledge and competence van 23 april 2015, ESMA/2015/753.

derstreping auteur).⁴⁵ Het enkele verstrekken van informatie is geen beleggingsdienst. Het is curieus dat de Nederlandse wetgever de tussenzin over 'verstrekkers van informatie over financiële instrumenten' zomaar heeft genegeerd zonder daar in de concept-Memorie van Toelichting een woord aan te wijden. Dat komt dan hopelijk nog in de definitieve versie. Voor de definitieve versie van de ESMA richtlijnen over vakbekwaamheid zou het mooi zijn als er een nadere invulling komt van wanneer een werknemer onder de vakbekwaamheidseisen valt bij het verstrekken van informatie. Een materialiteitsdrempel is wenselijk, want zoals het er nu staat vereist vrijwel iedere vorm van interactie met de klant de door ESMA voorgestelde minimale vorm van vakbekwaamheid.⁴⁶ Dat is vast niet de bedoeling.

5. Besluit

Met nog maximaal twee jaar te gaan en een grote stapel nieuwe regels hebben beleggingsadviseurs op compliance gebied genoeg om handen de komende tijd. Het is onhandig voor de voorbereiding op MiFID II dat de Level 2 maatregelen, definitieve Nederlandse implementatieteksten en ESMA richtsnoeren nog niet beschikbaar zijn. Dat is echter geen excuus om stil te zitten. Het is riskant om te gokken dat de geluiden over vertraagde implementatie die rondgaan in Europa waarheid zullen worden. Voor zover dat nog niet gebeurd is, zullen beleggingsadviseurs een *gap* analyse moeten maken en aan de hand daarvan actiepunten moeten definiëren en uitvoeren. Het is wel te hopen dat de AFM zich nu even gedeisd zal houden met nog meer eigen (aanvullende) publicaties en richtsnoeren, want de beleggingsadviseur ziet straks – net als de over geïnformeerde consument – door de bomen het bos niet meer. Maar niets doen kunnen beleggingsadviseurs zich helaas niet veroorloven: er is volop actie vereist.

45. Zie het nieuwe art. 4:9 lid 2 opgenomen in de consultatieversie van de Implementatiewet MiFID II.

46. Hetzelfde wordt opgemerkt in de consultatiereactie van de NVB, gepubliceerd op www.esma.europa.eu.