

# MiFID II gedragsregels en de pandemie: een Quick Fix

## *Rondom het Nieuws*

*mr. R.E. Labeur*

Dit artikel biedt een blik op bepaalde aspecten van de zogenoemde MiFID II Quick Fix Richtlijn. Deze richtlijn is met een grote snelheid tot stand gekomen en moet al vanaf 28 februari 2022 door de lidstaten worden toegepast. De onderwerpen waarin wijzigingen plaatsvinden betreffen (i) informatie- en rapportageverplichtingen jegens professionele beleggers, (ii) product governance, (iii) research, (iv) de grondstoffenmarkten en (v) best execution rapportageverplichtingen voor handelsplatformen, beleggingsondernemingen met systematische internalisatie en andere plaatsen van uitvoering. De wijzigingen hebben tot doel onnodig belastende verplichtingen voor beleggingsondernemingen, al dan niet tijdelijk, weg te nemen met het oog op het zoveel mogelijk mitigeren van de schadelijke gevolgen van de coronacrisis voor de economie. In dit artikel worden de verplichtingen besproken die de MiFID II Quick Fix Richtlijn aanbrengt in de bestaande gedragsregels voor beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen (beleggingsdienstverleners).

### 1. Introductie

MiFID II<sup>1</sup> is na ruim drie jaar functioneren niet veel rust gegund. Sinds de inwerkingtreding op 3 januari 2018 zijn er eerst wat relatief beperkte wijzigingen geweest. Het betrof hele specifieke onderwerpen<sup>2</sup>, het herstellen van kleine oneffenheden<sup>3</sup>, of het waarborgen van de juiste aansluiting op andere regelgeving.<sup>4</sup> De komende tijd staan er echter grotere wijzigingen op stapel.

Dit artikel focust zich op de MiFID II Quick Fix Richtlijn<sup>5</sup> (hierna ook wel kortweg aangeduid als de 'Quick Fix') die de eerste wijzigingsslag gaat slaan. In de Quick Fix worden in de eerste plaats vrijstellingen en aanpassingen van gedragsregels geïntroduceerd. Van deze wijzigingen profiteren de beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen (beleggingsdienstverleners), en dan met name

voor zover deze diensten aan professionele cliënten worden aangeboden. Daarnaast worden de regels voor handelaren in grondstoffenderivaten versoepeld. Dat is dus relevant voor beleggingsondernemingen die handelen voor eigen rekening. Verder komt er een tijdelijke opschorting van de best execution rapportageverplichtingen voor handelsplatformen en beleggingsondernemingen met systematische internalisatie en andere plaatsen van uitvoering. In dit artikel worden alleen de aanstaande wijzigingen voor beleggingsdienstverleners belicht. Tevens benoem ik een tweetal onderwerpen die de Quick Fix mijns inziens helaas heeft gemist.

Hierna volgt echter eerst een korte blik op wat MiFID II nog meer aan renovaties en uitbouw te wachten staat op de niet al te lange termijn. Daarna is de Quick Fix aan de beurt.

### 2. Wat gebeurt er allemaal met MiFID II?

In de eerste plaats is de herzieningsprocedure van MiFID II/MiFIR gaande. Hieraan werkt de Europese Commissie (EC) na een uitvoerige marktconsultatie van begin 2020. Het gaat onder meer om verbeteringen met betrekking tot de afwezigheid van een consolidated tape (één geconsolideerde bron van handelsinformatie voor een bepaald financieel instrument), verschillende bepalingen inzake beleggersbescherming, de voorschriften inzake positielimieten, en pre-trade transparantie op grondstoffenderivatenmarkten. De EC zal bij de herziening ook de conclusies meenemen van het evaluatiewerk dat ESMA voor haar uitvoert met betrekking tot een brede reeks onderdelen uit MiFID II/MiFIR. De term 'MiFID III' wordt in de markt al gebruikt voor de

1. Richtlijn 2014/65 EU. MiFID II gaat vergezeld van MiFIR (Verordening (EU) 600/2014).

2. Zoals het wijzigingspakket bestaande uit de Omnibusverordening ((EU) 2019/2175), de verordening tot wijziging van de ESRB-verordening ((EU) 2019/2176) en de Omnibus-richtlijn (EU) 2019/2177). Inhoudelijk omvat het pakket onder andere directe toezichtbevoegdheden voor ESMA ten aanzien van toezicht op aanbieders van datarapporteringsdiensten.

3. Bijvoorbeeld de definitie van 'gestructureerde deposito' al in juni 2014 door een rectificatie verschenen in het Publicatieblad van de Europese Unie L 173 van 12 juni 2014.

4. Zoals het door (aanpassings)richtlijn 2020/1504 voorzien in een uitzondering op het toepassingsbereik voor crowdfundingdienstverleners zoals gedefinieerd in artikel 2, lid 1, onder e), van Verordening (EU) 2020/1503.

5. Richtlijn 2021/338.

uitkomst van dit omvangrijke herzieningsproject.

Parallel daaraan loopt de voorbereiding van de gedelegeerde duurzaamheidsregelgeving door de EC. Die regelgeving lag tot 6 juli 2020 ter consultatie voor.<sup>6</sup> Het voorstel bevatte bepalingen op organisatorisch vlak en op het gebied van product governance, risicobeheer, belangenconflicten en de geschiktheids-toets. De definitieve voorstellen daarvoor zullen binnenkort wel verschijnen.

Een hoeveelheid ontwikkelingen waarvan het je makkelijk kan gaan duizelen. En hier rent de Quick Fix nog even in grote snelheid op vooruit. In reactie op de coronacrisis heeft de EC op 24 juli 2020 een aantal wijzigingen van MiFID II voorgesteld, die tot de Quick Fix hebben geleid. Op 26 februari 2021 is de definitieve richtlijn al in het Publicatieblad van de Europese Unie verschenen en een dag later in werking getreden. De lidstaten moeten de richtlijn uiterlijk 28 november 2021 hebben omgezet in implementatiewetgeving. De Quick Fix bepalingen moeten vervolgens vanaf 28 februari 2022 door alle lidstaten worden toegepast.

### 3. Wat is de achtergrond van de MiFID II Quick Fix?

De Quick Fix is een directe reactie op de COVID 19-pandemie. Het is een rader in het meeromvattende noodherstelpakket dat de EC op 27 mei 2020 heeft gepresenteerd onder de werktitel: Next Generation EU.<sup>7</sup> Dit plan moet ervoor zorgen dat het herstel voor alle lidstaten duurzaam, gelijk, inclusief en billijk is. Het gaat gepaard met een vernieuwde EU-begroting voor de lange termijn. De bedoeling is dat Next Generation EU de EU-begroting tijdelijk een additionele impuls van 750 miljard euro zal geven. De daarvoor benodigde financiële middelen moeten op de financiële markten worden aangetrokken. De opgehaalde middelen zullen via EU-programma's worden uitgekeerd aan daarin aangewezen begunstigen. De uitkeringen zijn bedoeld ter ondersteuning van de onmiddellijke maatregelen die nodig zijn om de economie weer op gang te brengen en duurzame en veerkrachtige groei te bewerkstelligen.

Ook MiFID II moet hieraan een steentje bijdragen. De EC heeft bekeken welke bepalingen uit MiFID II kunnen worden aangepast zodat nalevingskosten van beleggingsondernemingen verminderd worden en eventuele concurrentievervalsingen worden weggenomen, zonder dat dit ten koste gaat van de beleggersbescherming. Interessant is dat de EC in dit

verband vaststelt dat de door MiFID II beoogde beleggersbescherming helaas niet op alle vlakken is verbeterd, maar dat bepaalde MiFID II vereisten de vlotte uitvoering van beleggingsbeslissingen wel belemmert.<sup>8</sup> Als voorbeelden worden onder meer genoemd de toepassing van de product governance eisen op standaard obligaties en de toepassing van kosten transparantieregels op professionele cliënten.<sup>9</sup> Dit zullen sommige marktpartijen met frustraties over de betreffende MiFID II eisen als erkenning beschouwen.

De Quick Fix heeft dus tot doel een aantal specifieke, onnodig belastende verplichtingen voor beleggingsondernemingen (al dan niet tijdelijk) weg te nemen met het oog op het zoveel mogelijk mitigeren van de schadelijke gevolgen van de coronacrisis voor de economie. De onderwerpen waarin wijzigingen plaatsvinden die relevant zijn voor beleggingsdienstverleners betreffen verschillende informatie- en rapportageverplichtingen jegens professionele beleggers, product governance en research. Die wijzigingen worden hierna besproken.

### 4. Welke verlichtingen brengt de Quick Fix beleggingsdienstverleners?

#### 4.1. Elektronische communicatie met cliënten als uitgangspunt

Ten tijde van de inwerkingtreding van MiFID II in de lidstaten, was het uitgangspunt nog dat informatieverstrekking aan cliënten op papier moest plaatsvinden. Dat ligt op dit moment vast in de Gedelegeerde Verordening MiFID II.<sup>10</sup> Informatieverstrekking op een andere duurzame drager is op dit moment als alternatieve optie mogelijk, maar alleen als aan een aantal voorwaarden wordt voldaan. De Quick Fix draait dit uitgangspunt om. Om communicatie tussen beleggingsondernemingen en hun cliënten te vergemakkelijken (en dus het beleggingsproces zelf ook te versoepelen), is de hoofdregel straks niet meer dat de informatie over beleggingen in beginsel op papier moet worden verstrekt. De standaardoptie wordt elektronische verstrekking. Niet-professionele cliënten moeten echter kunnen verzoeken om die informatie op papier te ontvangen en op dat recht worden gewezen.<sup>11</sup>

#### 4.2. Nieuwe vrijstellingen met betrekking tot kosten transparantie

MiFID II geeft de cliënt 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

6. Te raadplegen via: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12068-Sustainable-finance-obligation-for-investment-firms-to-advise-clients-on-social-and-environmental-aspects-of-financial-products>.

7. Mededeling van de Europese Commissie van 27 mei 2020: "Het moment van Europa: herstel en voorbereiding voor de volgende generatie", SWD(2020) 98 final.

8. Overweging (3) MiFID II Quick Fix Richtlijn.

9. Overwegingen (4) en (5) MiFID II Quick Fix Richtlijn.

10. Artikel 3 lid 1 van Verordening (EU) 2017/565.

11. Deze wijziging wordt opgenomen in artikel 25 lid 5 bis MiFID II.

het rendement van de belegging. Op verzoek moet de cliënt een uitsplitsing van deze totale kosten krijgen.<sup>12</sup> De Quick Fix brengt twee veranderingen ten aanzien van dit vereiste tot kosten transparantie.

Ten eerste voorziet de Quick Fix in een uitzondering op de kosten transparantie-eisen voor zover sprake is van beleggingsdienstverlening aan professionele cliënten, maar dan weer niet voor van de beleggingsdiensten beleggingsadvies en individueel vermogensbeheer.<sup>13</sup> Het idee achter de uitzondering voor professionele cliënten is dat deze cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen geen gestandaardiseerde en verplichte kosteninformatie nodig hebben, omdat zij reeds de nodige informatie ontvangen wanneer zij met hun dienstverlener onderhandelen. Omdat professionele cliënten die beleggingsadvies- of individueel vermogensbeheerrelaties aangaan, niet noodzakelijkerwijs over voldoende deskundigheid of kennis beschikken, blijven de eisen voor die typen beleggingsdienstverlening dus overeind.<sup>14</sup>

Verder komt er een uitzondering op de ex ante kosten transparantie-eis voor overeenkomsten tot koop of verkoop van een financieel instrument die met behulp van een techniek voor communicatie op afstand wordt gesloten en die verhindert dat de informatie over kosten en lasten vooraf wordt verstrekt. In dat geval mag de beleggingsonderneming de informatie over kosten zonder onnodige vertraging na het sluiten van de transactie verstrekken in elektronische vorm of – indien een niet-professionele cliënt daarom heeft verzocht – op papier, mits (i) de cliënt ermee heeft ingestemd de informatie te ontvangen zonder onnodige vertraging na het sluiten van de transactie, (ii) de beleggingsonderneming de cliënt de mogelijkheid heeft geboden het sluiten van de transactie uit te stellen totdat de cliënt de informatie heeft ontvangen en (iii) de beleggingsonderneming de cliënt de mogelijkheid heeft geboden de informatie over vóór het sluiten van de transactie telefonisch te ontvangen.<sup>15</sup> Om in de praktijk daadwerkelijk van deze uitzondering te kunnen profiteren, zal dus alsnog een informatiestroom aan de cliënt voorafgaand aan de koop of verkoop moeten plaatsvinden, zij het dat dit eenmalig kan. Het ligt in de rede dat dit door middel van een (aangepaste) cliëntenovereenkomst of voorwaarden beleggingsdienstverlening met de cliënt zal worden geregeld.

#### 4.3. Nieuwe vrijstelling met betrekking tot periodieke verslagen

Artikel 25 lid 6 MiFID II schrijft voor dat een beleggingsonderneming de cliënt op een duurzame drager rapporten moet verstrekken over de dienstverlening. De EC oordeelt in de Quick Fix luid en duidelijk dat deze rapportages voor professionele cliënten

en in aanmerking komende tegenpartijen nutteloos zijn gebleken. De EC constateert dat professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen die verslagen niet eens lezen, of snelle beleggingsbeslissingen nemen in plaats van door te gaan met een beleggingsstrategie op lange termijn.<sup>16</sup> Daarom regelt de Quick Fix dat in aanmerking komende tegenpartijen niet langer verplichte periodieke dienstverslagen hoeven te ontvangen.<sup>17</sup> Voor professionele cliënten geldt datzelfde uitgangspunt, met dien verstande dat zij ervoor moeten kunnen kiezen om ze toch te ontvangen.<sup>18</sup> Het ligt in de rede dat de beleggingsonderneming professionele cliënten op deze mogelijkheid tot het buiten toepassing houden van de uitzondering moet wijzen.

#### 4.4. Nieuwe vrijstelling met betrekking tot het switchen tussen producten

Op dit moment bepaalt de MiFID II Gedelegeerde Verordening<sup>19</sup> dat bij het verstrekken van beleggingsadvies of het verrichten van vermogensbeheer waarbij tussen financiële instrumenten wordt gewisseld, op beleggingsondernemingen de verplichting rust tot het inwinnen van de nodige informatie met betrekking tot de investering van de cliënt. Op basis van die informatie moeten beleggingsondernemingen de kosten en baten van de wissel van financiële instrumenten analyseren. Bij het verstrekken van beleggingsadvies delen beleggingsondernemingen de cliënt vervolgens mee of de baten van de wissel van financiële instrumenten al dan niet groter zijn dan de kosten daarvan. Deze gedetailleerde verplichting leidt logischerwijs tot een behoorlijke administratieve last voor beleggingsondernemingen. De EC onderkent dat deze last ten aanzien van professionele cliënten onevenredig is, omdat met name dit type cliënt de neiging heeft frequent te wisselen.<sup>20</sup> Om de uitzondering op deze verplichting voor professionele cliënten te bewerkstelligen, wordt de regel eerst vanuit de Gedelegeerde Verordening (ook) in het nieuwe artikel 25 lid 2 MiFID II opgenomen als nieuwe derde alinea om deze vervolgens van de beoogde uitzondering te voorzien.<sup>21</sup> Mogelijk is voor deze wetgevingstechniek gekozen om de Gedelegeerde Verordening niet ook te hoeven *quick fixen*. Als professionele cliënten niet willen dat de beleggingsonderneming gebruik maakt van deze uitzondering, moeten zij dat in elektronische vorm of schriftelijk aan de beleggingsonderneming laten weten. Hoewel de Quick Fix dat niet expliciet stelt, ligt het ook hier in de rede dat de beleggingsonderneming haar cliënten wel moet wijzen op deze mogelijkheid tot het buiten toepassing houden van de uitzondering.

12. Artikel 24 lid 4, onderdeel c, MiFID II.

13. Ingevolge het nieuwe artikel 29 bis lid 1 MiFID II.

14. Overweging (5) MiFID II Quick Fix Richtlijn.

15. Dit wordt allemaal aan het huidige artikel 24 lid 4 MiFID II toegevoegd.

16. Overweging (7) MiFID II Quick Fix Richtlijn.

17. Ingevolge het nieuwe artikel 30 lid 1 MiFID II Quick Fix Richtlijn.

18. Ingevolge het nieuwe artikel 29 bis lid 2 en lid 3 MiFID II Quick Fix Richtlijn.

19. Artikel 54 lid 11 van Verordening (EU) 2017/65.

20. Overweging (6) MiFID II Quick Fix Richtlijn.

21. De uitzondering wordt opgenomen in het nieuwe artikel 29 bis, lid 2 en 3 MiFID II.

#### 4.5. Nieuwe vrijstellingen met betrekking tot product governance

Op grond van de product governance eisen die MiFID II heeft geïntroduceerd<sup>22</sup>, moet een beleggingsonderneming in het kader van de ontwikkeling en/of distributie van elk soort financieel instrument een productgoedkeuringsproces doorlopen en daarop periodiek evaluaties toepassen (de zogeheten PARP). Het doel van dit proces is dat een positieve en een negatieve doelgroep van cliënten voor het betreffende financiële instrument wordt vastgesteld, en dat de distributiestrategie daarop wordt aangepast. De beleggingsonderneming moet er op deze manier aan bijdragen dat het financiële instrument bij de eindcliënt terecht komt waarvoor dat financiële instrument is bedoeld. Dat is een iets andere invalshoek dan de *know your customer* verplichting, die ertoe moet leiden dat de cliënt de financiële instrumenten krijgt die bij hem/haar passen. De relatief nieuwe product governance regels en de al veel langer bestaande *know your customer* verplichtingen zijn complementair. Niet alle beleggingsondernemingen hebben dit genuanceerde onderscheid al onder de knie. De product governance eisen zijn van toepassing op beleggingsondernemingen die financiële instrumenten ontwikkelen en/of samenstellen (*manufacturers*) en op beleggingsondernemingen die financiële instrumenten distribueren. De laatste categorie betreft een grote groep: het omvat alle beleggingsondernemingen die execution only diensten, dan wel beleggingsadvies, dan wel vermogensbeheer verlenen.

De Quick Fix brengt een beetje verlichting in de product governance eisen, maar leidt niet tot fundamentele aanpassingen. Er komen twee vrijstellingen van de product governance eisen.<sup>23</sup> De eerste vrijstelling wordt van toepassing op beleggingsdiensten verleend met betrekking tot obligaties zonder andere ingebedde derivaten dan een bepaling inzake vervroegde aflossing (een zogenoemde *make whole clause*). Het idee hierachter is dat deze obligaties doorgaans kunnen worden beschouwd als veilige en eenvoudige producten die geschikt zijn voor niet-professionele cliënten. De EC gaat er kennelijk vanuit dat het vaak zo zal zijn dat producten die geschikt zijn voor de massaretailmarkt een brede vastgestelde doelmarkt hebben die zowel niet-professionele als professionele cliënten omvat. Die redenering is goed te volgen en wordt ook door ESMA aangehaald in haar Richtsnoeren voor product governance verplichtingen van MiFID II.<sup>24</sup>

De tweede vrijstelling is generieker van aard. De product governance eisen zijn vanaf 28 februari 2022 niet langer van toepassing op financiële instrumenten die uitsluitend onder in aanmerking komende

tegenpartijen worden verhandeld of onder hen worden verspreid. De onderbouwing hiervan is dat in aanmerking komende tegenpartijen geacht worden voldoende kennis van financiële instrumenten te hebben.

#### 4.6. Toestaan van bundling met betrekking tot research

In het kader van de totstandkoming van MiFID II is veel te doen geweest over de vraag of beleggingsondernemingen onder de provisieregels onderzoeksdiensten (ofwel research<sup>25</sup>) van brokers mochten (blijven) ontvangen als niet-geldelijke vergoeding. De lang bestaande praktijk van gebundelde diensten en vergoedingen van brokers zou namelijk op gespannen voet staan met de verplichting voor de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt. Een vermogensbeheerder zou bijvoorbeeld in de verleiding kunnen komen om meer orders via een bepaalde broker te leiden, omdat in ruil daarvoor interessante research rapporten worden ontvangen. Uiteindelijk is een specifieke invalshoek gekozen voor de regulering van vergoedingen voor research. In plaats van research als een provisie te beschouwen en voorwaarden te scheppen waaronder deze provisie is toegestaan, bepaalt de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn<sup>26</sup> dat research die door een beleggingsonderneming wordt ontvangen in het geheel niet als provisie moet worden beschouwd als aan een aantal voorwaarden wordt voldaan. Dat betekent voor onafhankelijke adviseurs en vermogensbeheerders dat het (harde) provisieverbod niet van toepassing is als aan die voorwaarden wordt voldaan. Voor andere beleggingsdienstverleners betekent dit dat de zogenoemde (zachte) inducement norm buiten toepassing blijft als aan de voorwaarden is voldaan. Omgekeerd geldt dus dat, indien de research niet aan de voorwaarden van de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn voldoet, (i) onafhankelijke adviseurs en vermogensbeheerders de research niet mogen ontvangen gelet op het provisieverbod en (ii) andere beleggingsdienstverleners de research aan de toets van de inducement norm moeten onderwerpen om te beoordelen of de research mag worden ontvangen. De bovengenoemde voorwaarden gaan

22. Artikel 16 lid 3, tweede tot en met vijfde alinea, en artikel 24 lid 2 MiFID II.

23. Ingevolge het nieuwe artikel 16 bis MiFID II.

24. 05/02/2018 | ESMA35-43-620 NL, zie p. 21.

25. Onder research wordt in dit verband verstaan onderzoeksmaterialen- of diensten waarin een visie op bepaalde financiële instrumenten, andere activa, een bepaalde uitgevende instelling, of op een specifieke bedrijfssector of markt tot uitdrukking komt en waarin impliciet of expliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen die beleggingsondernemingen (in de regel vooral beleggingsadviseurs of vermogensbeheerders) kunnen gebruiken in de dienstverlening aan hun cliënten. Maar het kan ook gaan om materialen en/of diensten die analyses en originele inzichten bevatten en conclusies aanreiken die bruikbaar zijn voor de ondersteuning van een bepaalde beleggingsstrategie en die van belang en in staat zijn om waarde toe te voegen aan de beslissingen die beleggingsondernemingen namens hun cliënten nemen.

26. Uitvoeringsrichtlijn 2017/593.

over de wijze waarop de beleggingsonderneming voor research betaalt. De beleggingsonderneming heeft daarbij de keuze tussen twee smaken: ofwel de research betalen uit eigen kas ofwel door middel van een daartoe opgezette betaalrekening voor research. Om beleggingsondernemingen in staat te stellen om aldus apart voor research te betalen, bevat de MiFID II-Uitvoeringsrichtlijn het voorschrift dat beleggingsondernemingen die orders uitvoeren voor die brokerdienst een afzonderlijke vergoeding moet rekenen die, vanzelfsprekend, alleen de kosten voor de uitvoering van de order vertegenwoordigen. Voor alle andere diensten die door dezelfde beleggingsonderneming (dus de orderuitvoerder/executing broker) aan een beleggingsonderneming wordt verleend, moet een afzonderlijk identificeerbare vergoeding worden gerekend, die niet afhankelijk mag zijn van het niveau van betaling voor de afgenomen brokerdiensten. Kortom: brokers moeten een aparte prijs in rekening brengen voor researchdiensten. Dit wordt bedoeld wanneer over *unbundling* wordt gesproken in de context van research onder MiFID II.<sup>27</sup>

De Quick Fix gaat nu toch een vorm van *bundling* toestaan om emissies van small- en midcapbedrijven op de kapitaalmarkten te ondersteunen. Het idee is dat onderzoek van beleggingsondernemingen naar deze emissies van essentieel belang is om small- en midcapbedrijven te helpen contact te leggen met investeerders. Dergelijk onderzoek vergroot de zichtbaarheid van deze ondernemingen en kan dus leiden tot een succesvollere uitgifte.<sup>28</sup> De huidige researchregels maken het echter niet zo aantrekkelijk om in alle gevallen onderzoek op beleggingsgebied te doen en/of af te nemen van een derde. Die drempel wil de EC wegnemen door een afzonderlijk regime in te voeren voor de verstrekking van onderzoek door derden aan beleggingsondernemingen naar emittenten van wie de marktkapitalisatie gedurende de periode van 36 maanden voorafgaand aan de verrichting van het onderzoek niet hoger was dan 1 miljard euro, op basis van de eindejaarskoersen voor de jaren waarin zij genoteerd zijn of waren of uitgedrukt in eigen vermogen voor de boekjaren waarin zij niet genoteerd zijn of waren.<sup>29</sup>

Er komt voor toepassing van deze specifieke research regel een eigen uitleg van het begrip van 'onderzoek'. De Quick Fix bepaalt namelijk dat onder onderzoek 'voor de toepassing van dit artikel' moet worden begrepen onderzoeksmateriaal of -diensten met betrekking tot een of meer financiële instrumenten of andere activa, of emittenten of potentiële emittenten van financiële instrumenten, of als onderzoeksmateriaal of -diensten die nauw verband houden met een specifieke bedrijfssector of

markt zodat hiermee wordt bijgedragen tot de opniërvorming over financiële instrumenten, activa of emittenten binnen die bedrijfssector of markt. Onderzoek omvat volgens de Quick Fix ook materiaal of diensten die een expliciete of impliciete aanbeveling of suggestie inhouden voor een beleggingsstrategie en gefundeerd advies bieden over de huidige of toekomstige waarde of prijs van financiële instrumenten of activa; het kan ook analyses en originele inzichten bevatten en tot conclusies komen op basis van nieuwe of bestaande informatie die bruikbaar is voor de inhoudelijke ondersteuning van de beleggingsstrategie en die van belang is alsook in staat is om waarde toe te voegen aan de beslissingen van de beleggingsonderneming namens de cliënten die dit onderzoek vergoeden. Deze definitie lijkt erg op wat er ook voor de 'gewone' researchregels onder onderzoek wordt verstaan (zie voetnoot 26), daarom is het niet helemaal duidelijk waarom er een aparte definitie is opgenomen specifiek voor deze nieuwe bepaling. De voorwaarden die gelden voor beleggingsondernemingen die gebruik willen maken van dit lichtere regime zijn (i) het sluiten van een overeenkomst tussen de verstrekker van het onderzoek en de ontvangende beleggingsonderneming waarin de kosten voor het onderzoek staan vermeld en (ii) een informatieverplichting van de beleggingsonderneming over de kosten van het onderzoek aan haar cliënten.

## 5. Wat mist in de Quick Fix?

De EC heeft willen voorkomen dat de Quick Fix een verkapte grootscheepse 'voorherziening' van MiFID II zou worden en heeft een aantal hele specifieke maatregelen willen nemen die relatief makkelijk te verwezenlijken zijn en passen binnen de doelstelling van de Quick Fix. Dat is begrijpelijk. Er zijn echter twee onderwerpen die door de pandemie erg in het oog springen, en waar een aanpassing of nadere duiding ook handig was geweest.

Het eerste onderwerp betreft de verplichting tot het bijhouden en opslaan van telefoongesprekken en elektronische communicatie (zoals whatsapp) die *gerelateerd zijn aan* het ontvangen, doorgeven en uitvoeren van orders van cliënten en aan de handel voor eigen rekening.<sup>30</sup> Deze verplichting kent dus een erg breed bereik; er hoeft niet een concrete order te worden doorgegeven, maar het gesprek moet al worden opgenomen als het gesprek met een order te maken heeft. De verplichting is ingevoerd omdat deze communicatie vaak cruciaal is om marktmisbruik aan te kunnen tonen of om na te gaan of ondernemingen de normen voor bijvoorbeeld de beleggersbescherming naleven. MiFID II bepaalt in dit verband ook dat een beleggingsonderneming alle redelijke maatregelen neemt om te voorkomen dat een werknemer communiceert via privé-apparatuur waarvan de beleggingsonderneming geen gegevens

27. Deze algemene uitleg van de research regels onder MiFID II is ook opgenomen in: R.E. Labeur, 'Hoofdstuk 9: Inducements', in: D. Busch & C.W.M. Lieverse (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, (Onderneming & recht nr. 112), Deventer: Wolters Kluwer 2019.

28. Overweging (8) MiFID II Quick Fix Richtlijn.

29. Ingevolge het nieuwe artikel 29 bis MiFID II.

30. Artikel 16 lid 7 MiFID II.

kan opnemen of de communicatie niet kan worden gekopieerd. In de praktijk betekent het voor veel beleggingsondernemingen dat gesprekken met betrekking tot orders niet per telefoon of andere elektronische communicatiemiddelen mogen plaatsvinden, maar dat alleen schriftelijk over orders mag worden gecommuniceerd of in fysieke meetings met de cliënt, of via specifiek goedgekeurde apparatuur. De vraag is of beleggingsondernemingen dergelijk beleid nog wel (kunnen) waarmaken nu communicatie sinds het uitbreken van de pandemie zo plotseling massaal naar alternatieve communicatiemiddelen zoals Microsoft Teams, Zoom en Webex is verplaatst. Dat betekent uiteraard aan de ene kant dat de beleggingsondernemingen hun beleid op dit vlak moeten evalueren en mogelijk moeten aanpassen of hun recording-mogelijkheden moeten opschalen. Aan de andere kant is de vraag hoe reëel het is om in deze tijd aan de verreikende verplichting vast te houden. Het is geen makkelijke belangenafweging, maar een – al dan niet tijdelijke – versoepeling van de eis alle telefonische en elektronische communicatie gerelateerd aan orders bij te houden en op te slaan, had ik niet gek gevonden.

Een ander punt ligt iets minder concreet vast in MiFID II, maar komt directer naar voren in de implementatie in de Wft. Het gaat om de uitwerking van de eis dat de beleggingsonderneming haar hoofdkantoor moet hebben in de lidstaat van haar statutaire zetel en dus waar de vergunning is verleend.<sup>31</sup> Onder 'hoofdkantoor' wordt volgens de parlementaire geschiedenis verstaan de plaats waar de dagelijks beleidsbepalers zijn gehuisvest. In artikel 4:84 Wft is in dit licht opgenomen dat de personen die het dagelijks beleid van een beleggingsonderneming met zetel in Nederland bepalen, hun werkzaamheden in verband daarmee in Nederland moeten verrichten. Op grond van artikel 4:83 Wft<sup>32</sup> moeten ten minste twee natuurlijke personen het dagelijks beleid bepalen van een beleggingsonderneming. Kortom, ten minste twee dagelijks beleidsbepalers (vaak: statutaire bestuurders) van de beleggingsonderneming moeten in Nederland wonen. In iets bredere zin wordt deze benadering ook gehanteerd bij de toepassing van substance vereisten door nationale toezichthouders, mede ter invulling van de opinies die ESMA in het kader van Brexit heeft uitgebracht.<sup>33</sup> Een onderdeel van de beoordeling of een beleggingsonderneming wel voldoende substance heeft in het land van vergunningverlening, is onder meer of sleutelposities (zoals risicobeheer en compliance) wel in het thuisland zelf worden vervuld.

Dat is naar mijn mening op zichzelf allemaal niet onlogisch, maar door de werksituatie als gevolg van

de pandemie, komt bij mij wel de vraag op of de invulling van het begrip hoofdkantoor en het concept 'substance' in de toekomst ook nog wel moet worden gekoppeld aan de huisvesting van dagelijks beleidsbepalers en andere personen in belangrijke rollen. We zien in deze tijd hoe ondernemingen vanuit verschillende locaties online kunnen worden gerund, en dat zelfs voor langere tijd. De noodzaak om wel te eisen dat die locaties zich in dezelfde lidstaat bevinden, neemt daarmee ook af. De omgang met het hoofdkantoorbegrip en substance-eisen is een principieel punt, en na een jaar COVID-19 is het ook wat vroeg om hier concrete conclusies aan te verbinden. De Quick Fix is hiervoor daarom misschien niet de beste plek. Maar het is wel een thema dat in de herziening van MiFID II zou kunnen worden meegenomen. Dat blijkt echter (nog) niet uit publieke informatie.

## 6. Afsluiting

Waar MiFID II aanvankelijk juist meer beleggingsbescherming aan professionele cliënten wilde bieden, wordt dat experiment door de Quick Fix nu gedeeltelijk teruggedraaid. Daarnaast probeert de Quick Fix op nog een paar andere punten de scherpe kantjes van bepaalde gedragsregels af te halen. Of de markt nu echt veel met de Quick Fix opschiet, valt nog te bezien. Bij alles wat er op beleggingsondernemingen afkomt op het gebied van onder meer duurzaamheidsregels, de strijd tegen witwassen en financieren van terrorisme, ESMA richtsnoeren en AFM onderzoeken, vrees ik dat het hier gaat om een druppel op een gloeiende plaat. Om van de Quick Fix verlichtingen gebruik te kunnen maken, is bovendien in veel gevallen een aanpassing van de cliëntovereenkomst en/of algemene voorwaarden nodig. Die *re-papering* levert op zichzelf natuurlijk ook weer een administratieve last op. Maar laat ik toch iets positiever afsluiten is: iets is beter dan niets, alle kleine beetjes kunnen helpen. En misschien zijn de verlichtingen van de Quick Fix wel een goede try-out voor de EC om er in "MiFID III" nog een schepje regeldruk vanaf te halen.

31. Artikel 5 lid 4 MiFID II.

32. Dit is een implementatie van artikel 9 lid 6 MiFID II.

33. Te raadplegen: [www.esma.europa.eu/document/opinion-support-supervisory-convergence-in-area-investment-firms-in-context-united-kingdom](http://www.esma.europa.eu/document/opinion-support-supervisory-convergence-in-area-investment-firms-in-context-united-kingdom).