



MiFID II-onderzoek naar dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's in 2018 en 2019

Uitkomsten en observaties over kostentransparantie, productgovernance en provisies

Publicatiedatum: 10-dec-2019

Classificatie: AFM - Publiek

Autoriteit Financiële Markten

De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten.

Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

Inhoudsopgave

1.	Introductie	4
2.	Achtergrond van het onderzoek	5
2.1	Kostentransparantie	5
2.2	Productgovernance	6
2.3	Provisies	6
3.	Opzet van het onderzoek	7
4.	Uitkomsten	8
4.1	Kostentransparantie	8
4.2	Productgovernance	9
4.3	Provisies	10
5.	Uitgelichte observaties	12
5.1	Algemeen: beleggingsdiensten in het kader van fiduciair beheer	12
5.2	Kostentransparantie	13
5.2.1	Informatieverstrekking op duurzame drager bij telefonische orderuitvoering	13
5.2.2	Lopende relatie	14
5.2.3	Beperkte toepassing kostentransparantieregels	15
5.2.4	Transactiekosten als kosten dienstverlening <i>of</i> financieel instrument?	16
5.2.5	Doorverwijzen naar of aanbevelen van andere vermogensbeheerders	17
5.2.6	Reikwijdte transactiekosten	18
5.2.7	Ex-postkostentransparantieverplichting in relatie tot periodieke vermogensbeheerrapportages	18
5.3	Productgovernance	19
5.3.1	Kwalificatie als distributeur	19
5.3.2	De geschiktheidsvereisten in relatie tot productgovernance	20
5.3.3	Doelgroepcategorieën	21
5.3.4	Doelgroepbepaling op basis van een cluster van financiële instrumenten	22
5.4	Provisies	22
5.4.1	Definitie van kleine niet-geldelijke tegemoetkomingen (KNGT)	22
5.4.2	Relatiegeschenken van derden in relatie tot de beleggingsdienstverlening	23
5.4.3	Vastleggingsplicht voor KNGT	24
5.4.4	Provisieregimes bij verschillende beleggingsdiensten	25
5.4.5	Definitie van beleggingsonderzoek	25
6.	Slot	27
	Bijlage: gehanteerde normenkaders	28

1. Introductie

De Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) heeft in 2018 en 2019 bij tien beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen aan uitsluitend professionele beleggers en in aanmerking komende tegenpartijen (**ECP's**) onderzoek gedaan naar de naleving van de verplichtingen uit MiFID II¹ op het gebied van kostentransparantie, productgovernance en provisies. Onder beleggingsondernemingen worden ook banken en beheerders van beleggingsinstellingen en icbe's verstaan die beleggingsdiensten verlenen aan professionele beleggers en ECP's².

Een van de doelstellingen van MiFID II is het vergroten van de beleggersbescherming, niet alleen voor niet-professionele beleggers, maar ook voor professionele beleggers en ECP's. MiFID II heeft de regels voor beleggersbescherming op een groot aantal onderwerpen aangescherpt en uitgebreid. De AFM benadrukt dat de naleving van de nieuwe en aangescherpte verplichtingen uit MiFID II een serieuze inspanning van beleggingsondernemingen vergt. Om deze redenen heeft de AFM ervoor gekozen om in een vroeg stadium onderzoek te doen naar de naleving van deze verplichtingen.

Uit het onderzoek blijkt dat een zorgvuldige naleving van de regelgeving grote uitdagingen biedt. De onderzochte beleggingsondernemingen moeten nog de nodige stappen zetten om volledig te voldoen aan de verplichtingen met betrekking tot de drie onderzochte onderwerpen.

De AFM vindt het positief dat de door haar onderzochte beleggingsondernemingen met de handvatten van de AFM aan de slag zijn gegaan om verbeteringen in hun organisatie door te voeren. De AFM verwacht van beleggingsondernemingen die niet zijn meegenomen in het onderzoek dat zij aan de hand van de inhoud van dit rapport waar nodig verbeteringen doorvoeren in hun organisatie. Ook verwacht zij dat beleggingsondernemingen beoordelen of de uitkomsten relevant zijn voor de naleving van verplichtingen met betrekking tot andere onderwerpen uit MiFID II.

Opbouw rapport

In dit rapport wordt eerst de achtergrond en daarna de opzet van het onderzoek geschetst. Vervolgens gaat de AFM in op de uitkomsten van het onderzoek bij de tien geselecteerde beleggingsondernemingen. Daarna staat zij uitgebreid stil bij verschillende observaties uit het onderzoek en licht zij haar standpunt ten aanzien van deze observaties toe. Tot slot gaat de AFM in op wat zij verwacht van beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen aan professionele beleggers en ECP's.

¹ Richtlijn 2014/65/EU.

² De omvang van de totale populatie beleggingsondernemingen die uitsluitend beleggingsdiensten verlenen aan professionele beleggers en ECP's is bepaald op basis van de gegevens uit de Marktmonitor (de periodieke uitvraag van de AFM onder beleggingsondernemingen).

2. Achtergrond van het onderzoek

MiFID II heeft de regels voor beleggersbescherming op een groot aantal onderwerpen aangescherpt en uitgebreid. Hoewel er in veel gevallen lichtere eisen gelden voor dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's (waarbij voor het laatste type de lichtste eisen gelden), is met MiFID II expliciet beoogd de beleggersbescherming voor alle typen cliënten te vergroten. De AFM heeft daarom in 2018 en 2019 verschillende onderzoeken uitgevoerd naar de naleving van MiFID II waarbij zowel de dienstverlening aan niet-professionele beleggers als die aan professionele beleggers en ECP's aan bod is gekomen.

Voor het onderzoek bij beleggingsondernemingen met dienstverlening aan uitsluitend professionele beleggers en ECP's heeft de AFM ervoor gekozen om zich te richten op een drietal onderwerpen op het gebied van beleggersbescherming. Kostentransparantie en productgovernance zijn eerder al door de AFM genoemd als speerpunten voor haar toezicht op MiFID II in 2018. De verwachting was daarnaast dat de nieuwe regels ten aanzien van provisies (inclusief beleggingsonderzoek) een grote impact zouden hebben op de organisatie en dienstverlening van beleggingsondernemingen.

De belangrijkste doelstellingen van het onderzoek waren:

- i. vaststellen van de wijze waarop en de mate waarin de tien onderzochte beleggingsondernemingen invulling hebben gegeven aan de op hen van toepassing zijnde MiFID II-bepalingen omtrent kostentransparantie, productgovernance en provisies; en
- ii. signaleren van interpretatievraagstukken en praktische problemen waar beleggingsondernemingen tegenaan zijn gelopen bij de implementatie van de MiFID II-verplichtingen omtrent deze onderwerpen.

Hieronder volgt een korte toelichting op de drie onderwerpen. De AFM benadrukt dat MiFID II tevens andere belangrijke onderwerpen kent waaraan de AFM in haar doorlopend toezicht aandacht zal blijven besteden. Voor een overzicht van de verschillende onderwerpen, inclusief een document met daarin de belangrijkste wijzigingen onder MiFID II, verwijst de AFM naar haar website.³

2.1 Kostentransparantie

Op grond van MiFID II moeten alle kosten en lasten van beleggingsdiensten, nevendiensten en financiële instrumenten zowel voorafgaand, gedurende als na afloop van de dienstverlening inzichtelijk worden gemaakt. Doordat de cliënt inzicht heeft in de totale kosten en de cumulatieve impact ervan op het rendement wordt hij in staat gesteld om de kosten van verschillende soorten dienstverlening en financiële instrumenten beter met elkaar te vergelijken en zodoende beter geïnformeerde beleggingsbeslissingen te nemen.

³ Raadpleegbaar via <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/mifid-2/beleggersbescherming-wijzigingen>.

Voor dit onderzoek is alleen de naleving van de ex-antekostentransparantieplichting onderzocht. De ex-postkostentransparantieplichting was (in beginsel) nog niet van toepassing tijdens de onderzoeksperiode en is om die reden buiten beschouwing gelaten.

2.2 Productgovernance

De regels voor productgovernance hebben betrekking op zowel ontwikkelaars als distributeurs van financiële instrumenten.⁴ Een belangrijk onderdeel van de regels is het bepalen van de juiste doelgroep en bijbehorende distributiestrategie voor alle aangeboden financiële instrumenten. Deze regels dienen ervoor te zorgen dat beleggingsondernemingen bij de ontwikkeling en distributie van het financieel instrument in het belang van de cliënt handelen. Voor dit onderzoek heeft de AFM zich beperkt tot de productgovernanceverplichtingen die gelden voor distributeurs.

2.3 Provisies

In Nederland geldt per 1 januari 2014 al een verbod op het ontvangen of verstrekken van provisie van of aan derden met betrekking tot dienstverlening aan niet-professionele beleggers. MiFID II introduceert daarnaast strenge provisieregels voor dienstverlening aan professionele beleggers, in het bijzonder voor vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies. De provisieregels hebben ook betrekking op beleggingsonderzoek. Bij vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies mag geen beleggingsonderzoek van derden worden ontvangen zonder dat daarvoor wordt betaald. Voor dit onderzoek heeft de AFM alleen beleidsstukken en procedures met betrekking tot provisie beoordeeld. De uitvoering in de praktijk is in beginsel niet onderzocht.⁵

⁴ In de wet- en regelgeving wordt de term 'beleggingsproduct' gebruikt, omdat de productgovernanceverplichtingen niet alleen betrekking hebben op financiële instrumenten, maar ook op gestructureerde deposito's. Aangezien het onderzoek zich niet heeft gericht op gestructureerde deposito's, is hier gekozen voor de term 'financiële instrumenten'.

⁵ Wel heeft de AFM de contracten opgevraagd voor het ontvangen van beleggingsonderzoek van derden opdat zij kon vaststellen dat de beleggingsonderneming voor het beleggingsonderzoek van derden heeft betaald, zonder uitspraken te doen over de hoogte van de betalingen. Bij het beoordelen van de vereisten voor een afzonderlijke rekening voor beleggingsonderzoek heeft de AFM ook onderliggende documentatie zoals de onderbouwing van de onderzoeksbudgetten beoordeeld.

3. Opzet van het onderzoek

De AFM heeft voor dit onderzoek tien beleggingsondernemingen geselecteerd, waarbij zij beleggingsondernemingen van verschillende omvang en met verschillende typen dienstverlening in het onderzoek heeft betrokken. De selectie is een deelwaarneming en geen representatieve steekproef. Binnen de reikwijdte van het onderzoek vallen verschillende typen dienstverlening. Hierdoor heeft de AFM een gevarieerd beeld verkregen van de uitwerking van de regels uit MiFID II in de praktijk met een breed scala aan observaties.

De onderzoeksperiode is de periode vanaf de inwerkingtreding van MiFID II op 3 januari 2018 tot met de datum waarop de beleggingsondernemingen het informatieverzoek hebben beantwoord (begin juli 2018).

In het kader van het onderzoek heeft de AFM informatie opgevraagd bij de geselecteerde beleggingsondernemingen en met elk van hen een gesprek gevoerd. Tijdens dit gesprek heeft de AFM vragen gesteld over de door de beleggingsondernemingen verstrekte informatie en haar voorlopige bevindingen gedeeld. Het onderzoek heeft zich zowel op het voeren van beleid gericht als de uitvoering daarvan.

Omwille van een consistente beoordeling heeft de AFM de beoordeling per onderwerp uitgewerkt aan de hand van een normenkader. Bij het opstellen van de normenkaders heeft de AFM zich gebaseerd op de relevante bepalingen in nationale en Europese wet- en regelgeving. Bij het onderwerp productgovernance heeft zij ook de nadere uitwerking van ESMA in de ESMA-Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II betrokken (**ESMA-Richtsnoeren**).⁶ De AFM past de ESMA-Richtsnoeren toe in het toezicht op de naleving van de productgovernanceverplichtingen. Bij de onderwerpen kostentransparantie en provisies heeft de AFM zich tevens gebaseerd op de nadere uitleg van ESMA in de Q&A over beleggersbeschermingsonderwerpen uit MiFID II en MiFIR (**ESMA Q&A**)⁷.

De normenkaders zijn als bijlage bij dit rapport te raadplegen. De AFM benadrukt dat deze normenkaders zijn afgestemd op dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's, niet op dienstverlening aan niet-professionele beleggers.

⁶ Raadpleegbaar via https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_nl.pdf.

⁷ Raadpleegbaar via <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-mifid-ii-mifir-investor-protection-qa>.

4. Uitkomsten

Uit het onderzoek blijkt dat de onderzochte beleggingsondernemingen nog de nodige stappen dienen te zetten om volledig te voldoen aan de verplichtingen met betrekking tot de drie onderzochte onderwerpen. Het blijkt dat het volledig en zorgvuldig voldoen aan de nieuwe regelgeving grote uitdagingen biedt.

Met name ten aanzien van de onderwerpen kostentransparantie en productgovernance waren meerdere beleggingsondernemingen van mening dat zij de nieuwe verplichtingen op proportionele wijze konden toepassen. Zij leunden bijvoorbeeld op bestaande maatregelen en procedures zoals bepaald onder MiFID I⁸ zonder (voldoende) aanvullende maatregelen te treffen om te voldoen aan de aangescherpte eisen in MiFID II.

Zo waren er beleggingsondernemingen die van mening waren dat de kostenoverzichten die zij vóór de inwerkingtreding van MiFID II aan cliënten verschaften, voldoende inzicht boden voor de cliënt en er daarom geen aanvullende maatregelen nodig waren. Deze overzichten voldeden echter niet aan de eisen die MiFID II stelt aan het verstrekken van kosteninformatie. Daarnaast verwezen beleggingsondernemingen naar bestaande maatregelen en procedures omtrent de geschiktheidseisen om aan te tonen dat zij voldeden aan de productgovernanceverplichtingen.

De AFM benadrukt dat MiFID II veel nieuwe en aangescherpte verplichtingen meebrengt, ook ten aanzien van dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's. Het naleven van deze verplichtingen vergt een serieuze inspanning van beleggingsondernemingen en deze verplichtingen kunnen niet door middel van de naleving van bestaande verplichtingen uit MiFID I worden nageleefd. De AFM spoort alle beleggingsondernemingen aan, indien nodig, verbeteringen aan te brengen in hun procedures en maatregelen, opdat zij in de toekomst aan de van toepassing zijnde regels kunnen voldoen.

Hierna volgen de specifieke uitkomsten van het onderzoek per onderwerp. De AFM laat in dit deel de verwijzing naar de specifieke wetsartikelen in beginsel achterwege. Het volledige normenkader is opgenomen in de bijlage.

4.1 Kostentransparantie

Uit het onderzoek blijkt dat de naleving van de kostentransparantieregels voor verbetering vatbaar is. Wel vertonen de beleggingsondernemingen onderling grote verschillen. Grofweg zijn de beleggingsondernemingen in drie groepen in te delen.

De eerste groep beleggingsondernemingen had wel kosteninformatie verstrekt voorafgaand aan het verlenen van de beleggingsdienst (beleggingsadvies of execution only⁹), maar deze informatie voldeed niet aan alle eisen die MiFID II hieraan stelt. Voorbeelden zijn:

⁸ Richtlijn 2004/39/EG.

⁹ Met deze term worden de beleggingsdiensten ontvangen en doorgeven en uitvoeren van orders van cliënten bedoeld.

- kosten werden uitsluitend in een percentage óf een bedrag gerapporteerd, in plaats van in zowel een percentage als een bedrag;
- kosten van financiële instrumenten werden niet gerapporteerd, ook niet als '0' indien deze kosten 0 bedroegen;
- een optelling van de kosten ontbrak;
- wanneer kosten in een vreemde valuta waren betaald, ontbraken onder meer een indicatie van de valuta en van de omrekeningskoers en wisselkosten;
- de illustratie van het cumulatieve effect van de kosten op het rendement ontbrak.

Bovendien was in veel gevallen onduidelijk of daadwerkelijk alle kosten inzichtelijk waren gemaakt, omdat de beleggingsondernemingen niet in staat waren om de achterliggende berekeningswijze aan de AFM te overhandigen. De AFM kon bijvoorbeeld niet vaststellen dat de impliciete transactiekosten of de kosten die worden gemaakt binnen een beleggingsinstelling of icbe op de juiste manier waren berekend.

De tweede groep beleggingsondernemingen had in het geheel geen kosteninformatie verschaft aan de cliënt voorafgaand aan het verlenen van de beleggingsdienst (beleggingsadvies of execution only).

Tot slot was er een groep beleggingsondernemingen die gedurende de onderzoeksperiode naar eigen zeggen nog niet aan de kostentransparantieplichtingen hoefde te voldoen omdat zij gedurende die periode nog geen (nieuwe) beleggingsdienst hadden verleend. Overigens heeft de AFM deze beleggingsondernemingen niettemin aanbevelingen gedaan om in de toekomst te voldoen aan de kostentransparantieplichtingen. Op basis van de beschikbare procedures en maatregelen kon de AFM namelijk vaststellen dat de handelwijze van deze beleggingsondernemingen onvoldoende zou zijn om in de toekomst aan de kostentransparantieplichtingen te kunnen voldoen.

4.2 Productgovernance

Ook ten aanzien van de naleving van de productgovernanceverplichtingen concludeert de AFM dat er verbeteringen nodig zijn. Ook hier constateert zij onderling grote verschillen. Grofweg zijn de beleggingsondernemingen ook hier in drie groepen in te delen.

De eerste groep beschikte wel over procedures en maatregelen inzake productgovernance en had de doelgroep bepaald voor een vijftal financiële instrumenten die de AFM had geselecteerd. Deze documenten waren echter niet voldoende uitgewerkt. Uit de procedures en maatregelen kon bijvoorbeeld niet worden afgeleid hoe de beleggingsonderneming de doelgroep vaststelt. Zo ontbrak het aan een duidelijke uitwerking van de criteria die de beleggingsonderneming per doelgroepcategorie hanteert. Ook de uitwerking van de doelgroep was niet diepgaand genoeg en was onvoldoende afgebakend. Wanneer de beleggingsonderneming een doelgroep bepaalde voor een cluster van financiële instrumenten, ontbrak de onderbouwing van de manier waarop de clusters tot stand waren gekomen.

Ook de tweede groep beschikte over onvoldoende uitgewerkte procedures en maatregelen, en had bovendien in het geheel geen doelgroep bepaald voor de door de AFM geselecteerde financiële instrumenten. De procedures en maatregelen werden in de praktijk dus niet toegepast.

De derde groep beschikte noch over procedures en maatregelen, noch over een doelgroepbepaling voor de door de AFM geselecteerde financiële instrumenten. De betreffende beleggingsondernemingen stelden zich op het standpunt dat zij niet kwalificeerden als distributeur, omdat zij van mening waren dat bijvoorbeeld bij het verlenen van vermogensbeheer of ontvangen en doorgeven van orders geen financiële instrumenten worden gedistribueerd.

De AFM benadrukt dat dit standpunt onjuist is. Het begrip distributeur moet ruim worden opgevat en omvat in ieder geval de beleggingsdiensten ontvangen en doorgeven van orders, uitvoeren van orders, vermogensbeheer en beleggingsadvies.

4.3 Provisies

Nagenoeg geen van de beleggingsondernemingen uit het onderzoek heeft aangegeven provisie van derden te ontvangen met betrekking tot het verlenen van beleggings- of nevendiensten. Ten aanzien van geldelijke provisie blijkt dat in de meeste gevallen ook uit hun procedures en maatregelen.

Tegelijkertijd geven bijna alle beleggingsondernemingen aan dat zij kleine niet-geldelijke tegemoetkomingen (**KNGT**) van derden ontvangen in relatie tot de dienstverlening. De AFM stelt daarom vast dat deze beleggingsondernemingen ten onrechte hebben geconcludeerd geen provisie van derden te hebben ontvangen, omdat KNGT ook als provisie kwalificeren.

Uit het onderzoek blijkt bovendien dat de definitie van KNGT die veel beleggingsondernemingen in hun beleid hanteren, ruimer is dan de definitie die in artikel 12, derde lid, van de Gedelegeerde Richtlijn¹⁰ (**GR**) wordt gegeven. Dit heeft tot gevolg dat deze beleggingsondernemingen tegemoetkomingen kunnen ontvangen die niet mogen worden ontvangen omdat deze niet onder de definitie uit voornoemd artikel vallen.¹¹ De AFM benadrukt dat de lijst met KNGT uit artikel 12, derde lid, GR limitatief is en dat er dus geen ruimte is voor de beleggingsonderneming om additionele niet-geldelijke tegemoetkomingen als KNGT aan te merken.

Bij deze beleggingsondernemingen heeft de AFM daarom geconcludeerd dat er geen sprake was van een adequaat beleid dat in voldoende mate waarborgt dat aan de provisieregels wordt voldaan.

Daarnaast blijkt uit het onderzoek dat de beleggingsondernemingen die niet-geldelijke tegemoetkomingen ontvangen met betrekking tot execution-only-dienstverlening, niet alle tegemoetkomingen toetsen aan de hand van de criteria die zijn opgenomen in artikel 168aa, vijfde

¹⁰ Gedelegeerde richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016. Artikel 12, derde lid, GR is via een dynamische verwijzing geïmplementeerd in artikel 168aa, tweede lid, BGfo.

¹¹ Dit artikel is via een dynamische verwijzing geïmplementeerd in artikel 168aa, tweede lid, BGfo.

lid, van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (**BGfo**). Het gaat hierbij hoofdzakelijk om relatiegeschenken.

Verder heeft de AFM het ontvangen van beleggingsonderzoek van derden beoordeeld. Daaruit volgen de volgende bevindingen:

- Alle beleggingsondernemingen die beleggingsonderzoek van derden ontvangen, betaalden voor dit beleggingsonderzoek. Dit deden zij uit eigen middelen of uit de middelen die cliënten hebben gestort op een afzonderlijke rekening voor beleggingsonderzoek.
- De meeste beleggingsondernemingen hadden ook een proces ingericht om te voorkomen dat er onderzoek wordt ontvangen waar niet voor wordt betaald. Zo hebben verschillende beleggingsondernemingen alle medewerkers ingelicht over de regels omtrent het ontvangen van materiaal van derden en een proces ingericht waarbij twijfelgevallen door medewerkers moeten worden voorgelegd aan de afdeling compliance. Ook hebben deze beleggingsondernemingen een overzicht aan hun medewerkers verschaft met de gecontracteerde aanbieders van onderzoek.
- Tegelijkertijd werd niet in alle gevallen voldoende aandacht besteed aan mondelinge informatie die beleggingsondernemingen van derden ontvangen, bijvoorbeeld in de vorm van zogenoemde *morning calls* waarbij brokers een overzicht geven van de relevante ontwikkelingen voor de komende handelsdag. Beleggingsondernemingen dienen ook ten aanzien van deze mondelinge informatie te beoordelen of er sprake is van onderzoek of KNGT.
- Verder hanteerden sommige beleggingsondernemingen in hun beleid een nauwere definitie van beleggingsonderzoek dan de omschrijving die in overweging 28 GR wordt gegeven. Dit kan tot gevolg hebben dat deze beleggingsondernemingen onderzoek van derden ontvangen zonder hiervoor te betalen.
- Ten slotte voldeden de beleggingsondernemingen die gebruikmaken van een afzonderlijke rekening voor beleggingsonderzoek, niet aan alle eisen die op grond van artikel 168aa, zevende lid, BGfo juncto artikel 13 GR voor een dergelijke afzonderlijke rekening gelden. De belangrijkste tekortkomingen waren het gebrek aan of onvoldoende onderbouwing van de in artikel 13, eerste lid, onderdeel b(ii) GR bedoelde onderzoeksbudgetten en het gebrek aan uitwerking van de in artikel 13, eerste lid, onderdeel b(iv) GR bedoelde solide kwaliteitscriteria om het aangeschafte beleggingsonderzoek te kunnen evalueren.

5. Uitgelichte observaties

In dit hoofdstuk licht de AFM verschillende observaties uit het onderzoek toe en geeft zij bij iedere observatie haar standpunt, omdat zij verwacht dat dit relevant kan zijn voor de gehele populatie beleggingsondernemingen. Hoewel in dit hoofdstuk een gedeelte van de in het onderzoek gehanteerde normenkaders wordt behandeld, geeft het geen volledig overzicht van de getoetste normen. De volledige normenkaders zijn in de bijlage te vinden.

5.1 Algemeen: beleggingsdiensten in het kader van fiduciair beheer

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen uit het onderzoek bieden zogenoemd fiduciair beheer aan hun cliënten (veelal pensioenfondsen) aan. Onder fiduciair beheer wordt een veelheid aan diensten verstaan, variërend van diensten die niet kwalificeren als beleggingsdienst (zoals advisering over strategische assetallocatie) tot diensten die wel kwalificeren als beleggingsdienst. Hieronder vallen bijvoorbeeld het beheren van een individueel vermogen, het adviseren over financiële instrumenten en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten.

Uit het onderzoek blijkt dat deze beleggingsondernemingen de diensten die zij aanbieden onder het fiduciair beheer verschillend kwalificeren, hoewel de dienstverlening van gelijke aard is. De meeste beleggingsondernemingen verlenen bij fiduciair beheer een combinatie van vermogensbeheer, beleggingsadvies en ontvangen en doorgeven van orders. Een enkele stelt echter dat er uitsluitend sprake is van vermogensbeheer, of van vermogensbeheer en beleggingsadvies.

Standpunt AFM. Op grond van artikel 2:96, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**) is het verboden beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten zonder een daartoe verleende vergunning van de AFM. In artikel 1:1 Wft, wordt het verlenen van een beleggingsdienst gedefinieerd. Hieronder valt onder meer het verlenen van de diensten vermogensbeheer, beleggingsadvies, uitvoeren van orders en ontvangen en doorgeven van orders.

Wanneer beleggingsondernemingen fiduciair beheer verlenen, waarbij er sprake is van een combinatie van de beleggingsdiensten vermogensbeheer, beleggingsadvies en ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders, dienen zij naar het oordeel van de AFM over een vergunning voor het verlenen van al deze afzonderlijke diensten te beschikken.

In tegenstelling tot beleggingsadvies, is er bij vermogensbeheer sprake van discretionaire bevoegdheid van de beleggingsonderneming om binnen de met de cliënt overeengekomen beleggingsrichtlijnen, namens de cliënt beleggingsbeslissingen te nemen over financiële instrumenten. De cliënt geeft dus niet per transactie toestemming voor het nemen van deze beleggingsbeslissingen. Bij beleggingsadvies beperkt de rol van de beleggingsonderneming zich tot advisering over financiële instrumenten, de cliënt neemt zelf de uiteindelijke beleggingsbeslissing. Het doorvoeren van een beleggingsbeslissing van de cliënt ten aanzien van een financieel

instrument kwalificeert tot slot, afhankelijk van de precieze rol van de beleggingsonderneming, als het ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders.

Hieruit volgt dat een beleggingsonderneming die in het kader van het verlenen van fiduciair beheer niet in alle gevallen zelf de bevoegdheid heeft om beleggingsbeslissingen te nemen, maar ook concrete voorstellen aan de cliënt doet ten aanzien van specifieke financiële instrumenten, zowel een vergunning nodig heeft voor het verlenen van vermogensbeheer als beleggingsadvies. Als de beleggingsonderneming daarnaast beleggingsbeslissingen van de cliënt kan implementeren, al dan niet op basis van de aan de cliënt gedane voorstellen, is ook een vergunning voor het ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders vereist.

5.2 Kostentransparantie

Op 17 juli 2019 heeft ESMA een ‘Call for evidence’ gepubliceerd waarbij zij alle belanghebbenden heeft uitgenodigd om te reageren op een aantal vragen die zij in dit document voorlegt, onder andere ten aanzien van het onderwerp kostentransparantie. De reacties op deze Call for evidence zijn gepubliceerd op de website van ESMA¹². Het is goed mogelijk dat op basis van deze consultatie de verplichting om ex-antekosteninformatie te verstrekken aan professionele beleggers en ECP's wordt aangepast. Dit kan invloed hebben op de hieronder beschreven situaties en standpunten van de AFM.

5.2.1 Informatieverstrekking op duurzame drager bij telefonische orderuitvoering

Situatie. Beleggingsondernemingen die execution-only-diensten verlenen aan professionele beleggers en ECP's, geven aan dat de verplichting om de kosteninformatie voorafgaand aan de dienstverlening op een duurzame drager te verschaffen, voor bepaalde typen orders lastig of onmogelijk na te leven is zonder dat de belangen van de cliënt in het geding komen. Het gaat hierbij om dienstverlening waarbij de cliënt de order via de telefoon doorgeeft en het belangrijk is dat de order onverwijld wordt uitgevoerd.

De betreffende beleggingsondernemingen geven aan dat het verschaffen van de kosteninformatie op een duurzame drager, voordat de order wordt uitgevoerd, de transactie vertraagt en daarmee het belang van de cliënt kan schaden. Deze vertraging kan er immers toe leiden dat de prijs van het financieel instrument verandert. De betreffende beleggingsondernemingen hebben daarom voor een andere oplossing gekozen. Zij verschaffen de informatie aan iedere afzonderlijke transactie bijvoorbeeld uitsluitend mondeling via de telefoon.

Standpunt AFM. Op grond van artikel 58, eerste lid, BGfo juncto artikel 46, tweede en derde lid, van de Gedelegeerde Verordening MiFID II (GV)¹³ dient een beleggingsonderneming geruime tijd voorafgaand aan de dienstverlening informatie over alle kosten op een duurzame drager aan de

¹² Raadpleegbaar via <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-impact-inducements-and-costs-and-charges-disclosure>

¹³ Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van 25 april 2016.

cliënt te verschaffen. Een brief, e-mail of een chatsysteem waarbij de chats door de cliënt kunnen worden opgeslagen (bijvoorbeeld *Bloomberg message*) kwalificeert bijvoorbeeld als een duurzame drager. Daarnaast mag de informatie via een website worden verstrekt, mits wordt voldaan aan de voorwaarden die daaraan worden gesteld in artikel 3, tweede lid, GV. Een telefoongesprek, ook indien opgenomen, geldt niet als een duurzame drager.

De AFM benadrukt dat een beleggingsonderneming te allen tijde informatie over alle kosten geruime tijd voorafgaand aan de dienstverlening op een duurzame drager dient te verschaffen. De cliënt moet de kosteninformatie op een later moment kunnen raadplegen. Het uitsluitend mondeling verschaffen van de kosteninformatie via de telefoon voldoet dus niet aan artikel 46, derde lid, GV.

De AFM is zich ervan bewust dat deze verplichting kan knellen met de aard van bepaalde typen execution-only-dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's. In dit kader wijst zij op Q&A 9.28 van ESMA, gepubliceerd op 29 mei 2019. In deze Q&A stelt ESMA, samengevat, dat beleggingsondernemingen in bovengenoemde situatie de volgende benadering kunnen hanteren. Ten eerste moet de cliënt de mogelijkheid worden geboden de transactie uit te stellen, zodat de cliënt in de gelegenheid wordt gesteld om de kosteninformatie door te nemen. Indien de cliënt aangeeft prioriteit te geven aan de snelheid waarmee de transactie kan worden uitgevoerd, dient de beleggingsonderneming voorafgaand aan het uitvoeren van de transactie, de kosteninformatie mondeling via de telefoon en gelijktijdig op een duurzame drager aan de cliënt te verschaffen.

Een andere mogelijkheid wordt beschreven in Q&A 9.23 van ESMA. Deze Q&A heeft uitsluitend betrekking op de situatie waarin er geen sprake is van kosten van het financieel instrument. In Q&A 9.23 licht ESMA toe dat voor het verstrekken van ex-antekosteninformatie, onder strikte voorwaarden, gebruik kan worden gemaakt van een kostentabel die eenmalig kan worden verstrekt in plaats van voorafgaand aan iedere afzonderlijke transactie.

5.2.2 Lopende relatie

Situatie. Enkele beleggingsondernemingen geven aan dat er in hun ogen zelden sprake zal zijn van een lopende relatie bij execution only-dienstverlening aan ECP's. Zij zijn van mening dat het bestaan van een overeenkomst tussen de beleggingsonderneming en de cliënt waaronder de cliënt een zogenoemde *trading account* aanhoudt waarop hij handelt, op zichzelf niet voldoende is om als situatie te kwalificeren waarin sprake is van een lopende relatie. Volgens deze beleggingsondernemingen dienen de transacties die de cliënt doet verband met elkaar te houden om te kwalificeren als situatie waarin sprake is van een lopende relatie. In de situatie waarin een cliënt een *trading account* heeft bij een beleggingsonderneming en hiermee gedurende een jaar meerdere transacties doet die geen verband met elkaar houden, zou er geen sprake zijn van een lopende relatie en is artikel 50, negende lid, GV dus niet van toepassing.

Standpunt AFM. Op grond van artikel 50, negende lid, GV dient een beleggingsonderneming die financiële instrumenten aanbeveelt of verkoopt aan cliënten met wie zij een lopende relatie heeft,

minimaal jaarlijks op gepersonaliseerde basis informatie te verschaffen over de daadwerkelijke kosten van de dienstverlening en het financieel instrument.

ESMA heeft in Q&A 15.1 duidelijkheid verschaft over wat moet worden verstaan onder het begrip lopende relatie. In algemene zin maakt ESMA duidelijk dat moet worden gekeken naar de betekenis van het begrip zelf, dat wil zeggen, naar de gevallen waarin een lopende relatie bestaat of gedurende het afgelopen jaar heeft bestaan met een cliënt. ESMA noemt een aantal niet-limitatieve voorbeelden waarin er sprake is van een lopende relatie. Een daarvan is het bestaan van een overeenkomst tussen de beleggingsonderneming en de cliënt waaronder de cliënt een zogenoemde *trading account* aanhoudt waarop hij handelt.

De AFM benadrukt dat de uitleg van voornoemde beleggingsondernemingen niet in lijn is met ESMA Q&A 15.1. Het al dan niet bestaan van een verband tussen de verschillende transacties gedaan via een *trading account* speelt geen rol in de kwalificatie van een lopende relatie. Het bestaan van een overeenkomst tussen de beleggingsonderneming en de cliënt waaronder de cliënt een zogenoemde *trading account* aanhoudt waarop hij handelt, is voldoende.

De AFM wijst in dit licht ook op de gedachte achter de verplichting op grond van artikel 50, negende lid, GV. De cliënt moet in staat worden gesteld om de totale kosten van de dienstverlening en het financieel instrument gedurende een jaar te kunnen begrijpen en vergelijken. Zodra de cliënt twee of meer transacties gedurende een jaar heeft gedaan, heeft het bieden van een ex-postkostenoverzicht naar het oordeel van de AFM toegevoegde waarde voor de cliënt.

5.2.3 Beperkte toepassing kostentransparantieregels

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen, ook wanneer zij vermogensbeheer en/of beleggingsadvies aan professionele beleggers verlenen, beroepen zich op het recht op het overeenkomen van een beperkte toepassing van de gedetailleerde eisen uit artikel 50 GV. Zij laten daarom bijvoorbeeld de illustratie van het cumulatieve effect van de kosten op het rendement achterwege.

Standpunt AFM. De regels voor kostentransparantie gelden voor alle typen dienstverlening en voor alle typen cliënten. In beginsel bestaat geen ruimte voor een proportionele invulling.

Wel hebben beleggingsondernemingen op basis van artikel 50, eerste lid, GV het recht om een beperkte toepassing van de gedetailleerde eisen van artikel 50 GV met een professionele cliënt of ECP overeen te komen. Dit betekent dat beleggingsondernemingen bij dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's altijd dienen te voldoen aan de hoofdnorm uit artikel 24, vierde lid, MiFID II, maar enkele specifieke vereisten uit artikel 50 GV, zoals het verschaffen van een illustratie van het cumulatieve effect van de kosten op het rendement, mits overeengekomen, achterwege kunnen laten.

Uit artikel 50, eerste lid, GV blijkt dat deze beperkte toepassing echter niet in alle gevallen met de professionele cliënt of ECP overeen kan worden gekomen. Met professionele beleggers hebben beleggingsondernemingen hier het recht niet toe bij de beleggingsdiensten vermogensbeheer en

beleggingsadvies, of, ongeacht de verleende beleggingsdienst, wanneer in de betrokken financiële instrumenten een derivaat is vervat.

Met ECP's mag de beperkte toepassing niet worden overeengekomen als in de betrokken financiële instrumenten een derivaat is vervat en de ECP voornemens is de dienst aan haar cliënten aan te bieden.

Artikel 50, eerste lid, GV stelt dat beleggingsondernemingen die execution-only-diensten verlenen en gebruik willen maken van de mogelijkheid tot een beperkte toepassing van dit artikel, met de cliënt overeen dienen te komen van welke verplichtingen uit artikel 50 GV wordt afgezien. Q&A 9.18 van ESMA licht verder toe dat een beleggingsonderneming artikel 50 GV alleen beperkt mag toepassen indien zij over een overeenkomst beschikt met de cliënt. Hieruit kan worden afgeleid dat de cliënt zijn expliciete toestemming dient te hebben gegeven dat er door de beleggingsonderneming van een aantal specifieke bepalingen uit artikel 50 GV mag worden afgezien. Het opnemen van deze informatie in de algemene voorwaarden, of uitgaan van een stilzwijgende toestemming, is dan ook niet afdoende.

Verder benadrukt de AFM dat de beleggingsonderneming te allen tijde dient te voldoen aan de overkoepelende kostentransparantieplichtingen die worden beschreven in artikel 24, vierde lid, MiFID II, zoals geïmplementeerd in artikel 4:20, eerste lid, Wft en artikel 58 BGfo. Voor deze verplichtingen kan geen beperkte toepassing worden overeengekomen.

5.2.4 Transactiekosten als kosten dienstverlening of financieel instrument?

Situatie. Uit het onderzoek blijkt dat beleggingsondernemingen dezelfde kostensoorten verschillend kwalificeren. Zo bestond er onduidelijkheid of de kosten in verband met toe- of uittreding tot een beleggingsinstelling of icbe (in casu zogenaamde *anti-dilution levies*) moesten worden gekwalificeerd als kosten van het financieel instrument of als kosten van de dienstverlening.

Een ander voorbeeld betreft de kosten in geval van niet-beursverhandelde derivaten zoals renteswaps. Bij transacties in deze typen financiële instrumenten zijn de kosten verwerkt in het verschil tussen de aan- en verkoopprijs (de spread) en kunnen er bovendien aanvullende kosten zijn. De kosten verwerkt in de spread worden door sommige beleggingsondernemingen gekwalificeerd als kosten van het financieel instrument, door andere als kosten van de dienstverlening.

Standpunt AFM. Op grond van artikel 58, vierde lid, BGfo juncto artikel 50, tweede lid, GV voegt een beleggingsonderneming de informatie over alle kosten in verband met de dienst en het financieel instrument samen zodat de cliënt inzicht krijgt in de totale kosten en het cumulatieve effect van de kosten op het rendement. Indien de cliënt hierom verzoekt, omvat de informatie een puntsgewijze uitsplitsing van de kosten, minimaal op het niveau van de kostensoorten zoals vermeld in tabel I en II uit bijlage II, GV.

In deze tabellen wordt bepaald welke kosten behoren tot de kosten van de dienstverlening en welke tot de kosten van het financieel instrument. Op deze manier wordt gewaarborgd dat soortgelijke kosten soortgelijk worden gekwalificeerd.

Transactiekosten kunnen, afhankelijk van de aard van deze kosten, kwalificeren als kosten van de dienstverlening of het financieel instrument. Transactiekosten verbonden aan de aan- of verkoop van een financieel instrument dienen te worden gekwalificeerd als kosten van de dienstverlening.

Aan de andere kant bestaan transactiekosten die worden gemaakt binnen het financieel instrument. Te denken valt aan de transactiekosten die binnen een beleggingsinstelling of icbe worden gemaakt als gevolg van de uitvoering van het beleggingsbeleid, los van de transactiekosten gemoeid met de aan- of verkoop van activa als gevolg van de toe- of uittreding van specifieke deelnemers.

De regels voor kostentransparantie strekken ertoe de cliënt in staat te stellen alle kosten van het financieel instrument en de dienst te begrijpen en een vergelijking te maken van de kosten van verschillende beleggingsondernemingen. Daarom is het van belang dat soortgelijke kosten soortgelijk worden gekwalificeerd. Voor de in- en uitstapkosten bij de aan- of verkoop van een recht van deelneming in een beleggingsinstelling of icbe bestaat naar de mening van de AFM geen onduidelijkheid. Deze kosten kwalificeren als kosten van de dienstverlening, ongeacht of deze worden betaald aan de beleggingsinstelling of icbe of aan de betreffende beheerder.

De AFM erkent dat er categorieën financiële instrumenten kunnen zijn waarvoor het minder duidelijk is of bepaalde kosten als kosten van het financieel instrument of als kosten van de dienst moeten worden gekwalificeerd, bijvoorbeeld als het gaat om de spread bij niet-beursverhandelde derivaten. Zo zou betoogd kunnen worden dat deze kosten niet alleen de transactiekosten bevatten, dat wil zeggen, de kosten gemoeid met de aan- of verkoop van het derivaat, maar ook de kosten die gemoeid zijn met het structureren of 'maken' van het derivaat.

Omwille van een consistente benadering in de markt, vindt de AFM het wenselijk dat beleggingsondernemingen de kosten van derivaten op een uniforme manier kwalificeren.

5.2.5 Doorverwijzen naar of aanbevelen van andere vermogensbeheerders

Situatie. Beleggingsondernemingen die vermogensbeheer of beleggingsadvies aan professionele beleggers verlenen, adviseren daarnaast veelal over het laten beleggen van een bepaald deel van het vermogen van de cliënt door een andere vermogensbeheerder. Soms wordt bijvoorbeeld een vergelijking gemaakt tussen het laten beleggen van een bepaald deel van het vermogen door een andere vermogensbeheerder of het beleggen van dat deel van het vermogen in een beleggingsinstelling. Het adviseren over een andere vermogensbeheerder kwalificeert niet als beleggingsadvies. Voor deze beleggingsondernemingen is onduidelijk welke verplichting er nu precies op grond van de kostentransparantieregels geldt.

Standpunt AFM. Op grond van artikel 50, zevende lid, GV dient een beleggingsonderneming die door een andere onderneming verrichte diensten aanbeveelt of verkoopt aan haar cliënt, of de

cliënt daarnaar doorverwijst, de kosten van deze diensten te aggregeren met de kosten van haar eigen dienstverlening.

Hoewel er geen beleggingsdienst wordt verleend bij het doorverwijzen naar andere vermogensbeheerders, dient de beleggingsonderneming op grond van artikel 50, zevende lid, GV de kosten van de diensten van de andere vermogensbeheerder inzichtelijk te maken door deze te aggregeren met de kosten van haar eigen dienstverlening.

De AFM ziet het als een goed praktijkvoorbeeld als daarbij ook de kosten van de financiële instrumenten waarin door de andere vermogensbeheerder wordt belegd, inzichtelijk worden gemaakt, zodat de cliënt de kosten van de (beleggings-)voorstellen met elkaar kan vergelijken en een compleet beeld van alle kosten krijgt.

5.2.6 Reikwijdte transactiekosten

Situatie. Uit het onderzoek is gebleken dat er niet in alle gevallen duidelijkheid bestaat over wat precies onder de noemer transactiekosten, zoals bedoeld in artikel 50 en tabel I en II van Annex II GV, moet worden geschaard. Bij bepaalde typen beleggingen moeten bijvoorbeeld vertaalkosten of kosten voor het doen van *due diligence* worden gemaakt voordat de transactie doorgang kan vinden.

Standpunt AFM. Onder de kostensoorten die een beleggingsonderneming op grond van artikel 50 GV inzichtelijk dient te maken, vallen onder meer de transactiekosten. In tabel I van Bijlage II GV worden deze als volgt gedefinieerd: alle kosten die verband houden met transacties die in het kader van de verrichting van een beleggingsdienst worden geïnitieerd.

De AFM benadrukt dat het begrip transactiekosten, zoals ook blijkt uit tabel I van Bijlage II GV, ruim dient te worden geïnterpreteerd. Het gaat om alle kosten die het gevolg zijn van het uitvoeren of ontvangen en doorgeven van een order in financiële instrumenten, en die direct of indirect in rekening worden gebracht bij de cliënt. Naast de meer gebruikelijke transactiekosten zoals brokercommissies, spreadkosten en transactiebelastingen, omvat het begrip ook minder gebruikelijke kosten zoals kosten voor het opstellen van een *legal opinion* of het doen van *due diligence*, als deze kosten het gevolg zijn van transacties in financiële instrumenten die in het kader van de verrichting van een beleggingsdienst worden geïnitieerd.

5.2.7 Ex-postkostentransparantieplichting in relatie tot periodieke vermogensbeheerrapportages

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen waren in de veronderstelling dat de periodieke overzichten, zoals bedoeld in artikel 60 GV, die zij aan hun cliënten sturen in het kader van het verlenen van vermogensbeheer, kwalificeren als ex-postkostenoverzichten zoals bedoeld in artikel 50, negende lid, GV.

Standpunt AFM. Op grond van artikel 50, negende lid, GV dient een beleggingsonderneming die financiële instrumenten aanbeveelt of verkoopt aan cliënten met wie zij een lopende relatie heeft,

minimaal jaarlijks op gepersonaliseerde basis informatie te verschaffen over de daadwerkelijke kosten van de dienstverlening en het financieel instrument.

Ingevolge artikel 60 GV dient een beleggingsonderneming die vermogensbeheer verleent de cliënt te voorzien van periodieke overzichten met onder meer informatie over het totale bedrag aan vergoedingen en lasten over de rapportageperiode. Daarbij wordt een afzonderlijke specificatie van in elk geval de totale beheersvergoedingen en de totale uitvoeringskosten verstrekt, met, voor zover van toepassing, de vermelding dat desgewenst een gedetailleerde uitsplitsing wordt verstrekt.

De AFM benadrukt dat de periodieke overzichten die op grond van artikel 60 GV aan cliënten dienen te worden gestuurd bij het verlenen van vermogensbeheer, van een andere aard zijn dan de overzichten die op grond van artikel 50, negende lid, GV aan de cliënt dienen te worden verstrekt. Zo wijkt de inhoud, presentatiewijze en de periode waar het kostenoverzicht betrekking op heeft af. Ingeval van het verlenen van vermogensbeheer dient de beleggingsonderneming dus beide rapportages te verstrekken. Wel kan het ex-postkostenoverzicht zoals bedoeld in artikel 50, negende lid, GV samen met de bestaande periodieke rapportage aan de cliënt worden verstrekt.

5.3 Productgovernance

5.3.1 Kwalificatie als distributeur

Situatie. Enkele beleggingsondernemingen die de beleggingsdiensten vermogensbeheer, ontvangen en doorgeven van orders of uitvoeren van orders verlenen, waren van mening dat zij niet als distributeur kwalificeerden en diensgevolge niet aan de productgovernanceverplichtingen voor distributeurs hoefden te voldoen.

Standpunt AFM. Beleggingsondernemingen die financiële instrumenten distribueren, dienen te voldoen aan de productgovernanceverplichtingen voor distributeurs zoals opgenomen in artikel 32b BGfo. Samengevat dient een distributeur te beschikken over procedures en maatregelen die ervoor zorgen dat voor alle financiële instrumenten die kunnen worden gedistribueerd een doelgroep en bijbehorende distributiestrategie is vastgesteld en die waarborgen dat de financiële instrumenten doorlopend worden geëvalueerd. De productgovernanceverplichtingen strekken ertoe dat financiële instrumenten worden gedistribueerd aan de juiste doelgroep. Op deze wijze wordt het risico op *mis-selling* verkleind.

Overweging 15 GR maakt duidelijk dat een beleggingsonderneming die financiële instrumenten aanbeveelt of verkoopt aan cliënten, kwalificeert als distributeur. Het maakt daarbij geen verschil of deze diensten aan niet-professionele beleggers, professionele beleggers of ECP's worden verleend.

De AFM benadrukt dat de reikwijdte van het begrip distributeur ruim dient te worden opgevat, en op zijn minst een beleggingsonderneming omvat die de beleggingsdiensten ontvangen en doorgeven van orders, uitvoeren van orders, vermogensbeheer of beleggingsadvies verleent. Een beleggingsonderneming die vermogensbeheer verleent aan professionele cliënten, of een

beleggingsonderneming die execution-only-diensten verleent aan professionele beleggers en ECP's, dient dus aan de productgovernanceverplichtingen voor distributeurs te voldoen.

5.3.2 De geschiktheidsvereisten in relatie tot productgovernance

Situatie. Enkele vermogensbeheerders hebben beargumenteerd dat het inrichten van procedures en maatregelen en het vaststellen van doelgroepen in het kader van de productgovernanceverplichtingen geen toegevoegde waarde zou hebben, omdat het vaststellen van de geschiktheid al waarborgt dat de financiële instrumenten bij de juiste doelgroep belanden. Ook werd er regelmatig gewezen op het feit dat zij professionele beleggers bedienen, waarbij er sprake was van een actieve relatie tussen hen en de cliënt.

De AFM is bovendien op een verkeerde interpretatie gestuit ten aanzien van de bepalingen over diversificatie en hedging in het kader van productgovernance zoals opgenomen in ESMA-Richtsnoer 52 tot en met 55. De interpretatie was dat deze richtsnoeren de geschiktheidsvereisten lieten prevaleren boven de productgovernancevereisten.

Standpunt AFM. Bij vermogensbeheer moet de beleggingsonderneming voldoen aan de eisen met betrekking tot het vaststellen van de geschiktheid (artikel 4:23 Wft). Deze verplichting komt er samengevat op neer dat de beleggingsonderneming informatie over de situatie van de cliënt moet inwinnen om te toetsen of de financiële instrumenten of portefeuille waarop het beheer betrekking heeft, geschikt zijn voor de cliënt. De vaststelling van de doelgroep kan niet worden vervangen door de beoordeling van de geschikt- of passendheid (zie de Nota van toelichting bij het Besluit implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 en ESMA-Richtsnoer 33¹⁴). Wel is het evenredigheidsbeginsel van toepassing.

De AFM benadrukt dat zij veel waarde hecht aan de additionele bescherming die de productgovernanceverplichtingen meebrengen voor de cliënt, ook bij dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's. Achter het begrip 'professionele belegger' kan een verscheidenheid aan cliënten schuilgaan. Een voorbeeld is het verschil in (financiële) kennis tussen een relatief klein of een relatief groot pensioenfonds. De productgovernanceverplichtingen zorgen ervoor dat beleggingsondernemingen voorafgaand aan de dienstverlening nadenken over de verschillende soorten cliënten die zij kunnen gaan bedienen en over daarbij passende productcategorieën. De beleggingsonderneming dient verantwoordelijkheid te nemen voor de financiële instrumenten die zij kan distribueren, en kan zich daarbij niet zomaar verschuilen achter de wens van de cliënt, ook niet als het een professionele belegger of ECP betreft. De naleving van de productgovernanceverplichtingen kan niet worden vervangen door de vaststelling van de geschiktheid. De productgovernanceverplichtingen bieden een additionele waarborg tegen het risico op distributie van financiële instrumenten aan de verkeerde doelgroep (*mis-selling*).

ESMA-Richtsnoer 52 tot en met 55 maken duidelijk dat een financieel instrument bij vermogensbeheer of beleggingsadvies buiten de vastgestelde doelgroep mag worden gedistribueerd, zolang de portefeuille als geheel of de combinatie van de hedge en het gehedgede

¹⁴ ESMA Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II, 5 februari 2018 (ESMA35-43-620).

financieel instrument geschikt is voor de cliënt. Als in het kader van diversificatie of hedging wordt afgeweken van de vastgestelde doelgroep, hoeft deze afwijking niet te worden gerapporteerd aan de ontwikkelaar. Wel moet de beleggingsonderneming onderbouwen en vastleggen waarom wordt afgeweken van de vastgestelde doelgroep. Bovendien geldt deze afwijkingmogelijkheid niet voor distributie aan de negatieve doelgroep. De AFM benadrukt dat de doelgroep, ook bij vermogensbeheer of beleggingsadvies, altijd op het niveau van het financieel instrument dient te worden vastgesteld en niet op het niveau van de portefeuille van cliënt.

5.3.3 Doelgroepcategorieën

Situatie. Enkele beleggingsondernemingen betrokken bij het vaststellen van de doelgroep voor de financiële instrumenten niet alle vijf de doelgroepcategorieën uit de ESMA-Richtsnoeren. Zo stelden enkele beleggingsondernemingen die vermogensbeheer of beleggingsadvies verlenen, voor de financiële instrumenten alleen de doelgroepcategorieën type cliënt en kennis en ervaring vast, en niet de categorieën financiële situatie, risicotolerantie en doelstellingen en behoeften. Volgens deze beleggingsondernemingen hoefden deze drie doelgroepcategorieën niet te worden ingevuld, omdat deze door middel van de vaststelling van de geschiktheid alsnog geadresseerd zouden worden.

Standpunt AFM. Ingevolge artikel 32b, zesde lid, BGfo en ESMA-Richtsnoer 27 tot en met 29 stelt een beleggingsonderneming de doelgroep en bijbehorende distributiestrategie vast voor alle financiële instrumenten die zij distribueert of kan distribueren.

Uit de ESMA-Richtsnoeren blijkt dat de distributeur altijd ten minste de vijf doelgroepcategorieën moet gebruiken bij het bepalen van de doelgroep, ongeacht het type dienstverlening of het type cliënt. De AFM benadrukt dat de productgovernanceverplichtingen niet kunnen worden vervangen door de beoordeling van de geschiktheid en dus een additionele bescherming bieden voor de cliënt (zie ESMA-Richtsnoer 14 en 16 en de toelichting van ESMA in paragraaf 20 van de achtergrondsectie bij de ESMA-Richtsnoeren).

Bij vermogensbeheer of beleggingsadvies mag vervolgens in het kader van diversificatie of hedging van de vastgestelde doelgroep worden afgeweken, zolang de totale portefeuille of combinatie van de hedge met het gehedgede risico maar geschikt is voor de cliënt. Dit neemt niet weg dat de doelgroep altijd op het niveau van het financieel instrument moet worden vastgesteld. Bij execution only-dienstverlening geldt de diversificatie- of hedginguitzondering op grond van ESMA-Richtsnoer 52 tot en met 55 niet. De AFM is evenwel van oordeel dat bij execution-only-dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's, de beleggingsonderneming ook moet kunnen afwijken van bepaalde doelgroepcategorieën, zoals de risicotolerantie. Voorwaarde is wel dat de beleggingsonderneming heeft vastgesteld dat de professionele belegger of ECP over voldoende kennis en ervaring beschikt, en dat de professionele belegger daadwerkelijk een hedgedoelstelling heeft.

5.3.4 Doelgroepbepaling op basis van een cluster van financiële instrumenten

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen uit het onderzoek hebben de doelgroep niet bepaald voor alle individuele financiële instrumenten die zij distribueren, maar voor bepaalde productgroepen of zogenoemde clusters. Voorbeelden zijn het cluster ‘hedgefonds’ of ‘derivaten’.

Standpunt AFM. Ingevolge artikel 32b, zesde lid, BGfo en ESMA-Richtsnoer 27 tot en met 29 stelt een beleggingsonderneming de doelgroep en bijbehorende distributiestrategie voor alle financiële instrumenten vast die zij distribueert of kan distribueren.

De beleggingsonderneming kan ervoor kiezen om in plaats van per individueel financieel instrument, de doelgroepbepaling uit te voeren per cluster financiële instrumenten. De beleggingsonderneming dient er dan wel voor te zorgen dat de afzonderlijke clusters financiële instrumenten bevatten met voldoende gemeenschappelijke kenmerken. Alleen op die manier kan worden gewaarborgd dat de doelgroep voor alle financiële instrumenten die behoren tot het cluster, adequaat is.

Hieruit volgt dat het vaststellen van een doelgroep voor het cluster ‘hedgefonds’ of ‘derivaten’ in beginsel ontoereikend is. Tot het cluster ‘hedgefondsen’ kunnen immers hedgefondsen met verschillende beleggingsstrategieën en fondsvoorwaarden behoren, die een afwijkende doelgroep kunnen hebben. Tot het cluster ‘derivaten’ kunnen verschillende typen derivaten behoren (opties, termijncontracten en swaps), waarachter op hun beurt weer een verscheidenheid aan financiële instrumenten schuilgaat. In de procedures en maatregelen dient de beleggingsonderneming te onderbouwen hoe zij tot de clustering is gekomen en dat de vastgestelde clusters voldoende gemeenschappelijke kenmerken hebben.

Daarnaast dient de beleggingsonderneming die de doelgroep bepaalt op basis van een clustering, over een proces te beschikken ten aanzien van de controle of alle financiële instrumenten die worden gedistribueerd, daadwerkelijk tot de vastgestelde clusters behoren. Hierbij kan worden gedacht aan het controleren of het kredietrisico van een bepaald obligatiefonds past bij het vastgestelde kredietrisico van een specifiek cluster voor obligatiefondsen, of dat het kostenniveau van een bepaald obligatiefonds aansluit bij de criteria die daar in het betreffende cluster aan zijn gesteld. Op deze manier waarborgt de beleggingsonderneming dat voor alle financiële instrumenten die zij distribueert, de doelgroep is vastgesteld en kan zij ervoor zorgen dat de financiële instrumenten aan de juiste doelgroep worden gedistribueerd.

5.4 Provisies

5.4.1 Definitie van kleine niet-geldelijke tegemoetkomingen (KNGT)

Situatie. Enkele beleggingsondernemingen uit het onderzoek hanteerden een afwijkende en soms uitgebreidere lijst met tegemoetkomingen die zij als KNGT kwalificeren dan de lijst die in artikel 12, derde lid, GR is opgenomen. Zo kwalificeerden zij bijvoorbeeld ook bepaalde software die de broker beschikbaar stelt of een fles wijn als KNGT. Meerdere beleggingsondernemingen hebben op basis

van hun beleid de ruimte genomen om niet-geldelijke tegemoetkomingen die niet vallen onder artikel 12, derde lid, sub a tot en met d, als KNGT te kwalificeren.

Standpunt AFM. Een beleggingsonderneming ontvangt geen niet-geldelijke provisies van derden anders dan KNGT met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger. Artikel 12, derde lid, GR bevat een limitatieve lijst met tegemoetkomingen die kwalificeren als KNGT.

De AFM benadrukt dat de lijst met tegemoetkomingen zoals opgenomen in artikel 12, derde lid, GR limitatief is. Andere tegemoetkomingen kwalificeren niet als KNGT en mogen dus niet worden ontvangen in relatie tot vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis. Lidstaten hebben op basis van artikel 12, derde lid, sub e GR, onder bepaalde voorwaarden de mogelijkheid om niet-geldelijke tegemoetkomingen die niet vallen onder sub a tot en met d van betreffende artikel te kwalificeren als KNGT. Een beleggingsonderneming mag deze kwalificatie echter niet zelf doen.

Hoewel de lijst met KNGT dus limitatief is, zal een beleggingsonderneming een vertaalslag moeten maken van de tegemoetkomingen die worden genoemd in artikel 12, derde lid, sub a tot en met d GR. Zij zal bijvoorbeeld duidelijk moeten maken wat zij verstaat onder 'informatie of documentatie met betrekking tot een financieel instrument of een beleggingsdienst die algemeen van aard is of gepersonaliseerd is om de omstandigheden van een individuele cliënt weer te geven', zoals bedoeld in artikel 12, derde lid, onderdeel a GR.

5.4.2 Relatiegeschenken van derden in relatie tot de beleggingsdienstverlening

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen hanteerden naast hun beleid ten aanzien van het ontvangen van provisies van derden, een specifiek beleid ten aanzien van het ontvangen van relatiegeschenken van derden. In dit beleid worden vaak strakke voorwaarden gehanteerd, zoals een verbod op het ontvangen relatiegeschenken in de vorm van geld en het ontvangen van geschenken met een maximale waarde van 100 euro per derde op jaarbasis. Uit het beleid blijkt echter niet dat bij het ontvangen van relatiegeschenken in relatie tot de beleggingsdienstverlening wordt getoetst of de relatiegeschenken kwalificeren als KNGT (bij vermogensbeheer en beleggingsadvies op onafhankelijke basis) of voldoen aan eisen uit artikel 168aa, vijfde lid, BGfo (bij de overige beleggingsdiensten en bij nevendiensten).

Standpunt AFM. Voor het ontvangen van provisies van derden met betrekking tot het verlenen van beleggings- of nevendiensten aan een professionele belegger, bestaan afhankelijk van de verleende beleggingsdienst verschillende provisieregels. Voor het ontvangen van provisies van derden met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer en beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger geldt ingevolge artikel 168aa, eerste en tweede lid, BGfo dat de provisie in zijn geheel moet worden doorgegeven als het geldelijke provisies betreft, en niet-geldelijke provisies niet mogen worden ontvangen, tenzij het KNGT betreft.

Provisies die van derden worden ontvangen met betrekking tot het verlenen van andere beleggingsdiensten en nevendiensten aan een professionele belegger, mogen op grond van artikel

168aa, vijfde lid, BGfo uitsluitend worden ontvangen als zij aan de volgende vereisten voldoen: 1) de provisos komen de kwaliteit van de dienst ten goede zoals bedoeld in artikel 11, tweede en vierde lid, GR, 2) de provisos leiden niet tot belangenconflicten en doen geen afbreuk aan de verplichting van de beleggingsonderneming zich in te zetten voor de belangen van de professionele belegger en 3) de professionele belegger wordt op adequate wijze geïnformeerd over de provisos.

De AFM benadrukt dat relatiegeschenken kwalificeren als provisos en beleggingsondernemingen bij het ontvangen van relatiegeschenken van derden met betrekking tot de beleggingsdienstverlening derhalve aan de toepasselijke provisieregels dienen te voldoen. Aangezien relatiegeschenken doorgaans niet kwalificeren als KNGT, kunnen zij doorgaans niet worden ontvangen met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger. Daarnaast zal het bij het verlenen van overige beleggingsdiensten of nevendiensten aan een professionele belegger voor de meeste relatiegeschenken niet mogelijk zijn om aan te tonen dat zij de kwaliteit van de aan de cliënt verleende dienst verhogen. Ook bij deze diensten zullen relatiegeschenken doorgaans dus niet van derden kunnen worden ontvangen.

De AFM benadrukt dat er geen uitzondering bestaat op de provisieregels voor het ontvangen van tegemoetkomingen met een geringe waarde, of met een maximale waarde van bijvoorbeeld 100 euro op jaarbasis. Tot de invoering van MiFID II bestond er op het provisieverbod bij het verlenen van beleggings- of nevendiensten aan niet-professionele beleggers een uitzondering voor relatiegeschenken met een gezamenlijke waarde op jaarbasis van niet meer dan 100 euro. Deze uitzondering die was opgenomen in het BGfo is met de invoering van MiFID II komen te vervallen.

5.4.3 Vastleggingsplicht voor KNGT

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen hanteerden als beleid dat zij in relatie tot vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis uitsluitend KNGT van derden ontvangen. Deze beleggingsondernemingen hielden echter niet bij welke KNGT zij van derden hadden ontvangen en hoe zij beoordelen of een ontvangen tegemoetkoming als KNGT kwalificeert. Zij konden dus geen documentatie overhandigen waaruit blijkt dat zij daadwerkelijk uitsluitend KNGT hadden ontvangen.

Standpunt AFM. Een beleggingsonderneming ontvangt op grond van artikel 168aa, tweede lid BGfo geen niet-geldelijke provisos van derden anders dan KNGT met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger.

Een beleggingsonderneming maakt inzichtelijk welke vormen van KNGT zij kan ontvangen van een derde met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger. Deze vormen sluiten aan bij de limitatieve lijst die in artikel 12, derde lid, GR wordt vermeld, en verder is uitgewerkt in ESMA Q&A 7.6 tot en met 7.9. Tevens maakt de beleggingsonderneming inzichtelijk hoe zij beoordeelt of de KNGT redelijk en evenredig zijn en van een zodanige omvang dat het onwaarschijnlijk is dat haar gedrag kan worden

beïnvloed op enigerlei wijze die schadelijk is voor de belangen van de betrokken cliënt (zie ook ESMA Q&A 7.6).

De AFM verwacht dat de beleggingsonderneming op grond van artikel 35, eerste lid, BGfo alle KNGT bijhoudt die zij van derden heeft ontvangen met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis. De beleggingsonderneming dient per ontvangen KNGT van een derde inzichtelijk te maken hoe zij heeft beoordeeld dat deze tegemoetkoming redelijk en evenredig is en van een zodanige omvang dat het onwaarschijnlijk is dat haar gedrag kan worden beïnvloed op enigerlei wijze die schadelijk is voor de belangen van de betrokken cliënt.

Deze vastlegging is noodzakelijk om te waarborgen dat alleen KNGT worden ontvangen. Belangrijk is daarom dat uit deze vastlegging ook blijkt waarom de ontvangst van een bepaalde provisie wel of niet is goedgekeurd. Bovendien moet een beleggingsonderneming in staat zijn richting de toezichthouder aan te tonen dat zij in overeenstemming heeft gehandeld met artikel 168aa, tweede lid, BGfo.

5.4.4 Provisieregimes bij verschillende beleggingsdiensten

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen verlenen meerdere beleggingsdiensten of nevendiensten aan een cliënt, bijvoorbeeld vermogensbeheer, beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders. Met betrekking tot deze beleggingsdiensten worden provisie van derden ontvangen. De betreffende beleggingsondernemingen geven aan dat het lastig te bepalen is met betrekking tot welke beleggingsdienst deze provisie precies worden ontvangen. De vraag is welk provisieregime deze beleggingsondernemingen dan moeten volgen.

Standpunt AFM. Voor het ontvangen van provisie van derden met betrekking tot het verlenen van beleggings- of nevendiensten aan een professionele belegger, bestaan afhankelijk van de verleende beleggingsdienst verschillende provisieregels. In de norm van interpretatievraag 5.4.2 zijn deze regels nader omschreven.

Een beleggingsonderneming dient zich bij het verlenen van beleggingsdiensten en nevendiensten te allen tijde te houden aan de toepasselijke provisieregels. Indien bij het verlenen van meerdere beleggingsdiensten of nevendiensten aan een cliënt niet met zekerheid vast te stellen is met betrekking tot welke specifieke beleggingsdienst of nevendienst de provisie wordt ontvangen, is de AFM van oordeel dat de beleggingsonderneming aan het strengste provisieregime dient te voldoen. Dit houdt in dat zij het regime dient te volgen dat geldt voor het ontvangen van provisie met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis.

5.4.5 Definitie van beleggingsonderzoek

Situatie. Verschillende beleggingsondernemingen hanteerden een afwijkende definitie van beleggingsonderzoek in hun procedures en maatregelen. Zij beperkten de definitie tot materiaal met betrekking tot financiële instrumenten. Daaruit volgt dat materiaal met betrekking tot bijvoorbeeld private equity of vastgoed volgens hen niet kwalificeert als beleggingsonderzoek.

Standpunt AFM. Op grond van artikel 168aa, zevende lid, BGfo kwalificeert beleggingsonderzoek niet als provisie, indien hiervoor wordt betaald uit de eigen middelen van de beleggingsonderneming of uit de middelen die cliënten hebben gestort op een afzonderlijke rekening voor beleggingsonderzoek. Voor vermogensbeheer en beleggingsadvies op onafhankelijke basis geldt ingevolge artikel 168aa, tweede lid, BGfo dat geen niet-geldelijke provisies mogen worden ontvangen in relatie tot deze diensten. De enige mogelijkheid om beleggingsonderzoek van derden te ontvangen is dus door er op een van de bovengenoemde wijzen voor te betalen.

Voor de andere beleggings- en nevendiensten bestaan verschillende opties. Ook hier kan de beleggingsonderneming beleggingsonderzoek van derden ontvangen door er op een van de bovengenoemde wijzen voor te betalen. Daarnaast kan de beleggingsonderneming ervoor kiezen het beleggingsonderzoek te ontvangen zonder ervoor te betalen, mits zij daarbij kan aantonen dat wordt voldaan aan de eisen uit artikel 168aa, vijfde lid, BGfo.

Overweging 28 GR maakt duidelijk wat moet worden verstaan onder het begrip beleggingsonderzoek:

“In deze context dient onderzoek te worden begrepen als onderzoeksmateriaal of -diensten met betrekking tot een of meer financiële instrumenten of andere activa, of emittenten of potentiële gebruikers van financiële instrumenten, of nauw verband te houden met een specifieke bedrijfssector of markt zodat hiermee wordt bijgedragen tot de opinievorming over financiële instrumenten, activa of emittenten binnen die sector. Dat soort materiaal of diensten houdt een expliciete of impliciete aanbeveling of suggestie in voor een beleggingsstrategie en biedt gefundeerd advies over de huidige of toekomstige waarde of prijs van die instrumenten of activa. Het kan ook analyses en originele inzichten bevatten en conclusies aanreiken 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.”

Zoals uit de omschrijving uit overweging 28 GR blijkt, moet de reikwijdte van het begrip beleggingsonderzoek breed worden opgevat. Ook materiaal met betrekking tot niet-financiële instrumenten, zoals vastgoed of private equity, kan kwalificeren als beleggingsonderzoek, als wordt voldaan aan de omschrijving in overweging 28 GR. De AFM benadrukt dat vrijwel al het materiaal dat in de markt bekend staat als ‘onderzoek’ of ‘research’ zal kwalificeren als beleggingsonderzoek in de zin van MiFID.

De AFM verwacht dat een beleggingsonderneming een adequate definitie van beleggingsonderzoek opneemt in haar procedures en maatregelen en deze definitie hanteert in het proces dat zij heeft ingericht om al het inkomende materiaal, geschreven en niet-geschreven, te monitoren en te bepalen of het kan worden ontvangen.

6. Slot

Uit het onderzoek is gebleken dat de onderzochte beleggingsondernemingen nog de nodige stappen dienden te zetten om volledig te voldoen aan de verplichtingen omtrent kostentransparantie, productgovernance en provisies. Verschillende onderzoekspartijen stelden zich op het standpunt dat bepaalde nieuwe en/of aangescherpte verplichtingen uit MiFID II door middel van de naleving van bestaande verplichtingen uit MiFID I konden worden nageleefd. De AFM benadrukt dat MiFID II veel nieuwe en aangescherpte verplichtingen met zich meebrengt, ook ten aanzien van dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's. Het naleven van deze verplichtingen vergt een serieuze inspanning van beleggingsondernemingen en deze verplichtingen kunnen niet door middel van de naleving van bestaande verplichtingen uit MiFID I worden nageleefd.

De AFM verwacht dat beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen aan professionele beleggers en ECP's aan de hand van de inhoud van dit rapport waar nodig verbeteringen doorvoeren in hun organisatie. Hoewel de concrete handvatten uit dit rapport beperkt zijn tot de drie onderzochte onderwerpen, verwacht de AFM dat de betreffende beleggingsondernemingen ook kritisch kijken naar de mate waarin zij de MiFID II-verplichtingen met betrekking tot andere onderwerpen naleven.

Bijlage: gehanteerde normenkaders

Hieronder volgen de kaders die de AFM heeft gebruikt voor haar onderzoek. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door veranderende wet- en regelgeving op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet actueel is op het moment dat u deze leest.

Normenkader kostentransparantie

Op 17 juli 2019 heeft ESMA een 'Call for evidence' gepubliceerd waarbij zij alle belanghebbenden heeft uitgenodigd om te reageren op een aantal vragen die zij in dit document voorlegt, onder andere ten aanzien van het onderwerp kostentransparantie. De reacties op deze Call for evidence zijn gepubliceerd op de website van ESMA¹⁵. Het is goed mogelijk dat op basis van deze consultatie de verplichting om ex-antekosteninformatie te verstrekken aan professionele beleggers en ECP's wordt aangepast. Dit kan invloed hebben op de normen zoals die in onderstaand kader uiteen zijn gezet.

Aan de hand van onderstaand normenkader heeft de AFM beoordeeld in welke mate de instellingen de regels omtrent kostentransparantie hebben nageleefd (artikel 4:20, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**), artikel 58 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (**BGfo**), en artikelen 46 en 50 van de MiFID II Gedelegeerde Verordening (**GV**)¹⁶. De regels omtrent kostentransparantie zijn verder uitgewerkt in de Q&A van ESMA over beleggersbeschermingsonderwerpen uit MiFID II en MiFIR¹⁷ (**ESMA Q&A**). De AFM betreft de ESMA Q&A bij het uitleggen van deze regels.

- i. Verstrekken van informatie over alle kosten en bijbehorende lasten voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst of nevendienst

Norm. De beleggingsonderneming verstrekt voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst of nevendienst (**de dienstverlening**) aan een cliënt informatie over alle kosten en bijbehorende lasten (**alle kosten**) van de dienst (artikel 58, eerste lid, BGfo).

De informatie over alle kosten omvat alle kosten en bijbehorende lasten voor het verlenen van beleggingsdiensten of nevendiensten en, in voorkomend geval, de kosten van het desbetreffende financieel instrument en de wijze waarop de cliënt deze kan betalen (artikel 58, derde lid, BGfo).

- Indien de beleggingsonderneming geen financiële instrumenten aan de cliënt aanbeveelt of verkoopt en niet verplicht is om een UCITS KIID of een PRIIPs KID te verstrekken dan stelt zij de cliënt op de hoogte van ten minste alle kosten en lasten die aan de verrichte beleggings- en/of nevendienst verbonden zijn (artikel 50, zesde lid, GV).
- Indien de beleggingsonderneming door een andere onderneming verrichte diensten aanbeveelt of verkoopt aan haar cliënt of de cliënt daarnaar doorverwijst, aggregereert zij de

¹⁵ Raadpleegbaar via <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-impact-inducements-and-costs-and-charges-disclosure>.

¹⁶ Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565 van 25 april 2016.

¹⁷ ESMA, [Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics](#), 3 oktober 2018, deel 9, pagina 72-83 (ESMA35-43-349).

kosten van deze diensten met de kosten van haar eigen dienstverlening (artikel 50, zevende lid, GV).

- Indien de beleggingsonderneming bij het verlenen van de dienst ook financiële instrumenten aan de cliënt aanbeveelt of verkoopt, of verplicht is een UCITS KIID of een PRIIPs KID te verstrekken, verstrekt zij ook informatie over alle kosten die met de ontwikkeling en het beheer ervan verband houden (artikel 50, vijfde lid, GV).

De kosten zoals hierboven bedoeld zijn vermeld in tabel I en II van Bijlage II, GV (artikel 50, tweede lid, GV).

ii. Kosten in buitenlandse valuta

Norm. Wanneer een deel van de totale kosten en lasten in een buitenlandse valuta moet worden betaald of luidt, geeft de beleggingsonderneming een indicatie van de desbetreffende valuta en van de toepasselijke omrekeningskoers en wisselkosten. Beleggingsondernemingen verstrekken ook informatie over de regelingen voor de uitvoering van de betaling of andere prestaties (artikel 50, derde lid, GV).

iii. Illustratie

Norm. De beleggingsonderneming verschaft een illustratie van het cumulatieve effect van de kosten op het rendement. Deze illustratie geeft inzicht in de totale kosten op het rendement, geeft verwachte pieken of fluctuaties van de kosten weer, en gaat gepaard met een beschrijving van de illustratie (artikel 50, tiende lid, GV en ESMA Q&A 9.2 en 9.3).

iv. Moment van informatieverstrekking

Norm. De beleggingsonderneming verstrekt de onder i. tot en met iii. bedoelde informatie *geruime tijd* voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst of nevendienst (artikel 46, tweede lid, GV).

Indien er sprake is van de beleggingsdiensten ontvangen en doorgeven van orders, uitvoeren van orders en beleggingsadvies, verstrekt de beleggingsonderneming de onder i. tot en met iii. bedoelde informatie *geruime tijd* voorafgaand aan de transactie respectievelijk het beleggingsadvies. Indien er sprake is van een doorlopende relatie, zoals omschreven in ESMA Q&A 9.14, verstrekt de beleggingsonderneming deze informatie *geruime tijd* voorafgaand aan het tot stand komen van de overeenkomst met de cliënt.

v. Drager voor informatieverstrekking

Norm. De beleggingsonderneming verstrekt de onder i. tot en met iii. bedoelde informatie op een duurzame drager (artikel 46, derde lid, GV). De onder i. tot en met iii. bedoelde informatie mag ook via een website worden verstrekt, mits wordt voldaan aan de voorwaarden die worden gesteld in artikel 3, tweede lid, GV:

- a. de verstrekking van deze informatie via de website past in de context waarin de onderneming met de cliënt zaken doet of zaken gaat doen;
- b. de cliënt moet uitdrukkelijk instemmen met de verstrekking van informatie in deze vorm;

- c. de cliënt moet elektronisch op de hoogte worden gebracht van het adres van de website en de plaats op de website waar toegang kan worden verkregen tot de informatie;
- d. de informatie is actueel;
- e. de informatie moet onafgebroken toegankelijk blijven via deze website gedurende de tijd die de cliënt redelijkerwijs nodig heeft om deze in te zien.

vi. Presentatie van de informatie

Norm. De informatie over alle kosten en bijbehorende lasten in verband met de dienst en het financieel instrument, die niet het gevolg zijn van de ontwikkeling van onderliggende marktrisico's, wordt samengevoegd zodat de cliënt inzicht krijgt in de totale kosten en het cumulatieve effect van de kosten op het rendement en omvat, indien de cliënt hierom verzoekt, een puntsgewijze uitsplitsing van de kosten (artikel 58, vierde lid, BGfo en artikel 50, tweede lid, GV). Deze uitsplitsing is minimaal op het niveau van de kostensoorten zoals vermeld in tabel I en II (linker kolom) uit Bijlage II, GV (ESMA Q&A 9.13).

De beleggingsonderneming presenteert alle kosten in een geldbedrag en in een percentage (artikel 50, tweede lid, tweede alinea, GV). Wanneer er kostensoorten zijn die 0 bedragen, worden deze als 0 gerapporteerd en niet weggelaten (ESMA Q&A 9.20).

De kosten dienen zodanig te worden gepresenteerd dat de informatie duidelijk en begrijpelijk is. Indien bijvoorbeeld een beleggingsonderneming een scala van doorlopende diensten met verschillende kosten al naargelang de dienst aanbiedt, moet de onderneming de kosten transparant¹⁸ maken die betrekking hebben op de dienst waarop de cliënt heeft ingetekend (overweging 78 GV).

vii. Berekeningswijze

Norm. Bij de berekening van kosten en lasten op ex-antebasis maken beleggingsondernemingen gebruik van werkelijk gemaakte kosten als indicator voor de verwachte kosten en lasten. Ingeval er geen werkelijke kosten beschikbaar zijn, maakt de beleggingsonderneming redelijke schattingen van die kosten. Beleggingsondernemingen toetsen vooraf gemaakte aannames aan de ervaring achteraf en passen deze aannames indien nodig aan (artikel 50, achtste lid, GV).

Voorafgaande informatie over de kosten met betrekking tot het financieel instrument of de nevendienst kan worden verstrekt op basis van een verondersteld beleggingsbedrag. De transparant¹⁹ gemaakte kosten en lasten moeten wel de kosten weergeven die de cliënt op basis van dat veronderstelde beleggingsbedrag daadwerkelijk zou maken (overweging 78 GV).

Aannames worden beschouwd als redelijk wanneer hierin alle variabelen worden meegenomen die direct impact op de kosten hebben. Waar beschikbaar worden daadwerkelijke cliënt-, portefeuille- of transactiegegevens meegenomen. Voorbeelden van deze variabelen zijn het type instrument dat

¹⁸ In overweging 78 GV staat in de originele tekst 'disclosure' en is dit in de Nederlandse tekst vertaald naar 'openbaar maken'. De AFM benadrukt dat 'disclosure' in deze context moet worden gelezen als transparant maken, en niet als openbaar in de zin van publiekelijk bekend maken. Daarom heeft de AFM een andere vertaling gebruikt in haar tekst ten opzichte van de originele tekst in overweging 78 GV.

¹⁹ Zie voetnoot 4.

wordt aangekocht of verkocht, de kosten van het financieel instrument en de omvang van de transactie. Wanneer er sprake is van een lopende relatie, dient de inschatting van de kosten een bepaalde periode te omvatten. Dit vereist een aantal mogelijke aannames zoals de duur van de relatie, de gemiddelde omvang van de portefeuille, de financiële instrumenten die worden opgenomen in de portefeuille en de kenmerken van de verwachte transacties (ESMA Q&A 9.14 en 9.15).

Voor het inzichtelijk maken van de kosten van financiële instrumenten verdient het naar het oordeel van de AFM aanbeveling om aan te sluiten bij de berekeningswijze zoals opgenomen in Bijlage VI van de PRIIPs RTS²⁰. Indien beschikbaar, kan ook de kosteninformatie uit de PRIIPs KID worden overgenomen (ESMA Q&A 9.6 en 9.7).

Ook een eventueel verschil tussen de waarde van een financieel instrument die de beleggingsonderneming eraan heeft toegekend en de prijs die een cliënt ervoor betaalt, dient te worden gerapporteerd als kosten (ESMA Q&A 9.16).

Normenkader productgovernance

Aan de hand van onderstaand normenkader heeft de AFM de mate beoordeeld waarin de instellingen de regels omtrent productgovernance voor distributeurs hebben nageleefd (artikel 32b BGfo). Deze regels zijn verder uitgewerkt in de ESMA-Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II (**ESMA-Richtsnoeren**).²¹ De AFM past deze richtsnoeren toe in het toezicht op de naleving van de relevante gedragsregels uit de Wft en het BGfo.

De productgovernanceverplichtingen hebben een ruim toepassingsbereik, qua beleggingsdiensten, financiële instrumenten en typen cliënten. Tegelijkertijd maakt overweging 18 van de MiFID II Gedelegeerde Richtlijn (**GR**)²² duidelijk dat het evenredigheidsbeginsel van toepassing is, rekening houdend met de aard van het financieel instrument, de beleggingsdienst en de doelgroep. Dit evenredigheidsbeginsel houdt in dat de regels, afhankelijk van deze factoren, variërend van betrekkelijk eenvoudig tot meer diepgaand, dienen te worden toegepast. Ten aanzien van de derde factor, de doelgroep, is de AFM van oordeel dat de regels minder diepgaand hoeven te worden toegepast voor dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's. Bij het uitwerken van de normen voor productgovernance die hieronder zijn weergegeven, heeft de AFM rekening gehouden met het evenredigheidsbeginsel voor dienstverlening aan professionele beleggers en ECP's.

²⁰ Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/653 van de Commissie van 8 maart 2017 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (priip's) door de vaststelling van technische reguleringsnormen voor de presentatie, de inhoud, de evaluatie en de herziening van essentiële-informatiedocumenten en de voorwaarden voor het voldoen aan het vereiste om dergelijke documenten te verstrekken, <https://eur-ex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0653>.

²¹ ESMA [Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II](#), 5 februari 2018 (ESMA35-43-620).

²² Gedelegeerde richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016.

i. Procedures en maatregelen

Norm. De beleggingsonderneming beschikt over adequate procedures en maatregelen die waarborgen dat de financiële instrumenten voldoen aan de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelgroep en dat de distributiestrategie aansluit bij de desbetreffende doelgroep (artikel 32b, eerste lid, BGfo).

Om de doelstelling van deze norm te kunnen bereiken, dient de beleggingsonderneming in de procedures en maatregelen ten minste de volgende aspecten inzichtelijk te maken:

- a. De manier waarop de doelgroep wordt gedefinieerd. Hierbij neemt de beleggingsonderneming de volgende uitgangspunten in acht:
- De beleggingsonderneming bepaalt de doelgroep voor alle financiële instrumenten die zij distribueert of kan distribueren (zie ESMA-Richtsnoer 27-29). Ook financiële instrumenten die deel uitmaken van een bestaande beleggingsportefeuille waarvoor de beleggingsonderneming de beleggingsdiensten vermogensbeheer of beleggingsadvies verleent, vallen naar het oordeel van de AFM onder het 'distribueren van een financieel instrument'. De gedachtegang hierachter is dat de vermogensbeheerder doorlopend de geschiktheid van de portefeuille in de gaten houdt en beleggingsbeslissingen ten aanzien van de beleggingsportefeuille neemt. Dit betreft niet alleen aan- en verkoopbeslissingen, maar ook de beslissing om een bepaald instrument in de beleggingsportefeuille te houden.
 - Bij het bepalen van de doelgroep hanteert de beleggingsonderneming in ieder geval de vijf doelgroepcategorieën zoals beschreven in de ESMA-Richtsnoeren: type cliënt, kennis en ervaring, financiële situatie, risicotolerantie, en doelstellingen en behoeften. Ongeacht het type cliënt dienen deze vijf doelgroepcategorieën altijd te worden ingevuld (zie ook ESMA-Richtsnoer 14 en 16 en de toelichting van ESMA in paragraaf 20 van de achtergrondsectie bij de ESMA-Richtsnoeren).
 - Bij het bepalen van de doelgroep houdt de beleggingsonderneming rekening met de aard van het financieel instrument. Naarmate de ingewikkeldheid van het financieel instrument toeneemt, zal de doelgroep nauwkeuriger moeten worden afgebakend (zie overweging 18 en 19 GR).
 - Indien de financiële instrumenten zijn ontwikkeld door een ontwikkelaar die dient te voldoen aan de productgovernanceverplichtingen (**MiFID-ontwikkelaar**), neemt de beleggingsonderneming de door de ontwikkelaar vastgestelde doelgroep in acht. Voor ingewikkeldere financiële instrumenten stelt zij haar eigen doelgroep vervolgens op een concreter niveau vast, op basis van de doelgroep van de ontwikkelaar en de informatie over haar eigen cliënten (zie ook ESMA-Richtsnoer 34-38). Ook voor financiële instrumenten die niet zijn ontwikkeld door een MiFID-ontwikkelaar, stelt de beleggingsonderneming de doelgroep vast.
 - De beleggingsonderneming hanteert duidelijke criteria en definities voor het uitwerken van de doelgroepcategorieën (zie ook ESMA-Richtsnoer 20).

- Indien gebruik wordt gemaakt van een doelgroepbepaling per cluster financiële instrumenten (**clustering**) in plaats van per individueel financieel instrument, onderbouwt de beleggingsonderneming hoe zij hiertoe is gekomen.
- b. De manier waarop de negatieve doelgroep per financieel instrument wordt bepaald.
- c. De manier waarop de distributiestrategie per financieel instrument wordt bepaald. Uit de procedures en maatregelen blijkt hoe de gekozen distributiestrategie waarborgt dat het financieel instrument terechtkomt bij de beoogde doelgroep (zie ook ESMA-Richtsnoer 33). In het kader van de procedure voor het bepalen van de distributiestrategie dient de beleggingsonderneming, rekening houdend met het evenredigheidsbeginsel, ook inzichtelijk te maken hoe zij bij de daadwerkelijke distributie van de financiële instrumenten controleert of de cliënt aan wie het financieel instrument wordt gedistribueerd, al dan niet tot de beoogde doelgroep van het betreffende financieel instrument behoort. In beginsel distribueert de beleggingsonderneming de financiële instrumenten uitsluitend aan de geïdentificeerde doelgroep. Bij vermogensbeheer of beleggingsadvies mag als uitzondering hierop in het kader van diversificatie of hedging onderbouwd van de doelgroep worden afgeweken. Indien de beleggingsonderneming van deze uitzondering gebruikmaakt, moet blijken hoe zij dergelijke afwijkingen vastlegt (ESMA-Richtsnoer 52-55).
- d. De manier waarop en de regelmaat waarmee het beleid en de financiële instrumenten (doelgroep en distributiestrategie) worden geëvalueerd. Uit de procedures en maatregelen moet blijken hoe de beleggingsonderneming waarborgt dat de doelgroep en distributiestrategie blijven overeenstemmen met de kenmerken van het financieel instrument, welke informatie hiervoor nodig is en wat voor omstandigheden aanleiding geven tot het uitvoeren van een evaluatie.
- e. De manier waarop de governance is ingericht. Uit de procedures en maatregelen moet blijken hoe de dagelijks beleidsbepalers controle uitoefenen over het beleid en periodieke verslagen ontvangen over de gedistribueerde financiële instrumenten en verleende beleggingsdiensten.
- f. De manier waarop de ontwikkelaar wordt geïnformeerd over de gedistribueerde financiële instrumenten en de uitkomsten van de periodieke evaluaties. Het gaat hierbij om informatie die de ontwikkelaar nodig heeft om het financieel instrument te evalueren en om na te gaan of de vastgestelde doelgroep nog steeds aansluit bij de kenmerken van het financieel instrument (zie ook overweging 20 GR).

ii. Verkrijgen van informatie

Norm. De beleggingsonderneming beschikt over procedures en maatregelen om de informatie over de kenmerken en risico's van elk financieel instrument, inclusief de doelgroep en distributiestrategie, te verkrijgen en de beoogde doelgroep te begrijpen (artikel 32b, derde lid, BGfo).

Uit de procedures en maatregelen moet blijken op basis van welke informatie de beleggingsonderneming de doelgroep voor de financiële instrumenten vaststelt. Indien de financiële instrumenten zijn ontwikkeld door een MiFID-ontwikkelaar, dient de informatie ook de

door de ontwikkelaar vastgestelde doelgroep te bevatten. Voor financiële instrumenten die niet zijn ontwikkeld door een MiFID-ontwikkelaar, neemt de beleggingsonderneming alle redelijke stappen om ervoor te zorgen dat zij passende en betrouwbare informatie van de ontwikkelaar van het betreffende financieel instrument verkrijgt (ESMA-Richtsnoer 61 en 62).

iii. Controle dagelijks beleidsbepalers

Norm. De dagelijks beleidsbepalers van de beleggingsonderneming oefenen controle uit over de procedures en maatregelen en ontvangen periodiek verslagen over de gedistribueerde financiële instrumenten en verleende beleggingsdiensten (artikel 32b, vierde lid, BGfo).

iv. Doelgroep en distributiestrategie

Norm. De beleggingsonderneming bepaalt de doelgroep en distributiestrategie op basis van de informatie van de ontwikkelaar van het financieel instrument en de informatie over haar eigen cliënten (artikel 32b, zesde lid, BGfo). Deze doelgroep wordt in ieder geval gedefinieerd aan de hand van de vijf doelgroepcategorieën uit de ESMA-richtsnoeren. De nauwkeurigheid waarmee de doelgroep is afgebakend, is afgestemd op de aard van het financieel instrument (zie ook overweging 20 GR en ESMA-Richtsnoer 41 en 42).

De vastgestelde doelgroep van een financieel instrument bestaat altijd ten minste uit de vijf doelgroepcategorieën uit de ESMA-richtsnoeren, ongeacht het type cliënt voor wie het financieel instrument bestemd is (zie ESMA-Richtsnoer 14 en 16 en de toelichting van ESMA in paragraaf 20 van de achtergrondsectie bij de ESMA-Richtsnoeren). Bovendien kan de vaststelling van de doelgroep niet worden vervangen door de beoordeling van de geschikt- of passendheid (zie de Nota van toelichting bij het Besluit implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014²³ en ESMA-Richtsnoer 33).

v. Negatieve doelgroep

Norm. De beleggingsonderneming stelt vast voor welke doelgroep het financieel instrument niet passend is (artikel 32b, tweede lid, BGfo).

vi. Periodieke evaluatie beleid

Norm. De beleggingsonderneming evalueert periodiek de procedures en maatregelen en past deze indien nodig aan (artikel 32b, zevende lid, BGfo).

vii. Periodieke evaluatie financiële instrumenten

Norm. De beleggingsonderneming evalueert periodiek of als daar aanleiding toe is of de financiële instrumenten en de diensten die zij verleent voldoen aan de doelstelling van de doelgroep en of de distributiestrategie nog aansluit bij de doelgroep, en past deze indien nodig aan (artikel 32b, achtste lid, BGfo). Hierbij is het bijvoorbeeld van belang dat de beleggingsonderneming vaststelt of de doelgroep nog aansluit bij de kenmerken van het financieel instrument, of dat zij nagaat of de financiële instrumenten daadwerkelijk bij de doelgroep terechtkomen.

²³ Staatsblad 2017, 513, pagina 69 en 70.

viii. Informatie aan de ontwikkelaar

Norm. De beleggingsonderneming verstrekt relevante informatie over de gedistribueerde financiële instrumenten en de uitkomsten van de periodieke evaluaties aan de ontwikkelaar van het desbetreffende financieel instrument (artikel 32b, negende lid, BGfo). Het gaat hierbij om informatie die de ontwikkelaar nodig heeft om het financieel instrument te evalueren en om na te gaan of de vastgestelde doelgroep nog steeds aansluit bij de kenmerken van het financieel instrument (overweging 20 GR).

Normenkader provisies

Aan de hand van onderstaand normenkader heeft de AFM de mate beoordeeld waarin de provisieregels (artikel 168aa BGfo) hebben nageleefd. ESMA heeft een nadere uitleg van de provisieregels gegeven in de ESMA Q&A²⁴.

i. Ontvangen geldelijke provisies vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies

Norm. Indien de beleggingsonderneming geldelijke provisies van derden ontvangt met betrekking tot vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis, geeft zij deze in zijn geheel door aan de betreffende professionele belegger (artikel 168aa, eerste lid, BGfo).

De beleggingsonderneming ontwikkelt een beleid dat erop is gericht geldelijke provisies die zijn ontvangen van een derde aan elke individuele professionele belegger toe te wijzen en door te geven en informeert de professionele belegger op uitvoerige, accurate en begrijpelijke wijze over het bestaan, de aard en het bedrag, of indien het bedrag niet kan worden achterhaald, de wijze van berekening daarvan, van de provisie voordat de desbetreffende dienst wordt verleend en de mechanismen voor het doorgeven van de provisie aan de professionele belegger (artikel 168aa, derde lid, BGfo).

ii. Ontvangen niet-geldelijke provisies vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies

Norm. De beleggingsonderneming ontvangt geen niet-geldelijke provisies van derden anders dan kleine niet-geldelijke tegemoetkomingen (**KNGT**) met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger (artikel 168aa, tweede lid, BGfo).

De beleggingsonderneming maakt inzichtelijk welke vormen van KNGT zij kan ontvangen van een derde met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger. Deze vormen sluiten aan bij de limitatieve lijst die in artikel 12, derde lid, GR staat vermeld, en verder is uitgewerkt in ESMA Q&A 7.6 tot en met 7.9. Tevens maakt de beleggingsonderneming inzichtelijk hoe zij beoordeelt of de KNGT redelijk en evenredig zijn en van een zodanige omvang dat het onwaarschijnlijk is dat haar gedrag kan worden

²⁴ ESMA, [Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics](#), 3 oktober 2018, deel 7 en 12, pagina 52-65 en 89-95, (ESMA35-43-349).

beïnvloed op enigerlei wijze die schadelijk is voor de belangen van de betrokken cliënt (zie ook ESMA Q&A 7.6).

Tot slot verwacht de AFM dat de beleggingsonderneming op grond van artikel 35, eerste lid, BGfo alle KNGT die zij van derden heeft ontvangen met betrekking tot het verlenen van vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis bijhoudt. De beleggingsonderneming dient per ontvangen KNGT van een derde inzichtelijk te maken hoe zij heeft beoordeeld dat deze tegemoetkoming redelijk en evenredig is en van een zodanige omvang dat het onwaarschijnlijk is dat haar gedrag kan worden beïnvloed op enigerlei wijze die schadelijk is voor de belangen van de betrokken cliënt.

iii. Ontvangen provisies andere diensten dan vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies

Norm. Indien de beleggingsonderneming provisies van derden ontvangt met betrekking tot het verlenen van andere beleggingsdiensten dan vermogensbeheer of beleggingsadvies op onafhankelijke basis aan een professionele belegger, of met betrekking tot het verlenen van nevendiensten aan een professionele belegger, voldoen deze aan de volgende vereisten: 1) de provisies komen de kwaliteit van de dienst ten goede zoals bedoeld in artikel 11, tweede en vierde lid, GR, 2) de provisies leiden niet tot belangenconflicten en doen geen afbreuk aan de verplichting van de beleggingsonderneming zich in te zetten voor de belangen van de professionele belegger en 3) de professionele belegger wordt op adequate wijze geïnformeerd over de provisies (artikel 168aa, vijfde lid, BGfo).

Artikel 11, tweede lid, GR bepaalt dat de provisie geacht wordt bedoeld te zijn om de kwaliteit van de desbetreffende dienst aan de cliënt te verbeteren als aan drie voorwaarden is voldaan: 1) de provisie resulteert in een bijkomend of hoger niveau van de dienstverlening aan de desbetreffende cliënt en is evenredig met het niveau van de ontvangen provisie, 2) de voordelen zijn niet rechtstreeks voor de beleggingsonderneming, haar aandeelhouders of werknemers zonder tastbare voordelen voor de desbetreffende cliënt en 3) in verband met een doorlopende provisie wordt de cliënt een doorlopend voordeel verleend. Artikel 11, vierde lid, GR bepaalt vervolgens dat de beleggingsonderneming een interne lijst bijhoudt van alle ontvangen provisies. In die lijst tekent zij op hoe de provisies de kwaliteit van de aan de desbetreffende cliënten verstrekte diensten verbeteren en welke stappen zijn ondernomen om de verplichting van de beleggingsonderneming tot eerlijk, billijk en professioneel handelen in overeenstemming met de belangen van de cliënt niet in het gedrang te brengen.

iv. Verschaffen van provisies

Norm. Indien de beleggingsonderneming provisies aan derden verschaft met betrekking tot het verlenen van een beleggings- of nevendienst aan een professionele belegger, voldoen deze aan de volgende vereisten: 1) de provisies komen de kwaliteit van de dienst ten goede zoals bedoeld in artikel 11, tweede en vierde lid, GR, 2) de provisies leiden niet tot belangenconflicten en doen geen afbreuk aan de verplichting van de beleggingsonderneming zich in te zetten voor de belangen van de professionele belegger en 3) de professionele belegger wordt op adequate wijze geïnformeerd over de provisies (artikel 168aa, zesde lid, juncto artikel 168aa, vijfde lid, sub a, onderdeel 2, BGfo).

Artikel 11, tweede lid, GR bepaalt dat de provisie geacht wordt bedoeld te zijn om de kwaliteit van de desbetreffende dienst aan de cliënt te verbeteren als aan drie voorwaarden is voldaan: 1) de provisie resulteert in een bijkomend of hoger niveau van de dienstverlening aan de desbetreffende cliënt en is evenredig met het niveau van de verstrekte provisie, 2) de voordelen zijn niet rechtstreeks voor de beleggingsonderneming, haar aandeelhouders of werknemers zonder tastbare voordelen voor de desbetreffende cliënt en 3) in verband met een doorlopende provisie wordt de cliënt een doorlopend voordeel verleend. Artikel 11, vierde lid, GR bepaalt vervolgens dat de beleggingsonderneming een interne lijst bijhoudt van alle verstrekte provisies. In die lijst tekent zij op hoe de provisies de kwaliteit van de aan de desbetreffende cliënten verstrekte diensten verbeteren en welke stappen zijn ondernomen om de verplichting van de beleggingsonderneming tot eerlijk, billijk en professioneel handelen in overeenstemming met de belangen van de cliënt niet in het gedrang te brengen.

Onderzoek op beleggingsgebied

Bij vermogensbeheer en onafhankelijk advies mag geen onderzoek van derden worden ontvangen zonder dat daarvoor wordt betaald, bij de overige diensten alleen onder bepaalde voorwaarden. De beleggingsonderneming kan voor het onderzoek van derden betalen uit eigen middelen of uit de middelen die cliënten op een RPA hebben gestort. De specifieke normen die gelden voor het ontvangen van onderzoek worden hieronder behandeld.

i. Proces voor beoordeling inkomend materiaal en definitie van onderzoek

Norm. De beleggingsonderneming heeft een proces ingericht om te beoordelen of inkomende informatie, geschreven of niet-geschreven, mag worden ontvangen (ESMA Q&A 7.3). Het is duidelijk welke afdeling binnen de beleggingsonderneming voor deze beoordeling verantwoordelijk is. De informatie wordt getoetst aan de hand van de omschrijving van research zoals gegeven in overweging 28 GR. Onderzoek dient te worden begrepen als:

‘onderzoeksmateriaal of -diensten met betrekking tot een of meer financiële instrumenten of andere activa, of emittenten of potentiële gebruikers van financiële instrumenten, of nauw verband te houden met een specifieke bedrijfssector of markt zodat hiermee wordt bijgedragen tot de opiniëvorming over financiële instrumenten, activa of emittenten binnen die sector. Dat soort materiaal of diensten houdt een expliciete of impliciete aanbeveling of suggestie in voor een beleggingsstrategie en biedt gefundeerd advies over de huidige of toekomstige waarde of prijs van die instrumenten of activa. Het kan ook analyses en originele inzichten bevatten en conclusies aanreiken 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’.

De beleggingsonderneming onderneemt redelijke stappen om te voorkomen dat ongewenste informatie wordt ontvangen of dat er van kan worden geprofiteerd, bijvoorbeeld door de afzender automatisch te blokkeren. Medewerkers die informatie van derden ontvangen of kunnen ontvangen zijn van dit proces op de hoogte gebracht.

ii. Research payment account

Norm. Indien onderzoek voldoet aan artikel 13, eerste lid, onderdeel b, GR, dan kwalificeert dit niet als provisie (artikel 168aa, zevende lid, BGfo). Een RPA moet voldoen aan de voorwaarden die hieronder uiteen zijn gezet.

iii. Onderzoeksbudget

Norm. Bij het instellen van de RPA en het overeenkomen van de onderzoeksvergoeding met haar cliënten, voorziet de beleggingsonderneming bij interne maatregel in een budget voor onderzoek (**het onderzoeksbudget**) dat zij regelmatig evalueert (artikel 13, eerste lid, onderdeel b, sub (ii), GR).

Het vierde, vijfde en zesde lid van artikel 13, GR stellen de volgende vereisten aan het onderzoeksbudget:

- a. Het totale bedrag van de specifieke onderzoeksvergoedingen mag het onderzoeksbudget niet overschrijden;
- b. Een verhoging van het onderzoeksbudget is alleen toegestaan nadat de cliënt hierover is geïnformeerd;
- c. Het onderzoeksbudget wordt uitsluitend beheerd door de beleggingsonderneming;
- d. Voor het vaststellen van het onderzoeksbudget wordt uitgegaan van een redelijke beoordeling van de behoefte aan onderzoek door derden.

In ESMA Q&A 7.10 staat beschreven dat, hoewel een RPA alleen kan worden gefinancierd met een specifieke onderzoeksvergoeding van de cliënt, een onderzoeksbudget ook kan worden vastgesteld voor een groep cliëntenportefeuilles of -accounts met een vergelijkbare behoefte aan onderzoek. Wel is de beleggingsonderneming nog steeds verplicht om de specifieke onderzoeksvergoeding per individuele cliënt te identificeren. Er dient een transparante methode te zijn om de kosten eerlijk te alloceren over de cliënten, bijvoorbeeld op basis van het belegd vermogen van de cliënt.

Het onderzoeksbudget wordt ex ante vastgesteld. Het is een schatting van het bedrag, dat goed beredeneerd moet worden en waarbij het belang van de cliënt in acht moet worden genomen (ESMA Q&A 7.10).

iv. Specifieke onderzoeksvergoeding

Norm. De RPA wordt gefinancierd met een specifiek bij de cliënt in rekening gebrachte vergoeding (artikel 13, eerste lid, onderdeel b, sub (i) GR). Deze specifieke onderzoeksvergoeding moet voldoen aan de volgende vereisten (artikel 13, tweede, derde en vijfde lid, GR):

- a. De vergoeding is gebaseerd op een vooraf vastgesteld onderzoeksbudget voor onderzoek van derden dat nodig is voor het verlenen van de diensten aan cliënten.
- b. De vergoeding is niet gebonden aan het volume en/of de waarde van de transacties van de cliënten.
- c. De vergoeding moet afzonderlijk identificeerbaar bij de cliënt in rekening worden gebracht.
- d. De beleggingsonderneming bedingt met haar cliënten, in de beleggingsovereenkomst of in de algemene verkoopvoorwaarden, de onderzoeksvergoeding die door de onderneming in

het budget wordt uitgetrokken alsmede de regelmaat waarmee in de loop van het jaar specifieke onderzoeksvergoedingen van de middelen van de cliënt worden afgetrokken.

- e. Ingeval de RPA aan het einde van een periode een overschot vertoont, dient de beleggingsonderneming over een procedure te beschikken voor terugbetaling van middelen aan de cliënt of voor verrekening met het onderzoeksbudget en de berekende specifieke onderzoeksvergoeding voor de volgende periode.

ESMA schrijft in Q&A 7.1 en 7.10 daarnaast ten aanzien van de specifieke vergoeding het volgende:

- a. De beleggingsonderneming moet waarborgen dat het geld niet te lang ongebruikt op de RPA staat (het moment van ontvangst en betaling dient te worden gestroomlijnd).
- b. De RPA moet een aparte rekening zijn.
- c. Er mag geen correlatie zijn tussen de transactievolumes die een broker namens een portefeuillebeheerder uitvoert en enige 'korting' die wordt toegepast op het onderzoeksmateriaal dat aan dezelfde portefeuillebeheerder wordt aangeboden.

v. Passende controle op uitgaven

Norm. De toewijzing van het onderzoeksbudget voor aanschaf van onderzoek van derden wordt onderworpen aan passende controles en toezicht door leidinggevenden om ervoor te zorgen dat het budget wordt beheerd en gebruikt in het belang van de cliënten van de beleggingsonderneming. Deze controles omvatten een duidelijke audittrail van de uitgaven en beschrijven hoe de betaalde bedragen zijn vastgesteld met betrekking tot de in artikel 13, eerste lid, onderdeel b, sub (iv), GR bedoelde kwaliteitscriteria (artikel 13, eerste lid, onderdeel b, sub (ii) en zesde lid, GR). Het onderzoeksbudget mag niet worden aangewend om intern onderzoek te financieren.

Het besluit tot aankoop van research mag niet worden beïnvloed door de andere beleggingsdiensten die de beleggingsonderneming verleent. De beleggingsonderneming dient dit te controleren en moet hiervoor een procedure vastleggen in het beleid (ESMA Q&A 7.10).

vi. Verstrekken van informatie over de kosten voor onderzoek van derden aan de cliënt

Norm. De beleggingsonderneming verschaft de cliënt de volgende informatie (artikel 13, eerste lid, laatste alinea, GR):

- a. Voorafgaand aan de beleggingsdienst informatie over het gebudgetteerde bedrag voor onderzoek en het bedrag van de geraamde specifieke vergoeding van de cliënt;
- b. Jaarlijkse informatie over de totale kosten die voor elk van de cliënten is gemaakt voor onderzoek door derden.

De geschatte hoogte van de specifieke vergoeding van de cliënt moet worden weergegeven in zowel een percentage (of basispunten) als een geldbedrag. De schatting van de hoogte mag worden beschreven als een maximumbedrag waarbij de beleggingsonderneming garandeert dat de cliënt niet meer dan dat zal betalen. Een vergoeding gepresenteerd in een bandbreedte is niet toegestaan (ESMA Q&A 7.11).

vii. Samenvattend overzicht

De beleggingsonderneming moet, op verzoek van cliënt of de toezichthouder, een samenvattend overzicht kunnen verschaffen, waarin het volgende staat (artikel 13, tweede lid, eerste zin, GR):

1. de aanbieders van onderzoek die uit de RPA worden betaald;
2. het totale bedrag van betalingen over een bepaalde periode;
3. de door de beleggingsonderneming ontvangen voordelen en diensten;
4. de verhouding van het totaal bestede bedrag ten opzichte van het voor die periode door de onderneming gebudgetteerde bedrag, rekening houdend met terugbetalingen of overdrachten indien er residuele bedragen op de rekening staan.

viii. Onderzoeksbeleid

Norm. De beleggingsonderneming beschikt over een onderzoeksbeleid dat aan de cliënten wordt verstrekt. In dit beleid vermeldt de beleggingsonderneming alle noodzakelijke gegevens met betrekking tot de evaluatie van de kwaliteit van het aangeschafte onderzoekwerk die regelmatig moet worden gedaan op basis van solide kwaliteitscriteria en de geschiktheid ervan om tot betere beleggingsbeslissingen te komen. Hiertoe wordt een duidelijke beschrijving in het onderzoeksbeleid opgenomen van de kwaliteitscriteria en de geschiktheid van het onderzoekwerk om tot betere beleggingsbeslissingen te komen. Uit het onderzoeksbeleid dient te blijken met welke regelmaat de beleggingsonderneming deze evaluatie uitvoert.

Daarnaast wordt in dit onderzoeksbeleid omschreven welke onderzoeks aankopen ten behoeve van cliëntenportefeuilles gedaan kunnen worden van de middelen op de RPA, rekening houdend met de verschillende beleggingsstrategieën van de cliëntenportefeuilles en de aanpak die de beleggingsonderneming hanteert om de kosten eerlijk te verdelen over de verschillende portefeuilles van cliënten (artikel 13, eerste lid, laatste alinea, tweede en achtste lid, GR).

ix. Beoordelen kwaliteit onderzoek

Norm. De beleggingsonderneming evalueert regelmatig de kwaliteit van het aangekochte onderzoek op basis van solide kwaliteitscriteria en de geschiktheid ervan om tot betere beleggingsbeslissingen te komen (artikel 13, eerste lid, onderdeel b, sub (iv), GR).

In ESMA Q&A 7.1 wordt benadrukt dat bij de evaluatie de beleggingsonderneming rekening houdt met het feit dat de aankoop van onderzoek in het belang moet zijn van de cliënt (ESMA Q&A 7.1).

x. Uitbesteding beheer RPA

Norm. De beleggingsonderneming wordt verantwoordelijk geacht voor de betaalrekening voor onderzoek. Wel kan de beleggingsonderneming het beheer van de RPA uitbesteden aan een derde partij, mits de regeling bevorderlijk is voor de onverwijld aankoop van onderzoek door derden en betalingen aan aanbieders van onderzoek namens de beleggingsonderneming, in overeenstemming met de instructies van de beleggingsonderneming (artikel 13, eerste lid, onderdeel b, sub (iii) en zevende lid, GR).

De beleggingsonderneming moet zich, door middel van een uitbestedingsovereenkomst met de derde partij, verzekeren van het feit dat zij de volledige bevoegdheid en controle behoudt over het

gebruik van de rekening. Ook moeten de gelden op de RPA worden gescheiden van het overige vermogen van de derde partij ('geringfenced') en moeten er maatregelen worden getroffen om te voorkomen dat de derde partij de gelden op de RPA kan gebruiken (ESMA Q&A 7.2).

Autoriteit Financiële Markten
T 020 797 2000 | F 020 797 3800
Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam
www.afm.nl

De tekst van deze publicatie is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door veranderende wet- en regelgeving op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet actueel is op het moment dat u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door of in verband met acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.