

# MiFID II: goed voor beleggers, hogere kosten

Auteur  
Jaap Koelewijn

## Introductie

De invoering van MiFID II afgelopen januari houdt de gemoederen in de financiële sector al een paar jaar bezig. MiFID staat voor Markets in Financial Instruments Directive. Het ultieme doel van MiFID II is het scheppen van een gelijkwaardig speelveld binnen de kapitaalmarkten van de Europese Gemeenschap. Beleggers moeten overal tegen gelijkwaardige voorwaarden kunnen handelen. Ook de manier waarop de transacties worden afgewikkeld, de wijze waarop er wordt gerapporteerd, de informatieverstrekking aan de klanten en de clientclassificatie worden op Europees niveau gelijk getrokken. Een andere belangrijke nieuwe regel is dat de kosten van dienstverlening uit elkaar getrokken moeten worden. De kosten voor research mogen niet langer versleuteld worden in de transactiekosten. De klant moet deze separaat doorberekend krijgen. Hij zou dan betere keuzes kunnen maken.

De AFM geeft de volgende motivering voor MiFID:

*MiFID II heeft als doel de tekortkomingen van MiFID I te repareren en de ordelijke werking van de financiële markten en de bescherming van beleggers te versterken. MiFID I is herzien omdat grote veranderingen op de kapitaalmarkten deze richtlijn hebben ingehaald. De evaluatie van MiFID I liet zien dat er een aantal tekortkomingen waren. Onder meer op het gebied van transparantie, toezicht op OTC-handel (over-the-counter) en technologische ontwikkelingen, zoals High Frequency Trading (HFT). Ook waren er onvoldoende regels voor markten die tot nog toe weinig gereguleerd zijn, zoals de handel in derivaten en gestructureerde producten.*

De meningen over MiFID zijn nogal verdeeld. Er zijn commentatoren die van mening zijn dat de beleggers en financiële instellingen met nog meer regels van doen krijgen



### Lars Dijksta

Lars Dijksta is CIO bij Kempens Capital Management. Hij is daarnaast nog actief bij diverse organisatie die bijdragen aan het ontwikkelen van een visie op lange termijn beleggen. Lars studeerde economie in Groningen en werkte eerder bij het Philips pensioenfonds.



### Thijs Aaten

Thijs Aaten is Managing Director Treasury and Trading bij APG Asset Management. Daar is hij verantwoordelijk voor onder andere de handelsactiviteiten van APG. Voorts is hij bestuurslid bij ISDA en heeft hij enkele nevenfuncties in de pensioensector. Hij studeerde, na Nyenrode, economie aan de VU.

dan nu al het geval is. Dat werkt verstarrend en men merkt ook op dat alle regels niet kunnen voorkomen dat er weer hypes ontstaan. Er zijn ook meer genuanceerde opvattingen. Meer transparantie kan de goede werking van markten bevorderen. De belegger weet nu waarvoor hij betaalt en kan meer afgewogen keuzes maken. Een ding is zeker: er moet nog meer worden vastgelegd dan al het geval was.

We spraken met twee betrokkenen die bij de invoering van MiFID II betrokken waren: Thijs Aaten van APG asset management en Lars Dijkstra van Kempen Capital Management. Ze zijn beiden betrokken bij de invoering van MiFID II en geven in dit gesprek hun visie op belangrijke onderdelen van de nieuwe regelgeving. Dat de nieuwe regelgeving veelomvattend is mag blijken uit het voorbehoud dat ze beiden maken. Ze beperken zich tot hun eigen specialisme.

*Kunnen jullie aangeven op welke wijze jullie betrokken zijn bij de invoering van MiFID II?*

**Thijs:** Ik ben verantwoordelijk voor de handelsactiviteiten bij APG. Daaronder vallen de order executie, clearing en OTC handel. Als vermogensbeheerder hebben we op verschillende manieren te maken met MiFID, denk aan de handel via handelsplatformen, executie van orders en de rapportage daarover. Goed omgaan met MiFID is voor ons van groot belang, wij zijn een partij die grote transacties doet.

**Lars:** Ik was primair betrokken bij het vraagstuk van research en bij wat we zo mooi de unbundling van de researchkosten noemen. De klant moet inzicht krijgen in de kosten van beleggingsonderzoek en hij mag daardoor niet langer via een impliciete fee betalen. We hadden binnen Kempen vier projectgroepen met elk een eigen aandachtsgebied. Dat geeft al aan dat het om een grote en ingrijpende operatie ging.

*MiFID II heeft de financiële sector al lang in zijn greep. Laten we met de belangrijkste vraag beginnen. Draagt alle nieuwe regelgeving bij aan het ultieme doel: meer transparantie en betere bescherming van de belegger? Daarbij in ogenschouw nemend dat alle regelgeving bij elkaar maar liefst 1,7 miljoen paragrafen groot is.*

**Thijs:** We kennen ook nog kapitaalsvereisten en EMIR en nog een hele reeks andere wetten en regels, dus we hebben inderdaad extreem veel regels gekregen. Dat is nog tot daar aan toe, hoewel ik mij afvraag of er nog iemand is die het geheel overziet. Een probleem is dat regels met elkaar interfereren en daardoor ongewenste neveneffecten ontstaan. Maar goed, er zijn zeker ook zaken die bijdragen aan een betere werking van de markt.

**Lars:** Als je de balans opmaakt, dan is er op onderdelen stellig verbetering. Dat geldt vooral bij de gereguleerde financiële instrumenten. Het is nu nog te vroeg om vast te kunnen stellen wat die zullen zijn. Maar toch, waar het gaat om mijn aandachtsgebied, dan verwacht ik dat de nieuwe regels uiteindelijk zullen leiden tot beter beleggingsonderzoek. Als mensen expliciet voor research moeten gaan betalen, dan willen ze meer kwaliteit. Dat is in het belang

van de klant, dus in dat opzicht is er inderdaad sprake van vooruitgang.

*Laten we er een paar onderdelen uithalen. De executie van de handel moet transparanter. Is dat nu echt een verbetering?*

**Thijs:** Ik had en heb vooral zorg over pre en post trade transparantievereisten. Het gaat daarbij vooral om producten die als liquide worden geclassificeerd, maar dat niet echt zijn. Daarbij kun je denken aan credits, derivaten en complexe structuren. Een grote partij als APG kan niet heel gemakkelijk grote posities aan- of verkopen zonder impact te hebben op de prijs. Als de intermediair voor transacties in dit soort minder liquide producten ex ante inzicht moet geven in een positie die bij hem gaat ontstaan dan kan dat invloed hebben op de prijsvorming. Vooral als je een groot blok aan wilt bieden, dan is volledige transparantie niet altijd de beste oplossing. In eerdere drafts van de regelgeving gingen die eisen zelfs nog verder dan nu het geval is. Dat is nu wat afgezwakt, maar ik blijf mij toch zorgen maken over de ontwikkelingen in het minder liquide deel van de markt. Voor ons als grote belegger hebben wij belang bij een goede prijsvorming. Als je volledig transparant moet zijn, kan het gebeuren dat de koers van je weg gaat bewegen en dat is natuurlijk niet in ons belang. In dat opzicht zit er een spanning tussen transparantie – die op zich wel goed is voor de markt in zijn geheel – en het belang van een individuele belegger.

## *Er zit spanning tussen transparantie en ongewenste marktimpact*

**Lars:** Wat vind je van de caps op dark pools?

**Thijs:** Het vastleggen van limieten voor orders die wel of niet naar dark pools gaan, is een maatregel waar ik vraagtekens bij zet. Dark pools kennen een hoge mate van liquiditeit waardoor wij zeer efficiënt en met minimale impact order flow naar de markt kunnen leiden. Zoals gezegd, als grote belegger hechten wij veel waarde aan een goede executie. Waar ik bang voor ben, is dat partijen de regels voor de caps gaan gebruiken om bepaalde platforms buiten spel te zetten. Dat kan door als een platform in de buurt van de drempel komt, er voor te zorgen dat het volume net over de drempel gaat. Dan mag er niet meer gehandeld worden. Dat is natuurlijk niet de bedoeling, maar ik zie wel mogelijkheden om misbruik te maken van deze regels. Hier zie je dat, op zich goed bedoelde regelgeving, potentieel leidt tot ongewenst gedrag.

*Maar je wil toch transparantie en goede prijsvorming, dat is toch de bedoeling van de nieuwe regels?*

Ik zie dat er een zeker spanning zit tussen de wens van transparantie en het belang van grote beleggers om met een zekere mate van anonimiteit grote deals te doen. Natuurlijk moet je rapporteren over prijsvorming en

volumes, maar het is de vraag of het heel wenselijk is dat, om maar een voorbeeld te noemen, het heel snel bekend wordt dat een grote belegger een flink blok heeft verhandeld. Daar gaat de markt op reageren en dat maakt ons kwetsbaar.

## *Caps op dark pools kunnen leiden tot ontwijkingsgedrag*

**Lars:** Wij hebben de afgelopen jaren ook goede ervaringen opgedaan met handel op niet gereguleerde markten. Wij zijn actief met producten die niet zeer liquide zijn en dat maakt een goede uitvoering heel erg noodzakelijk. En onder goede uitvoering versta ik dan niet alleen lage kosten maar vooral ook weinig prijs impact. Daar zijn dark pools heel nuttig voor. De term dark pools suggereert iets wat niet klopt. Er gebeurt helemaal niets geheimzinnigs of ontoelaatbaars. Het zijn platforms die beleggers in de gelegenheid stellen om binnen de grenzen van een zekere vertrouwelijkheid tegen goede voorwaarden te handelen. Onze klanten hebben belang bij goede prijzen en meer liquiditeit, want dat vergroot de aantrekkelijkheid van hun beleggingen.

**Thijs:** Die term dark pools daar zouden we inderdaad wat aan moeten doen. Het gaat om niet gereguleerde markten, die voor professionals heel nuttig zijn. Het biedt anonimiteit voor professionals. Je kunt grote orders plaatsen zonder dat die voor de volledige markt zichtbaar zijn. Natuurlijk begrijp ik dat de centrale, gereguleerde markt, een functie heeft voor wat betreft de prijsvorming en inzicht in volumes. Transparantie is daar belangrijk. Maar je moet die volledige transparantie afwegen tegen het goed functioneren van markten. Transparantie is goed, maar als het leidt tot lagere liquiditeit en hogere transactiekosten is dat niet in het belang van marktparticipanten.

*Hoe zit dat voor Kempen, jullie hebben ook retailklanten?*

Wij werken zowel voor particulieren als professionals. Beide partijen hebben even grote belangen die gelijk gericht zijn. Ik zie dus niet zoveel tegenstelling tussen beide groepen. Waar het om gaat is dat de handel in illiquide aandelen goed wordt gefaciliteerd. Als je nu weer extra nieuwe fricties gaat inbouwen, dan reduceer je dat voordeel.

Wat je nu ziet is dat grote sell side partijen, die niet zo blij zijn met deze regels, bezig zijn systemen voor interne matching op te zetten. Je ziet dus dat deze maatregel tot ontwijkingsgedrag leidt.

*Hoe kijken jullie aan tegen het ontbundelen van diensten, met name op het gebied van research?*

**Lars:** Hier is zeker sprake van vooruitgang. Wij hebben het afgelopen jaar heel goed gekeken naar wat we kregen aan

sell-side research, zowel in kwaliteit als kwantiteit. Je inbox loopt, bijna ongevraagd, vol met alle mogelijke vormen van research waarvan je de vraag kunt stellen wat de kwaliteit is. Het was natuurlijk helemaal niet gratis, want via de transacties betaalde je toch. Dat heeft bij ons geleid tot een proces van kritische overwegingen. We hebben goed gekeken naar wat we nodig hebben, wat we van buiten kunnen inkopen en wat we zelf kunnen doen. We hebben tenslotte een groot team van eigen analisten en portefeuillemanagers die zeer diepgaand de voor ons relevante sectoren en bedrijven volgen. Omdat je nu weet wat de externe research kost, kun je betere afwegingen maken. Betaal je nu zelf een analist of koop je in bij een research-huis of een broker?

Wij hebben al vroeg de strategische keuze gemaakt om de kosten van research voor onze eigen rekening te nemen en niet door te belasten aan de klant. Ik heb gemerkt dat onze keuze veel zuiverder is geworden. We letten niet zozeer op de prijs van research maar op de waarde. Wij hebben ook een ander belang dan de sell side. Wij zijn vermogensbeheerder met een visie op de lange termijn. Het is ons doel als lange termijn steward 'sustainable' inkomen voor onze klanten te genereren. Broker research is meestal gericht op de korte termijn. Dat is lang niet altijd in ons belang, want wij willen op de lange termijn waarde toevoegen voor de klant. Ik voorzie dus een ontwikkeling waarbij partijen veel meer gaan letten op de vraag wat bepaalde vormen van research aan waarde toevoegen. De hijgerigheid van financiële markten is denk ik deels veroorzaakt het businessmodel van de sell side en het overaanbod van research. We hebben geconcludeerd dat 70-80% van de sell side research voor ons geen echte toegevoegde waarde heeft.

We berekenen de kosten niet door in onze eigen fees. Dus in dit opzicht kost MiFID wel geld. Maar daar staat tegenover dat de research die er nog wel is van betere kwaliteit is. Ik verwacht dat de balans op kapitaalmarkten verschuift naar de buy side. Er komt meer ruimte voor een lange termijn benadering. Het gaat minder om de snelle deals, maar we kunnen dieper in gaan op de vraag wat de echte waardecreatie voor de ondernemingen is.

*Is het niet zo dat het aanbod van research gaat verschromelen? Er zijn steeds minder analisten.*

**Thijs:** Als je het hebt over onderzoek door banken, dan zeg ik ja. Maar ook wij doen ons eigen onderzoek. Wij kunnen nu beter beslissen over wat we zelf doen en wat we inkopen. Dan kun je ook nog kiezen tussen een zelfstandig research huis of een bank, die ook onze tegenpartij kan zijn. De unbundling van research en executiekosten is een verbetering die wij onderschrijven. Eigenlijk is het jammer dat deze ont koppeling afgedwongen moest worden.

**Lars:** Uiteindelijk zie je dat vrijwel alle vermogensbeheerders en pensioenfondsen ervoor kiezen om de kosten voor eigen rekening te nemen. Dat zet natuurlijk enorme druk op de brokers, want de afweging wordt veel scherper. Ja, en een gevolg is natuurlijk wel dat de capaciteit aan de sell side kleiner gaat worden.

**Thijs:** Als asset manager kunnen wij nu veel beter afwegen welke dienst wij afnemen: handel of onderzoek. Wij kunnen bij de ene broker onderzoek inkopen en bij een ander handel. Een goede liquidity provider hoeft ik nu niet meer te betalen voor matig onderzoek. De fees voor executie gaan omlaag, omdat ik slechts voor 1 dienst hoeft te betalen. Wij betalen nu heldere prijzen voor zuivere diensten.

*Wat verandert er voor retailklanten? Daarbij denk ik vooral aan de informatievoorziening.*

**Lars:** Hier gaat veel veranderen. Wij verkopen onze eigen producten aan onze eigen klanten. Daar verandert niet veel. Maar voor wat betreft de derden distributie wordt de wereld wel anders. Wij moeten grip houden op de wijze waarop door een derde ons product bij een klant komt en in de portefeuille past, dat maakt het allemaal wel wat ingewikkelder.

## Door ontbundeling zal de kwaliteit van research verbeteren

Maar ik zie wel een voordeel. De afgelopen decennia zijn er heel veel beleggingsproducten verkocht waarvan de kwaliteit onvoldoende was of de kosten te hoog. Ik denk dan aan actieve producten. Daar is al een aantal jaren een consolidatie aan de gang. De transitie naar meer passieve producten is ook veroorzaakt door de omstandigheid dat beloften door veel actieve managers niet werden waargemaakt. Deze transitie lijkt mij een verbetering. Dat is natuurlijk niet direct een gevolg van MiFID, het is eerder een trend die er al was, maar die wel een zetje krijgt. Alleen de vermogensbeheerders die echt waardecreatie op lange termijn leveren blijven zo over.

*In hoeverre versterkt MiFID de huidige sanering van de industrie?*

**Thijs:** Je ziet dat vermogensbeheerders aan meer en meer regels moeten voldoen. Denk daarbij aan de eisen op het vlak van rapportage. Je moet real time transacties rapporteren. Denk aan compliance eisen zoals het opnemen van alle communicatie met klanten en tegenpartijen. Dat vraagt

om grote investeringen in de technologie die niet iedereen kan betalen. Dat werkt consolidatie in de hand.

**Lars:** Zowel in termen van mensen als technologie zijn de lasten fors opgelopen. Dat zet druk op de marges en het versnelt de consolidatie. Ik denk dat uiteindelijk een deel van de kosten bij de eindgebruiker terecht gaat komen. Het is ook de vraag of dit echt in het belang van de eindgebruiker is.

**Thijs:** Als de kosten van transacties toenemen – door minder goede prijsvorming – dan leidt dat voor de klant tot hoger kosten. Het is dus niet zo dat het allemaal tot verbetering leidt.

*Een gevolg van MiFID is dat alle gesprekken opgenomen moeten worden. Als ik de hoofdacteur van dit tijdschrift bel, dan krijg ik een bericht dat het gesprek getapt wordt. Is dit nu een verbetering of niet?*

**Lars:** Ik ben het met Thijs eens dat het heel handig kan zijn om voor de zekerheid gesprekken vast te leggen. Je kunt misverstanden voorkomen. Maar je bent natuurlijk wel bezig om problemen uit het verleden op te lossen.

Maar laten we vooral letten op de voordelen. Door MiFID zal de aard van onze business veranderen. Als de markt voor onderzoek beter gaat functioneren, dan kun je als vermogensbeheerder meer waarde toevoegen. De rol van de sell side gaat verminderen. Bedrijven vragen ons steeds vaker om mee te denken over hun strategie. Het jagen op de korte termijn gaat minder gewicht krijgen.

**Thijs:** Ik sluit me daarbij aan. Wij kunnen ons nu richten op een goede orderuitvoering en we hoeven ons niet meer druk te maken over de andere kosten die in de prijs zitten. Dat is het belang van de klant. Die is daardoor dus beter af.

*Gaat MiFID helpen om hypes als de bitcoin te voorkomen?*

**Lars:** Hypes zijn van alle tijden, tegen collectieve gekte helpt niets. Het gebeurt en daar kun je met regels weinig aan doen. De ironie is dat de nieuwe gekte weer op een ongereguleerde markt plaatsvindt.

**Thijs:** Vergeet niet dat de Bitcoin geen hype op de financiële markten is, maar zich daarbuiten afspeelt. De autoriteiten hebben gewaarschuwd en ik kan alleen maar hopen dat mensen dat ter harte nemen. ■