

MiFID II: the Sequel. Zijn we klaar of nog niet?

Auteurs
Nonka Doner (m)
Guido Jacobs (l)
Erik Pieper (r)

Op 3 januari treedt het langverwachte vervolg van MiFID I na meer dan 10 jaar feitelijk in werking. De Europese wetgever heeft alles uit de kast gehaald om deel I te doen vergeten. Alleen al bij de omvang van het aantal pagina's wet- en regelgeving verbleekt MiFID I bij haar opvolger. Het doel van MiFID II is voor een gelijk speelveld zorgen, beleggers beter te beschermen met verdergaande zorgplicht en het bevorderen van transparantie. Maar zijn we nu klaar? Wij zijn van mening dat MiFID II veel losse eindjes heeft die zowel de sector als de toezichthouder de komende jaren gaan bezighouden. In dit artikel laten we dit zien voor vier MiFID II onderwerpen die veel impact hebben: vakbekwaamheid, vergoedingen, product governance en de ont koppeling van research en transacties.

Vakbekwaamheid

Over vakbekwaamheid is de laatste tijd het nodige te doen. Niet in de laatste plaats omdat de AFM pas in november 2017 met guidance (Q&A) is gekomen hoe partijen in Nederland kunnen voldoen aan de MiFID II richtlijn en de European Securities and Markets Authority (ESMA) richtsnoeren van eind 2015.

De kern van de vereisten² is dat beleggingsondernemingen en zij die beleggingsdiensten als nevensdienst verlenen zoals beheerders van beleggingsinstellingen ervoor moeten zorgen dat hun medewerkers – dat wil zeggen degenen die informatie verstrekken over financiële instrumenten, beleggingsdiensten of nevensdiensten, of advies geven – over voldoende kennis en ervaring beschikken.



Eerder vorig jaar is bekend gemaakt dat de AFM een convenant heeft gesloten met DSI met betrekking tot Knowledge & Competence zoals het onderwerp officieel in Europa bekend staat.

De vereisten zijn door de ESMA in het richtsnoer echter vrij generiek uitgewerkt. ESMA heeft veel vrijheid geboden aan de lidstaten om de vereisten lokaal nader uit te werken. Tot op heden is dat echter maar zeer beperkt gedaan. De AFM is niet de enige toezichthouder in Europa die hier laat mee is.

Het bijzondere is dat de AFM met twee maten meet. Zij die ervoor kiezen om de aantoonbaarheid te regelen via DSI krijgen voorlopig de ruimte en de tijd om compliant te worden met de ESMA richtsnoer mits zij zich aantoonbaar inspannen.³ DSI is op dit moment zelf nog bezig vast te stellen welke registratie partijen voldoen aan de recent bekendgemaakte eindtermen. Het accent ligt hierbij op partijen die de retailmarkt bedienen. Voor de institutionele markt is een oplossing, in samenwerking met de fusieorganisatie CFA/VBA, nog volop in de maak. Anderen die ervoor kiezen om de vakbekwaamheid niet via DSI te organiseren dienen per 3 januari echter aantoonbaar gereed te zijn.

Bijzonder is dat bij de DSI route er feitelijk sprake is van een generieke deeloplossing: generiek in de zin dat de eindtermen generiek worden getoetst. De vraag is dus hoe partijen die ervoor kiezen vakbekwaamheid in te richten middels DSI kunnen aantonen dat hun medewerkers over de specifieke kennis en ervaring met betrekking tot hun eigen producten en diensten beschikken.

Met deeloplossing bedoelen we dat DSI zich met name richt op toetsing en accreditatie. DSI kan marktpartijen niet helpen bij het inrichten van hun interne governance die er voor gaat zorgdragen dat alle medewerkers die klantcontact hebben, conform de MiFID II reikwijdte, over de juiste kennis en ervaring beschikken. Partijen zullen toch echt hun HR procedures moeten herzien zodat niemand aan de aandacht ontsnapt, alsmede dat bij werving en aanname van nieuwe medewerkers rekening wordt gehouden met de vereisten. Voorts dient bij procedures voor het ontwikkelen van nieuwe producten (product governance) te worden geborgd dat medewerkers worden getraind.

In aanvulling op de keuze voor DSI zal beleid moeten worden opgesteld en worden geïmplementeerd. De inspanning van DSI helpt hier wel bij omdat zowel voor retail als voor partijen die institutionele klanten bedienen eindtermen zijn opgesteld.

Een belangrijke vraag is ook wie nu onder dit beleid zou moeten vallen. Helder is dat medewerkers die alleen klanten verwijzen naar informatie zoals brochures en dergelijke niet onder het beleid hoeven te vallen. ESMA noemt ook dat backoffice mede-

werkers zonder klantcontact niet onder het richtsnoer vallen⁴. Hieronder kunnen ook alle medewerkers, zoals binnendienstassistenten, worden geschaard die in opdracht van een (senior) accountmanager informatie sturen naar klanten of potentiële klanten.

Het lijkt ook evident dat indien medewerkers af en toe advies geven maar veelal informatie verstrekken toch aan de hogere vereisten van advies moeten voldoen. Voor de institutionele markt zijn de eindtermen voor advies sowieso de standaard. Dit blijkt ook uit het feit dat DSI voor deze groep maar één set aan eisen heeft uitgewerkt. Een oplossing indien iemand incidenteel weleens naar een klant gaat, is deze persoon onder supervisie te laten gaan van iemand die wel aan de vereisten voldoet.

De AFM rekt in haar Q&A de eisen nog wat verder op. De AFM gaat ervan uit dat iedereen die portfoliomanagement taken verricht eveneens binnen de vakbekwaamheidsscope valt. Hoewel het logisch is dat deze groep aan de nodige vakbekwaamheidsvereisten zal en moet voldoen, lijkt ons dit toch een vorm van onbedoelde 'goldplating' en niet in lijn met de uitleg van ESMA in het richtsnoer. De 'sequel' is op dit punt dus nog geen afgerond verhaal.

Vergoedingen

MiFID II heeft het er niet makkelijker op gemaakt wat betreft het ontvangen en verstrekken van vergoedingen (inducements). De regels zijn in hoge mate 'principle based'. Omdat er zo veel aan het oordeel van de beleggingsondernemingen zelf wordt overgelaten, is de vraag of het speelveld wel zo gelijk wordt.

Het bijzondere is dat de AFM met twee maten meet

Een kleine opsomming van de regels is op zijn plaats. MiFID II maakt onderscheid in regels voor verschillende diensten. Voor onafhankelijk advies en portfolio management moeten alle vergoedingen worden doorgegeven aan de klant. Alleen kleine niet geldelijke vergoedingen mogen worden geaccepteerd. Wat 'klein niet geldelijk' precies betekent, is weliswaar uitgewerkt in de verordening, maar blijft in grote mate subjectief.

In zijn algemeenheid is hier de stelregel dat dit soort vergoedingen 'redelijk' zijn en 'proportioneel' en op een schaal waardoor het 'onwaarschijnlijk' is dat de onderneming beïnvloed zou kunnen worden om in iets anders dan het beste belang van de klant te handelen. De vergoedingen moeten kenbaar worden gemaakt aan klanten in generieke zin.

Voor overige diensten zoals execution only dienstverlening en afhankelijk advies mogen nog wel vergoedingen (zowel geldelijk als niet geldelijk) worden verstrekt of ontvangen mits er sprake is van ‘quality enhancement’. Quality enhancement is eveneens nader uitgewerkt. Voorbeelden zijn, een groter productassortiment, aanvullende diensten zoals het periodiek toetsen van geschiktheid en extra tooling. Verder dient er ook altijd een belang te zijn voor de klant, niet alleen voor de beleggingsonderneming. Tot slot mogen alleen doorlopende betalingen worden ontvangen indien er ook doorlopende diensten worden geleverd. Het begrip quality enhancement blijft echter eveneens subjectief.

Om tot een goede implementatie te komen is het allereerst noodzakelijk goed zicht te krijgen op alle betalingen en ontvangsten. Het gaat hierbij zowel om betalingen van derden als intercompany betalingen. Andere groepsonderdelen worden door MiFID II immers ook gezien als derden. Hoe precies om te gaan met intragroepstransfer pricing geeft hiermee meteen al een lastige implementatievraag.

Ten tweede is het van belang of vergoedingen die zijn verstrekt verband houden met het leveren van een MiFID dienst. Dit is voor bank-beleggingsondernemingen en beheerders van beleggingsinstellingen niet altijd meteen duidelijk. Om het makkelijk te maken: indien het gaat om dienstverlening in de hoedanigheid van beheerders van alternative investment funds (AIF’s) dan zijn niet de MiFID regels maar de regels uit de AIFMD van toepassing.

Bij distributie van (deelnemingsrechten in) beleggingsinstellingen is bovendien niet altijd duidelijk welke diensten de ontvangende partij precies levert aan zijn klanten. Is er sprake van individueel vermogensbeheer, afhankelijk of onafhankelijk advies of een combinatie van deze diensten en zo ja hoeveel is er verkocht in het kader van welke diensten? Afnemers kunnen hierbij aanzienlijk geholpen worden door het ter beschikking stellen van zogenaamde ‘clean shareclasses’ voor diensten waarbij geen vergoeding mag worden ontvangen.

Het is hoe dan ook de verantwoordelijkheid van de ontvangende partij om te bepalen of een vergoeding mag worden ontvangen. De vraag is hoe toezichthouders de komende jaren de rol van de verstrekker gaan beoordelen. Heeft de verstrekker een onderzoeksplicht om te bepalen of de ontvanger de vergoeding mag ontvangen? We zullen het gaan zien.

Dan de vraag welke vergoeding proportioneel is. Gangbaar zijn vergoedingen die een relatie hebben met het volume van verkochte producten, een vergoeding in basispunten van de ‘assets under management’. Als toezichthouders de mening zijn toegedaan dat deze vorm van vergoeding niet proportioneel is, namelijk niet in verhouding tot de geleverde ‘quality enhancement’ dan gaat het

businessmodel van asset managers en distributeurs op zijn kop.

Los daarvan is de vraag bij welke hoogte van de vergoeding er nog sprake is van redelijkheid. En wat als je concurrenten daarover anders denken. Aanvullende regels vanuit de toezichthouders op dit vlak liggen hier mogelijk in het verschiet.

Het is hoe dan ook de verantwoordelijkheid van de ontvangende partij om te bepalen of een vergoeding mag worden ontvangen

Tot slot heeft de beleggingsonderneming de plicht bij te houden welke vergoedingen zijn verkregen, respectievelijk zijn verstrekt, inclusief niet geldelijke vergoedingen. Ten minste jaarlijks dient deze informatie verstrekt te worden aan klanten. De grootste uitdaging zal worden om zicht te krijgen op ontvangen niet-geldelijke vergoedingen, tenzij kan worden aangetoond dat deze ‘klein’ zijn. Zulks weer te beoordeling aan de organisatie zelf.

Ook hier geldt dat de ‘sequel’ een open einde heeft die afhankelijk van de werking in de praktijk mogelijk aanleiding geeft tot nadere regels.

Product governance – Vaststellen van de doelgroep – uitwisseling van gegevens

Nieuw onder MiFID II zijn de strenge eisen met betrekking tot product governance zowel voor de MiFID II partijen die de financiële instrumenten distribueren als partijen die de financiële instrumenten produceren.

Naast dat MiFID II vereist dat de interne governance op orde is met betrekking tot het ontwikkelen, uitvoeren en evalueren van de producten, moet voor elk financieel instrument de doelgroep worden vastgesteld. Vervolgens moet worden vastgesteld of de doelgroep aansluit bij het profiel van de klant. De producent stelt de doelgroep vast voor de financiële instrumenten die zij uitgeeft, de distributeur zal op basis van de input van de producent zelf de doelgroep vaststellen en toetsen of het past bij de klantgroep waar ze het aanbieden. Dit zal leiden tot een enorme informatiestroom tussen de producent en de distributeur.

Vanuit MiFID II wordt in de uitwerking een nadere toelichting gegeven wat onder doelgroep wordt verstaan en welke criteria daarbij in acht moeten worden genomen.

Vanwege de informatie-uitwisseling is er door de markt wel naar standaardisatie gevraagd. Dit heeft geresulteerd in het European MiFID Template (EMT), dat na de zomer van 2017 is gepubliceerd. Daarin zijn de 6 criteria op een vooraf afgesproken wijze gedefinieerd zodat een geautomatiseerde informatie-uitwisseling kan plaatsvinden.

Het vaststellen van de doelgroep door de producent geldt voor alle bestaande producten die per 3 januari 2018 worden gevoerd en nieuw te ontwikkelen of uit te geven financiële instrumenten.

Beheerders van beleggingsinstellingen die onder het UCITS of AIFMD regime vallen worden niet geraakt door MiFID II. Echter, distributiepartijen zijn wel verplicht de doelgroep vast te stellen van de producten die ze aanbieden aan hun klanten. In de markt heeft dit ertoe geleid dat distributeurs zich omdraaien naar de niet MiFID II plichtige vermogensbeheerders en de doelgroepen van beleggingsfondsen opvragen.

Collectieve vermogensbeheerders die niet aan dit verzoek (willen) voldoen lopen het risico niet meer op het schap te worden opgenomen.

Deze wisselwerking tussen partijen heeft ervoor gezorgd dat zo goed als alle partijen de doelgroepen van hun beleggingsfondsen ter beschikking stellen.

Voor het einde van 2017 hebben producenten hun EMT gevuld en de doelgroepen voor de financiële instrumenten aan de markt ter beschikking gesteld. De grote hoeveelheid data blijkt in de praktijk een uitdaging voor alle betrokken partijen: De producenten die op tijd de doelgroepen moesten vaststellen in het EMT format. De data vendors, die alle EMTs moeten laden en doorzetten naar de distributeurs. En aan het eind van de keten de distributeurs die op basis van de doelgroepen van de producenten zelf ook de doelgroep moeten vaststellen en toetsen of deze passen en overeenkomen met de eigen klantgroep. De verwachting is dat in het eerste kwartaal van 2018 deze data uitwisseling niet vlekkeloos zal verlopen.

Ondanks dat de EMT tot stand is gekomen door een samenwerking van verschillende marktpartijen, bestaande uit producenten en distributeurs, blijkt in de praktijk dat het nog niet altijd klip en klaar is hoe de criteria in de EMT te vullen. Op basis van de eigen afwegingen stellen de producenten vast hoe de criteria te hanteren bij het bepalen van de doelgroepen. De verwachting is dat in de komende 6 maanden een marktstandaard zal ontstaan nu men inzicht krijgt in hoe ieder de doelgroep criteria heeft vastgesteld.

Ook zal in de praktijk moeten blijken hoe de feedback cyclus gaat verlopen van distributiepartijen naar producenten met betrekking tot de geplaatste financiële instrumenten. Zo moeten distributeurs melden als ze een financieel product buiten de door de producent vastgestelde doelgroep plaatsen en

kunnen producenten verkoopgegevens opvragen bij distributeurs voor hun eigen evaluatie doeleinden. Sommige partijen stellen hiervoor aangepaste distributieovereenkomsten op, andere doen dit niet. Ook hier zal de praktijk uitwijzen wat de nieuwe standaard wordt. Samengevat is ook met betrekking tot dit onderwerp de sequel nog een open einde.

Research Unbundling

Een van de MiFID II onderwerpen met de meeste impact is 'Research Unbundling': het ontkoppelen van research- en tradingkosten.

Op dit moment betalen vermogensbeheerders hun broker research veelal via commissies op transacties. Deze commissies worden door de klanten van de vermogensbeheerder betaald; de vermogensbeheerder zelf ontvangt geen rekening voor het onderzoek. In de nieuwe regelgeving wordt beleggingsonderzoek gezien als een vergoeding (*inducement*) en mag om die reden niet meer gratis ontvangen worden. Op deze manier worden research- en tradingkosten ontkoppeld. De verwachting is dat de transactiekosten zullen dalen, omdat hierin geen researchkosten meer versleuteld zitten. Maar het voornaamste doel van de Europese regelgever is om te voorkomen dat vermogensbeheerders handelen met brokers die aantrekkelijke Research verstrekken, maar een suboptimale executie bieden.

Collectieve vermogensbeheerders die niet aan dit verzoek (willen) voldoen lopen het risico niet meer op het schap te worden opgenomen

Het eerste beoogde voordeel, goedkopere executie, zal behaald worden. Het is echter nog maar de vraag of de kostendaling substantieel is. Het aandeel van Research is echter lastig aan te wijzen omdat executiekosten afhankelijk zijn van meerdere factoren. Sommige partijen hebben namelijk al scherp onderhandeld in het verleden, en verwachten geen verdere afname van de executiekosten. Daarnaast zijn er andere factoren (liquiditeit, marktsegment, grootte van de beleggingsonderneming) die de executiekosten bepalen.

Wat betreft het tweede beoogde voordeel, het voorkomen van verkeerde prikkels, is het nog maar zeer de vraag of de regelgever hiermee haar doel zal bereiken. Er zijn namelijk nu al brokers die de nieuwe regelgeving proberen te ondermijnen, en

tegen zeer voordelige tarieven Research aanbieden, en dan slechts aan “goede” klanten. Doe je geen zaken met deze brokers, dan betaal je een aanzienlijk hoger tarief voor de research. Natuurlijk voorzien toezichthouders dat dit gebeurt, en eisen zij dat marktconforme tarieven betaald worden. Het bepalen van de juiste prijs voor Research zal een strijdpunt worden in 2018.

De nieuwe ‘Research Unbundling’ regels hebben al twee andere strijden doen losbarsten, en daarnaast blijkt er een complex randje aan de regelgeving te zitten. Wie zijn de winnaars en verliezers, en behaalt de Europese regelgever het beoogde doel?

Wie zijn de winnaars en verliezers, en behaalt de Europese regelgever het beoogde doel?

De eerste strijd draait om de vraag wie de rekening betaalt. MiFID II biedt de mogelijkheid voor vermogensbeheerders om researchkosten door te belasten aan klanten, mits er aan strikte regels voldaan wordt. Begin 2017 leek dit nog een reële optie voor veel partijen, maar die zijn nagenoeg allemaal tot inkeer gekomen. Het blijkt namelijk vrij moeilijk te zijn om klanten ervan te overtuigen de researchkosten te dragen. Een andere moeilijkheid van het doorbelasten van researchkosten aan klanten is dat dit hoge administratieve eisen stelt: er moet nauwkeurig gebudgetteerd worden en verantwoording afgelegd worden over de kosten. Bovendien moet een Research Payment Account opgezet worden om de research budgetten veilig te stellen. Al met al is het zelf absorberen van researchkosten de simpelste oplossing en het meest klantvriendelijk. Dit zal in de meeste gevallen ten koste gaan van de winst, omdat het momenteel lastig is om de beheervergoedingen te verhogen.

De tweede strijd wordt nu gevoerd tussen kopers en producenten van research, veelal brokers. Aangezien de meeste asset managers zelf de research-

kosten zullen absorberen, worden de onderhandelingen over de kosten op het scherpst van de snede gevoerd. Nu blijkt veel Research die men nu “gratis” ontvangt, niet zo interessant te zijn; vaak is er geen kritische selectie gemaakt. Het gevolg is dat de tarieven voor Research onder druk staan. Daling van de researchkosten is natuurlijk een mooie bijvangst van de regelgeving. Aan de andere kant zal een te grote verschraving van de researchmarkt ertoe leiden dat de kwaliteit van beleggingsbeslissingen daalt, en dit is uiteindelijk slecht voor iedereen: producenten van research, asset managers en hun klanten.

Tot slot heeft de desbetreffende regelgeving geleid tot een complex randje dat nog steeds tot onzekerheid leidt. De vraag of het kan leiden tot belangenverstremming is niet expliciet opgenomen in de wet. In plaats daarvan hanteert MiFID II een vrij rigide definitie van research, kort gezegd, elke onderbouwde beleggingsaanbeveling kan research zijn. Als gevolg van deze definitie kan het gebeuren dat een ontvanger bijvoorbeeld marketingmateriaal ziet als research, terwijl dit in de praktijk nooit tot belangenverstremming zal leiden. Hopelijk verschafft de toezichthouder hier meer duidelijkheid over in 2018.

Samenvattend, de nieuwe MiFID II ‘Research Unbundling’ regelgeving zou moeten leiden tot lagere researchkosten en betere en goedkopere executie. Er zijn echter twee aandachtspunten. Ten eerste is er een risico dat de researchmarkt verschaalt, waardoor er mogelijk minder goede beleggingsbeslissingen worden genomen. Ten tweede, er is onduidelijkheid in de markt over de regels die gelden voor marketingmateriaal. Kortom, ‘Research Unbundling’ wordt een hot topic in 2018.

Conclusie

MiFID II is een imposant vervolg op MiFID I. In dit artikel zijn we nader ingegaan op de impact van enkele onderwerpen. Onze conclusie is dat MiFID II start met een flink aantal open einden. Wij betogen dat zowel de markt als de toezichthouders hier de komende jaren nog veel tijd aan zullen moeten besteden om zaken echt helder te krijgen. Door deze ‘loose ends’ is de sequel nog niet afgesloten. ■

Noten

1 Alle auteurs zijn werkzaam bij Ace Regulatory Change. Eric Pieper is partner, Nonka Donev is manager en Guido Jacobs is consultant.

2 Artikel 25 lid 1 MiFID II.

3 Zie AFM publicatie: ‘Veelgestelde vragen m.b.t. de ESMA- richtsnoeren kennis en bekwaamheid’, 13 november 2017

4 Zie richtsnoer p. 40 paragraaf 3.7