

MiFID II verscherpt wetgeving rond beleggingsdiensten: 'Enkel informatie verstrekken volstaat niet'



[Bart Vereecke](#) redacteur MoneyTalk en Trends

31/01/18

Op 3 januari trad in de Europese Unie de MiFID II-regelgeving in werking. De vernieuwde regels voorzien in een wettelijk kader voor ondernemingen die beleggingsdiensten aanbieden en zullen gelden in alle EU-lidstaten. Professor Veerle Colaert, co-directeur van het Jan Ronse Instituut voor Vennootschaps- en Financieel Recht aan de KU Leuven, legt uit wat de MiFID II-regels inhouden, waarom ze in het leven werden geroepen en welke gevolgen ze voor beleggers hebben.



© MarianVejcik (iStock)

Waar komen de MiFID II-regels vandaan en welke problemen wil men ermee verhelpen?

VEERLE COLAERT. "De afkorting MiFID staat voor *Markets in Financial Instruments Directive*. Het gaat dus om wetgeving die de financiële markten en de dienstverlening in verband met financiële instrumenten in goede banen moet leiden. MiFID II is de herwerking van de MiFID I-regels, die in november 2007, bij de aanvang van de financiële crisis, in werking waren getreden. Wat beleggersbescherming betreft, voert MiFID II enkele belangrijke nieuwigheden in. Daarnaast worden bestaande regels gedetailleerd en verscherpt.

'Men wil er vooral voor zorgen dat beleggers een nog betere bescherming genieten'

"Bovendien is ook ESMA, de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten, bijzonder actief in het uitwerken van interpretatieve richtsnoeren die moeten verzekeren dat de toepassing en de interpretatie van de regels in alle lidstaten eenduidiger verloopt. Dat leidt tot een bijzonder omvangrijk wetgevend kader.

"MiFID II heeft verschillende doelstellingen. Behalve voor het verhogen van de marktintegriteit en de marktstabiliteit, wil men er vooral ook voor zorgen dat beleggers een nog betere bescherming genieten. Daarnaast worden de regels ook zo veel mogelijk gelijk getrokken in alle Europese lidstaten. Daardoor wordt de grensoverschrijdende dienstverlening vergemakkelijkt."

U hebt het over een betere bescherming van beleggers. Kunt u dat concreet maken?

COLAERT. "Tijdens de crisis werden op grote schaal gevallen van *mis-selling* vastgesteld. Aan beleggers werden producten verkocht die niet aansloten bij hun behoeften, maar die vooral voor de productfabricant of de dienstverlener goed opbrachten. Er werden zelfs producten verkocht die enkel in zeer onrealistische scenario's tot winst voor de belegger konden leiden.

"Een deel van het probleem was dat er amper productregulering bestond voor financiële instrumenten: voor zover voldoende informatie ter beschikking was over de risico's van een product, kon eigenlijk om het even wat op de markt worden gebracht. De MiFID II-regels voeren voor het eerst algemene regels in met betrekking tot *product governance*. Productfabrikanten moeten van bij de ontwikkeling van een financieel product duidelijk omschrijven voor welk doelpubliek het op de markt wordt gebracht.

'Productfabrikanten moeten van bij de ontwikkeling van een financieel product duidelijk omschrijven voor welk doelpubliek het op de markt wordt gebracht'

"Er moet dus steeds worden aangegeven of het product in kwestie is ontworpen voor professionele beleggers dan wel voor particulieren, voor beleggers met of zonder ervaring, voor mensen die bereid zijn risico's te nemen of niet, voor beleggers met een voorkeur voor ethisch verantwoord beleggen, en ga zo maar door. Ook de distributeurs moeten zich in principe aan die doelgroepomschrijving houden. Indien bepaalde productfabrikanten niet onderworpen zijn aan MiFID II, moeten de distributeurs van die producten zelf de doelgroep vaststellen. Dat moet de kans verkleinen dat een product wordt verkocht aan een belegger voor wie dit product niet bedoeld is."

"Maar de Europese regels gaan nog verder. Toezichthouders hebben nu ook de mogelijkheid de verkoop of de marketing van bepaalde producten aan particuliere beleggers te verbieden. Met name de distributie van uitermate risicovolle of complexe producten kan door zowel de nationale (in België FSMA) als de Europese toezichthouder (ESMA) aan banden worden gelegd. Die mogelijkheid tot productinterventie is tekenend voor de paradigmawissel die geleidelijk aan heeft plaatsgevonden in beleggersbescherming."

Wat bedoelt u daarmee?

COLAERT. "Oorspronkelijk ging men ervan uit dat de beste bescherming voor de belegger bestond uit het verstrekken van voldoende informatie. De belegger werd dan verondersteld op basis daarvan zelf goede beslissingen te kunnen nemen. De prospectusplicht is het typevoorbeeld van die redenering. Geleidelijk aan heeft men echter ingezien dat die benadering niet volstond. Beleggers lezen de vele informatie niet, of hebben niet de kennis om ze te begrijpen en te verwerken.

Oorspronkelijk ging men ervan uit dat de beste bescherming voor de belegger bestond uit het verstrekken van voldoende informatie

"MiFID I voerde daarom uitgebreide ken-uw-cliënt-verplichtingen in. Aanbieders van beleggingsdiensten moeten peilen naar de kennis, de ervaring, de doelstellingen en de financiële draagkracht van hun cliënten. Op basis daarvan moeten ze geschikte producten adviseren aan de cliënt. Gewoonlijk gebeurt dat aan de hand van uitgebreide vragenlijsten.

"Productinterventiemaatregelen gaan nog een stap verder. De toegang tot bepaalde producten wordt daarbij simpelweg ontzegd aan particuliere beleggers."

Verandert onder de MiFID II veel aan die ken-uw-cliëntverplichtingen?

COLAERT. "De ken-uw-cliëntverplichtingen wijzigen niet fundamenteel door MiFID II. Wel worden ze verfijnd. Er wordt bijvoorbeeld benadrukt dat de geschiktheidsbeoordeling de verantwoordelijkheid is van de beleggingsonderneming en niet van de cliënt.

"Dat betekent onder meer dat de beleggingsonderneming de belegger zichzelf niet mag laten beoordelen. Onder MiFID I werd bijvoorbeeld vaak gevraagd aan een belegger of hij op de hoogte was van de risico's van een bepaald product, waarop de belegger dan 'ja' of 'neen' kon antwoorden. Nu moet de beleggingsonderneming inhoudelijke vragen stellen, zodat uit de antwoorden van de cliënt kan worden opgemaakt of hij de risico's ook echt begrijpt."

Maar voert MiFID II niet ook nog nieuwe informatieverplichtingen in?

COLAERT. Het idee dat beleggers, met behulp van voldoende informatie, zelf goede beleggingsbeslissingen kunnen nemen, werkt zeker ook vandaag nog door. Wel wordt meer dan in oudere wetgeving aandacht besteed aan de presentatie en de begrijpelijkheid van de informatie. De PRIIPs Verordening die eind vorig jaar in werking trad, stelt bijvoorbeeld dat aan beleggers die complexe beleggingsproducten kopen, een kort *Key Information Document* (KID) moet worden gegeven. Dat document van drie pagina's bundelt op een overzichtelijke manier de belangrijkste informatie over het product.

'Studies hebben vastgesteld dat beleggers zich vaak onvoldoende bewust zijn van de impact van de kosten die verbonden zijn aan het product en de dienst'

"Maar ook onder MiFID II wordt dus voort ingezet op informatieverstrekking. Een belangrijk voorbeeld daarvan zijn de uitgebreide informatieverplichtingen in verband met kosten. Studies hebben vastgesteld dat beleggers zich vaak onvoldoende bewust zijn van de impact van de kosten die verbonden zijn aan het product en de dienst. Financiële dienstverleners moeten nu dus informatie verschaffen over de totale kosten voor de cliënt van dienst en product, zowel in absolute cijfers als uitgedrukt als percentage.

Wat betreft *product governance*, productinterventie en transparante rapportering van de kosten verandert dus heel wat. Een ander probleem in de sector was belangenvermenging ten gevolge van *inducements*. Komt daar een geschikte oplossing voor?

COLAERT: MiFID II heeft, onder meer wegens de ervaringen in lidstaten die een strikt verbod op *inducements* hanteerden (zie kader 'Wat zijn *inducements*?'), gekozen voor een minder radicale oplossing en een onderscheid gemaakt tussen 'onafhankelijk' en 'beperkt' advies.

Wat zijn *inducements*?

COLAERT: *"De term *inducements* verwijst naar elke vergoeding - in geld of natura - aan of door een beleggingsonderneming in verband met een beleggingsdienst voor een cliënt. Vooral de retrocessies die een fabrikant of uitgever van een financieel product betaalt aan de distributeur per verkocht product, worden gevisieerd. Distributeurs zouden in de verleiding kunnen komen vooral die producten te verkopen die de hoogste vergoeding opleveren, in plaats van de producten die het belang van de cliënt het beste dienen."*

*"Onder MiFID I gold al een principieel verbod op zulke *inducements*. De uitzonderingen erop werden echter ruim geïnterpreteerd, waardoor het systeem van retrocessies grotendeels kon blijven bestaan."*

*"De Europese wetgever heeft overwogen met MiFID II een volledig verbod op *inducements* in te voeren. Uiteindelijk heeft men dat niet gedaan, onder meer door de ervaringen in bepaalde lidstaten. Italië, Nederland en het Verenigd Koninkrijk hadden een tijd geleden al een strikter verbod op *inducements* bij beleggingsadvies en vermogensbeheeringevoerd. In de praktijk rekenden beleggingsondernemingen, die voorheen vergoed werden voor hun diensten aan de belegger via de retrocessies van de fabrikant, hun kosten nu gewoon door aan de klant. Vooral minder vermogende beleggers zijn niet bereid of niet in staat te betalen voor beleggingsadvies, en vallen door dit systeem uit de boot."*

Indien 'onafhankelijk' beleggingsadvies of vermogensbeheer wordt aangeboden, geldt een totaal verbod op *inducements*. Enkel voor kleine, niet-geldelijke voordelen die de dienst aan de cliënt verbeteren - zoals een opleiding om het product toe te lichten - maakt men een uitzondering. Voor beperkt advies en orderuitvoering geldt een regime dat sterkt lijkt op het MiFID I-regime: een principieel verbod, met een vrij ruim geïnterpreteerde uitzondering, waardoor de meeste retrocessies toch nog door de beugel kunnen.

"Een beleggingsonderneming die zich profileert als een 'onafhankelijk' adviseur moet een voldoende ruim productgamma aanbieden, zowel wat types producten als wat productfabrikanten betreft. Dat betekent dat een aanzienlijk deel van de aangeboden producten moet worden aangeleverd door niet-verbonden productfabrikanten. Naar mijn informatie is er bij Belgische spelers weinig animo om onafhankelijk advies aan te bieden."

Is dat wel een afdoende oplossing voor de belangenvermenging? Op zich is het toch niet vreemd dat wie correct en objectief advies wil, ook voor die dienst betaalt?

COLAERT. *"De duale oplossing van MiFID II lijkt me een genuanceerd antwoord te bieden op een moeilijk probleem. Wie betaalt voor onafhankelijk advies, krijgt in ruil daarvoor inderdaad advies over een ruim en gediversifieerd productaanbod, dat op geen enkele manier beïnvloed wordt door vergoedingen door derden. De andere mogelijkheid, waarbij beleggers toegang hebben tot beperkt, onbetaald advies, lijkt mij, de ervaringen met een totaalverbod indachtig, verantwoord."*

'Ook bij beperkt advies moet de beleggingsonderneming de gedragsregels naleven'

"Er wordt in dat tweede geval weliswaar uit een beperkter productgamma geadviseerd, en veelal zullen producten van gelieerde ondernemingen worden aanbevolen. Toch zal de cliënt nog altijd beter af zijn met dat beperkte advies dan wanneer hij of zij, zonder toegang tot betaalbaar advies, volledig zelfstandig beleggingsbeslissingen moet nemen.

"Ook bij beperkt advies moet de beleggingsonderneming de gedragsregels naleven: ze moet handelen in het beste belang van de cliënt, in principe enkel producten verkopen binnen de doelmarkt, en nagaan of de voorgestelde producten wel geschikt zijn in het licht van het beleggersprofiel van de cliënt."

Welke beoordeling krijgen de vernieuwde MiFID-regels van u?

COLAERT. "Wat beleggersbescherming betreft, ben ik overwegend positief over MiFID II. Een aantal problemen wordt aangepakt, en een aantal bestaande regels verduidelijkt en verfijnd.

'Mijn belangrijkste bezorgdheid is dat MiFID II zou kunnen leiden tot verschraling van het productaanbod voor de modale belegger'

"Mijn belangrijkste bezorgdheid is dat MiFID II zou kunnen leiden tot verschraling van het productaanbod voor de modale belegger, indien beleggingsondernemingen conservatief omspringen met de regels rond *product governance*. Een eerder restrictief bepaalde doelmarkt kan een groot aantal producten uitsluiten voor de defensieve belegger. In een lage-intrestomgeving kunnen de regels die bedoeld zijn om de belegger te beschermen, het voor hem moeilijk maken nog rendement te genereren.

"Veel zal afhangen van de manier waarop de beleggingsondernemingen en toezichthouders met de regels omspringen."

Hoe reageren de banken en andere beleggingsondernemingen op de verstrengde regels?

COLAERT. "Voor hen betekent MiFID II een enorme uitdaging. De hoeveelheid regels en interpretatieve richtsnoeren is ontzettend omvangrijk. Heel wat processen, structuren en IT-toepassingen moeten worden aangepast, terwijl de nieuwe regels nog steeds erg veel vragen oproepen. Dat leidt tot frustratie. De toezichthouder beoogt echter vooral een vlotte implementatie van de regels en lijkt zich in een eerste fase flexibel op te stellen."