

Dertig jaar beleggersbescherming: Van ISD naar RIP (Retail Investment Package)

mr. L.J. Silverentand¹

Begin 2003 nam Pim Horsten het redacteurschap van het Tijdschrift voor Financieel Recht, toen nog het Tijdschrift voor Effectenrecht, op zich. Van 2009 tot 2016 mocht ik met hem samen in de hoofdredactie zitten. Pim heeft zich meer dan twintig jaar voor het tijdschrift ingezet, hetgeen een bijzondere prestatie is. In die tijd kwamen bergen nieuwe wet- en regelgeving op ons af, waaronder op het gebied van beleggingsdiensten. Het afscheid van Pim is een mooi moment om vooruit en terug te kijken naar de regels voor beleggersbescherming aan de hand van het laatste voorstel voor nieuwe regels op dit gebied.

1. Inleiding

Dat laatste voorstel betreft het “Retail Investment Package”, ook wel, enigszins merkwaardig, afgekort tot RIP². Op 24 mei 2023 publiceerde de Europese Commissie het Retail Investment Package. Het pakket bestaat uit een richtlijn³ en een verordening⁴ en bevat voorstellen met betrekking tot MiFID II, de UCITS-richtlijnen, de AIFMD, Solvency 2, de IDD (deze zijn allemaal gecombineerd in de vorm van een Omnibus-richtlijn) en wijzigingen met betrekking tot de PRIIPs-verordening. In dit artikel zal ik mij verder beperken tot de wijzigingen met betrekking tot MiFID II.

In de Impact Assessment bij dit pakket benoemt de Europese Commissie dat in Europa niet-professionele beleggers (hier aangeduid als *retail* beleggers) weinig beleggen⁵. Het pakket aan regelgeving heeft als doel de positie van retail beleggers te verbeteren.

Maar dit is zeker niet het eerste voorstel om de positie van retail beleggers in Europa te verbeteren. Al in 1993, dertig jaar voordat de Europese Commissie haar Retail Investment Package publiceerde, verscheen een Europese richtlijn voor het beschermen van (retail) beleggers bij beleggingsdienstverlening: de Investment Services Directive, ook wel ISD genoemd⁶. Deze richtlijn ging uit van minimale harmonisatie en schreef op hoofdlijnen voor welke onderwerpen lidstaten zouden moeten reguleren. De richtlijn werd opgevolgd in 2004 door MiFID^{7,8}, die uitging van maximale harmonisatie en in veel meer detail verplichtingen bevatte ten aanzien van beleggersbescherming. En in 2014 door MiFID II⁹. Ongeveer elke tien jaar verschijnt dus weer een nieuwe richtlijn. Al deze richtlijnen stonden verbetering van de positie van beleggers voor. En voor een groot deel gaan de nu voorliggende voorstellen ook over dezelfde onderwerpen. Zoals het verschaffen van correcte en heldere informatie aan (potentiële) beleggers. Dat (bank)beleggingsondernemingen zich moeten inzetten voor de belangen van klanten. Informatie inwinnen over de persoonlijke situatie van

1. Larissa Silverentand is advocaat te Amsterdam.

2. Hoewel ook vaak afgekort tot RIS, Retail Investment Strategy.

3. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2017/97 as regards the Union retail investor protection rules, COM(2023) 279 final.

4. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1286/2014 as regards the modernization of the key information document.

5. In het Impact Assessment Report bij het Retail Investment Package (“Impact Assessment”) is opgenomen dat in 2021 ongeveer 17% van de activa van huishoudens van de EU27 in financiële instrumenten werd belegd, terwijl huishoudens in de VS ongeveer 43% van hun vermogen aanhielden in effecten (Chapter 1.1).

6. Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, PbEG L 141.

7. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijn 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, PbEU L 145.

8. Hierna aangeduid als MiFID (I) om deze richtlijn te onderscheiden van MiFID II.

9. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, PbEU L 173.

klanten. Maar de mate van detail van de voorschriften is wel flink toegenomen in die dertig jaar.

Toch blijkt uit het *Explanatory Memorandum* bij het voorstel voor het Retail Investment Package dat ondanks dertig jaar regels voor beleggersbescherming het vertrouwen van retail beleggers in Europa in de kapitaalmarkten beperkt is. Zo blijkt uit een onderzoek van Eurobarometer dat slechts 38% van de consumenten aangeeft dat hij of zij erop vertrouwt dat beleggingsadvies dat hij of zij ontvangt van haar bank/verzekeraar/financiële adviseur primair in zijn of haar belang is¹⁰. Uit datzelfde onderzoek blijkt dat het gebrek aan vertrouwen een van de redenen is waarom er slechts beperkt door retail beleggers wordt belegd.

Volgens de Europese Commissie zijn er vier belangrijke problemen met betrekking tot het beleggen door retail beleggers¹¹:

1. Retail beleggers hebben moeilijk toegang tot relevante, vergelijkbare en gemakkelijk te begrijpen informatie over beleggingsproducten om hen te helpen met kennis van zaken beleggingskeuzes te maken;
2. Retail beleggers staan bloot aan een toenemend risico om op ongepaste wijze te worden beïnvloed door onrealistische marketinginformatie via digitale kanalen en door misleidende marketingpraktijken (bijvoorbeeld door influencers);
3. Er zijn tekortkomingen in de wijze waarop producten worden ontwikkeld en gedistribueerd, die verband houden met belangenconflicten die kunnen ontstaan als gevolg van de betaling van vergoedingen (*inducements*) tussen productaanbieders en distributeurs; en
4. Sommige beleggingsproducten kennen ongeachtvaardigd hoge kosten en bieden de retail belegger daarmee geen waar voor zijn of haar geld.

Om deze problemen te adresseren, stelt de Europese Commissie met het Retail Investment Package een groot aantal maatregelen voor, met als doel “to make the EU an even safer place for retail investors, help build their trust and facilitate their participation in capital markets on fairer terms.” In dit artikel bespreek ik een groot deel van deze maatregelen¹², waarbij ik ook terugkijk naar wat er ten aanzien van dezelfde onderwerpen in de vorige richtlijnen geregeld was.

Ten tijde van het schrijven van dit artikel heeft het Europese Parlement nog niet gestemd over de voorstellen van de Europese Commissie voor het Retail Investment Package. Wel verschenen op 9 oktober 2023 de concept rapporten van de rapporteur van het Europees Parlement over de voorstellen van de Europese Commissie¹³. Hierna zal ik waar toepasselijk ook de reactie van de rapporteur bespreken.

2. Informatie aan beleggers

Hoewel ook de ISD al voorschreef dat beleggingsondernemingen “op passende wijze alle dienstige informatie” aan klanten moeten verstrekken, zijn met de invoering van MiFID(I) en MiFID II, maar ook bijvoorbeeld de PRIIPs-Verordening¹⁴ en de Prospectusverordening¹⁵, vergaande bepalingen over informatievoorziening opgenomen. Toch lijkt dit niet het beoogde resultaat te hebben gehad als je kijkt naar de door de Europese Commissie gesignaleerde problemen. Sterker nog, ESMA heeft al meerdere malen gewezen op de risico’s van een “*information overload*” waardoor de (potentiële) belegger zoveel informatie krijgt dat deze door de bomen het bos niet meer ziet en de belangrijke informatie over het hoofd ziet¹⁶. Een overload die in ieder geval ook deels veroorzaakt wordt door de regelgeving, waarbij elke nieuwe set regelgeving nieuwe (informatie)verplichtingen voor beleggingsondernemingen met zich brengt.

Het Retail Investment Package poogt dit te adresseren. Hoewel de Europese Commissie aangeeft in de *Explanatory Memorandum* bij het Retail Investment Package dat de maatregelen (ook) gericht zijn op het beperken van informatie die aan retail beleggers wordt verstrekt, hetgeen logisch lijkt in het licht van de *information overload*, is dit slechts beperkt terug te vinden in het voorstel. Het pakket voorziet met name in het aanpassen van de huidige verplichtingen en het opleggen van een aantal aanvullende verplichtingen.

10. Eurobarometer survey monitoring the level of financial literacy in the EU, 2023, p. 4 Impact Assessment.
11. P.1 Explanatory Memorandum bij het Retail Investment Package.
12. Waar toepasselijk verwijs ik hierna naar de artikelnummers zoals deze zijn opgenomen in de Nederlandse versie van het Retail Investment Package. Onhandig genoeg bevat de Engelse versie een andere telling: bijvoorbeeld artikel 24 bis in de Nederlandse versie is artikel 24a in de Engelse versie.

13. Met betrekking tot de Omnibus-richtlijn: Draft report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules, (COM(2023)0279 – C9-0182/2023 – 2023/0167(COD)), Committee on Economic and Monetary Affairs, Rapporteur: Stéphanie Yon-Courtin (Concept rapport Europees Parlement).
14. Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's).
15. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG.
16. Zie bijvoorbeeld het Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection van ESMA, 22 april 2022, ESMA35-42-1227.

Zo stelt de Europese Commissie voor dat beleggingsondernemingen passende risicowaarschuwingen moeten opnemen in al het voorlichtingsmateriaal over bijzonder risicovolle producten, om retail beleggers te waarschuwen voor specifieke risico's van potentiële financiële verliezen die aan bijzonder risicovolle financiële instrumenten verbonden zijn¹⁷. Ook wordt voorgesteld dat de bevoegde autoriteiten de bevoegdheid zullen hebben om het gebruik van risicowaarschuwingen op te leggen voor bijzonder risicovolle producten¹⁸.

Nieuw in MiFID II waren onder meer de vergaande vereisten ten aanzien van kostentransparantie. Een beleggingsonderneming moet de klant informeren over de totale kosten van de beleggingsdienstverlening en de financiële instrumenten¹⁹. Deze vereisten hebben echter, zo blijkt uit de Impact Assessment, niet noodzakelijkerwijs tot meer transparantie geleid. Zo leidt volgens de Europese Commissie onder meer het gebruik van een groot aantal verschillende woorden (bijvoorbeeld *costs*, *charges*, *expenses*, *fees*, *commissions*) tot lastige onderlinge vergelijkbaarheid van producten²⁰. Om dit te adresseren stelt de Europese Commissie in het Retail Investment Package standaardisatie voor van hoe informatie over kosten, bijbehorende lasten en betalingen aan derden moet worden gepresenteerd²¹. Hier toe zal ESMA, na het uitvoeren van consumenten- en sectortests en na raadpleging van EIOPA, *regulatory technical standards* (RTS) ontwikkelen waarin de vorm en de standaardterminologie zullen worden voorgeschreven²². Het is de bedoeling dat ESMA de concepten voor deze RTS uiterlijk 18 maanden na de inwerkingtreding van het Retail Investment Package voorlegt aan de Europese Commissie ter vaststelling.

3. Value for Money

Een van de meest in het oog springende voorgestelde wijzigingen in het Retail Investment Package zijn de bepaling over "*value for money*". Zoals hierboven aangegeven, stelt de Europese Commissie dat een van de problemen voor retail beleggers is dat sommige beleggingsproducten de retail belegger niet altijd waar voor zijn of haar geld bieden. Om dit te verbeteren, stelt de Europese Commissie wijzigingen voor met betrekking tot de *product governance* regels. Met MiFID II zijn de huidige product governance vereisten geïntroduceerd. Bij deze vereisten wordt onderscheid gemaakt tussen:

- beleggingsondernemingen die financiële instrumenten uitgeven, ontwikkelen of samenstellen voor verkoop aan klanten (producenten of in het Engels *manufacturers*); en

- beleggingsondernemingen die financiële instrumenten aanbieden of aanbevelen (distributeurs of in het Engels *distributors*).

In de Uitvoeringsrichtlijn bij MiFID II is dit nader uitgewerkt²³. Beleggingsondernemingen die kwalificeren als producent moeten onder meer waarborgen dat de financieel instrumenten dat zij vervaardigen de klanten niet benadelen en niet tot problemen voor de integriteit van de markt leiden²⁴. Hier toe moeten beleggingsondernemingen de potentiële doelmarkt voor elk financieel instrument met een voldoende niveau van granulariteit vaststellen en omschrijven met welke type klanten het financieel instrument voor wat betreft behoeften, kenmerken en doelstellingen overeenstemt. Ook moeten beleggingsondernemingen een scenarioanalyse voor hun financiële instrumenten verrichten waarin het risico wordt beoordeeld dat het product slechte resultaten zou opleveren voor eindklanten, en waarin wordt nagegaan in welke omstandigheden dit kan gebeuren. Beleggingsondernemingen moeten daarbij bepalen of een financieel instrument voldoet aan de vastgestelde behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt.

Er gelden ook verplichtingen voor distributeurs. Een beleggingsonderneming die financiële instrumenten distribueert, moet beschikken over adequate procedures en maatregelen die waarborgen dat de financiële instrumenten voldoen aan de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelgroep en de distributiestrategie aansluit bij de desbetreffende doelgroep. De beleggingsonderneming moet daarbij tevens vaststellen voor welke doelgroep een bepaald financieel instrument niet passend is²⁵.

In het Retail Investment Package stelt de Europese Commissie vergaande aanvullende verplichtingen voor met betrekking tot het product governance proces. Deze aanvullende verplichtingen gelden alleen met betrekking tot financiële instrumenten die vallen onder de PRIIPs-verordening. Voor deze instrumenten moeten de producenten/manufacturers alle kosten en lasten in verband met het financiële instrument identificeren en beoordelen of deze kosten en lasten gerechtvaardigd en evenredig zijn, gelet op de kenmerken, doelstellingen en, indien relevant, de strategie van het financieel instrument en de prestaties ervan (dit wordt aangeduid als het "*pricing process*"). Onderdeel hiervan is dat de kosten en prestaties van het financiële instrument vergeleken moeten worden met de relevante benchmark, als een dergelijke benchmark beschikbaar is²⁶. Wanneer een

17. Het voorgestelde lid 5 quater bij artikel 24 MiFID.

18. Het voorgestelde lid 5 quater bij artikel 24 MiFID.

19. Artikel 24 lid 4 MiFID II.

20. Impact Assessment, p. 120.

21. Het voorgestelde artikel 24 ter MiFID.

22. Het voorgestelde artikel 24 ter lid 2 MiFID.

23. Gedelegeerde Richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan klanten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen (MiFID II Uitvoeringsrichtlijn).

24. Artikel 9 MiFID II Uitvoeringsverordening.

25. Artikel 32b BGfo.

26. Het voorgestelde artikel 16-bis MiFID

financieel instrument afwijkt van de relevante benchmark, dan moet de beleggingsonderneming aanvullende tests uitvoeren en nader beoordelen of de kosten en lasten niettemin gerechtvaardigd en evenredig zijn. Als niet kan worden aangetoond dat de kosten rechtvaardig en evenredig zijn, dan mag het financiële instrument niet door de beleggingsonderneming worden goedgekeurd.

Maar de nieuwe voorgestelde vereisten zien niet alleen op producenten. Ook voor distributeurs worden in dit kader nieuwe verplichtingen voorgesteld (ook hier alleen met betrekking tot financiële instrumenten die onder de PRIIPs-verordening vallen). Distributeurs moeten de distributiekosten identificeren en kwantificeren en beoordelen of de totale kosten en lasten gerechtvaardigd en evenredig zijn, rekening houdend met de doelstellingen en behoeften van de doelmarkt²⁷. Ook hier geldt dat er vergelijking met een relevante benchmark moet plaatsvinden, als deze er is, en dat als niet kan worden aangetoond dat de kosten rechtvaardig en evenredig zijn, de distributeur het financiële instrument niet mag aanbevelen of aanbieden.

Deze verplichtingen werken uiteraard uitsluitend als er ook daadwerkelijk benchmarks zijn om mee te vergelijken. Hiertoe worden producenten verplicht aan hun nationale toezichthouder gegevens over kosten, lasten en prestaties van de financiële instrumenten door te geven²⁸. Ditzelfde geldt voor distributeurs met betrekking tot de kosten van de distributie²⁹. Als een distributeur financiële instrumenten distribueert die niet zijn uitgegeven door een producent die zelf onder een rapportageverplichting aan de toezichthouder valt, dan moet de distributeur (ook) gegevens aan de toezichthouder verschaffen over de kosten, lasten en prestaties van de instrumenten zelf³⁰.

De nationale toezichthouders moeten deze gegevens weer doorsturen aan ESMA. Op basis hiervan zal ESMA, waar toepasselijk, benchmarks ontwikkelen en openbaar maken voor financiële instrumenten met vergelijkbare prestaties, risico's, strategieën, doelstellingen of andere kenmerken.

Zoals hierboven vermeld, bevat het Retail Investment Package ook voorstellen ter wijziging van de AIFMD³¹ en de UCITS-richtlijnen³². Interessant is

dat hierin is opgenomen dat als de beheerder constateert dat aan beleggers 'onnodige' kosten in rekening zijn gebracht, de beheerder deze kosten aan de beleggers moet terugbetalen³³. Deze bepaling ziet overigens niet alleen op retail beleggers, maar ook op professionele beleggers. Een dergelijke betaling over de terugbetaling van kosten is evenwel niet opgenomen in de voorgestelde bepalingen met betrekking tot beleggingsondernemingen.

De rapporteur van het Europees Parlement is zeer kritisch ten aanzien van het voorstel over het ontwikkelen van benchmarks. Volgens de rapporteur kan het voorstel van de Europese Commissie over de prijs-kwaliteitverhouding de markt verstoren, omdat het zou leiden tot minder diversiteit aan producten en minder innovatie. Zij geeft aan dat zij van mening is dat het gebrek aan duidelijkheid over de toegepaste methodologie het onmogelijk maakt om te beoordelen hoe de benchmarks zich in de praktijk zullen ontwikkelen. Om die reden stelt de rapporteur voor om het gehele voorstel zoals opgenomen in deze paragraaf te schrappen³⁴. Zij geeft aan dat zij dit schraapt met het oog op verdere discussies over dit onderwerp, waarmee de deur in ieder geval nog niet wordt dichtgegooid ten aanzien van dit onderwerp.

4. Reclame-uitingen (en finfluencers)

Met de inwerkingtreding van MiFID (I) zijn in het Europese recht bepalingen opgenomen met betrekking tot reclame-uitingen van beleggingsondernemingen. Reclame-uitingen moeten correct, duidelijk en niet misleidend zijn³⁵. En reclame-uitingen moeten als zodanig herkenbaar zijn.

Het Retail Investment Package stelt nadere verplichtingen voor met betrekking tot reclame-uitingen. In haar Advice on retail investor protection³⁶ wijst ESMA op het fenomeen van 'anchoring bias' waardoor mensen te veel vertrouwen op de eerste informatie die ze ontvangen. Voor veel kleine beleggers worden beslissingen over of en hoe ze willen beleggen aanzienlijk beïnvloed door informatie die wordt overgebracht in marketingmaterialen. Als zij te maken krijgen met misleidende marketing, bijvoorbeeld door finfluencers, lopen zij meer kans dat hen een ongeschikt/geschikt financieel product of dienst wordt verkocht, zelfs wanneer correcte informatie wordt verstrekt via voorgeschreven informatie (zoals een PRIIPs KID of een UCITS KIID). Volgens onderzoek van IOSCO in 2022 maakte 10% van

27. Het voorgestelde artikel 16-bis, lid 4, MiFID.

28. Het voorgestelde artikel 16-bis, lid 2 MiFID.

29. Het voorgestelde artikel 16-bis, lid 5 MiFID.

30. Het voorgestelde artikel 16-bis, lid 7 MiFID.

31. Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

32. Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (herschikking).

33. De voorgestelde artikelen 14 lid 1 quinquies UCITS-richtlijn en 12 lid 1 quinquies AIFMD

34. Amendment 23 – 30 Concept rapport Europees Parlement.

35. Artikel 19 lid 2 MiFID (I), artikel 4:19 Wft.

36. Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29 april 2022, ESMA35-42-1227, nummer 22.

de ondervraagde bedrijven al gebruik van influencer marketing, en de meerderheid overwoog op dat moment om meer gebruik te gaan maken van influencers als onderdeel van hun marketingstrategie³⁷. Ook de AFM heeft gewezen op het toenemende gebruik van finfluencers³⁸.

In het licht hiervan bevat het Retail Investment Package voorstellen met betrekking tot de verdeling van de verantwoordelijkheid voor de inhoud en het gebruik van marketingcommunicatie tussen producenten en distributeurs van financiële instrumenten.

Wanneer een producent van een financieel instrument een marketingcommunicatie verstrekt die door de distributeur moet worden gebruikt, is op basis van het voorstel de producent verantwoordelijk voor de inhoud van deze marketingcommunicatie en de actualisering ervan. De distributeur is verantwoordelijk voor het gebruik van deze marketingcommunicatie en moet ervoor zorgen dat deze uitsluitend wordt gebruikt voor de geïdentificeerde doelmarkt en in overeenstemming met de voor de doelmarkt vastgestelde distributiestrategie³⁹.

Belangrijk hierbij is dat het voorstel een definitie van marketingpraktijk bevat, waarbij elke strategie door een derde partij die door middel van een niet-geldelijke tegemoetkoming door een beleggingsonderneming wordt vergoed of aangemoedigd om op enigerlei wijze de onderneming of diens diensten of producten te promoten ook als marketingpraktijk wordt aangemerkt⁴⁰. Ook wordt een definitie van publicitaire mededeling toegevoegd waarin ook is opgenomen dat deze zich tevens uitstrekt tot mededelingen van dergelijke derde partijen⁴¹. Dit betekent dat een beleggingsonderneming op dezelfde wijze verantwoordelijk is voor uitingen van partijen die een niet-geldelijke vergoeding ontvangen als voor haar eigen uitingen.

Wanneer een beleggingsonderneming financiële instrumenten distribueert die zij niet zelf produceert maar waarvoor zij wel haar eigen publicitaire communicatie opstelt, is zij volledig verantwoordelijk voor de passende inhoud, actualisering en gebruik ervan in overeenstemming met de geïdentificeerde doelmarkt en in het bijzonder in overeenstemming met de vastgestelde categorie-indeling van de klant⁴².

De rapporteur van het Europees Parlement geeft in haar concept rapport aan de door de Europese Commissie voorgestelde maatregelen met betrekking tot

finfluencers te ondersteunen, maar stelt additionele wijzigingen voor om de regels nog verder aan te scherpen⁴³. De rapporteur stelt voor om, in aanvulling op bovengenoemde voorstellen, op te nemen in het Retail Investment Package dat wanneer een beleggingsonderneming gebruik maakt van de diensten van een derde die wordt vergoed of gestimuleerd door middel van niet-geldelijke compensatie door deze beleggingsonderneming, en waarbij deze derde partij de onderneming, diens diensten of diens producten promoot via openbare sociale mediaplatforms ("finfluencer"), de beleggingsonderneming dan aan de volgende verplichtingen moet voldoen:

- a. de beleggingsonderneming moet een schriftelijke overeenkomst opstellen met de "finfluencer" waarin de aard en reikwijdte van de activiteit die namens de beleggingsonderneming moet worden uitgevoerd worden neergelegd;
- b. op verzoek moet de beleggingsonderneming de bevoegde autoriteit de identiteit en contactgegevens van alle dergelijke finfluencers doorgeven; en
- c. de beleggingsonderneming moet regelmatig controleren of de activiteiten van de finfluencers voldoen aan de vereisten ten aanzien van marketingactiviteiten die in deze paragraaf zijn opgenomen.

5. Cliëntenclassificatie

Al sinds de implementatie van ISD, kennen wij het uitgangspunt dat de beleggersbeschermingsregels niet op gelijke wijze voor elk type beleggers gelden. Zo golden pre-MiFID de *know-your-customer* verplichtingen in Nederland niet voor professionele beleggers⁴⁴. Met de inwerkingtreding van (de implementatie van) MiFID (I) werd het huidige, toch wel vrij complexe, systeem van klantenclassificatie geïntroduceerd met niet-professionele beleggers, professionele beleggers en in aanmerking komende tegenpartijen. Onderdeel van dit systeem was en is dat niet-professionele beleggers kunnen verzoeken om te worden behandeld als professionele belegger. Volgens de Europese Commissie blijkt uit schattingen dat momenteel slechts 0,09% van retail beleggers als professioneel wordt behandeld⁴⁵. Om die reden is onderdeel van het Retail Investment Package dat het gebruik maken van deze "opt-up" makkelijker moet worden.

Op dit moment geldt dat in het kader van een opt-up verzoek moet blijken dat aan ten minste twee van de volgende drie kwantitatieve criteria is voldaan:

37. IOSCO report on retail distribution and digitalisation, p. 16 and 17.

38. De valkuilen bij finfluencers, december 2021.

39. Het voorgestelde artikel 24 quater lid 4 MiFID.

40. Het voorgestelde artikel 4 lid 1, punt 67 MiFID.

41. Het voorgestelde artikel 4 lid 1, punt 66 MiFID.

42. Het voorgestelde artikel 24 quater lid 3 MiFID.

43. Amendment 47 Concept rapport Europees Parlement.

44. Artikel 43 Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002.

45. Impact assessment, p. 141.

1. de klant moet op de desbetreffende markt tijdens de voorafgaande vier kwartalen per kwartaal gemiddeld tien transacties van significante omvang hebben verricht;
2. de omvang van de portefeuille financiële instrumenten van de klant moet groter zijn dan EUR 500.000, en
3. de klant moet gedurende ten minste één jaar werkzaam zijn of werkzaam zijn geweest in de financiële sector in een functie waarbij kennis van de beoogde transacties of diensten vereist is of was.

Het Retail Investment Package stelt onder meer voor om in het tweede criterium EUR 500.000 te verlagen naar gemiddeld EUR 250.000 gedurende de laatste drie jaar⁴⁶. Ook wordt de invoeging van een vierde criterium voorgesteld: de klant kan bewijs leveren van een erkende opleiding of opleiding die aantoon dat de klant de beoogde transacties of diensten begrijpt en in staat is de risico's adequaat in te schatten.

Ook wordt voorgesteld om het criterium aan te passen om als professionele belegger *per se* (zonder opt-up) te worden aangemerkt. Momenteel dient een onderneming, teneinde te kwalificeren als professionele klant aan ten minste twee van de volgende drie criteria te voldoen:

1. een balanstotaal van EUR 20 miljoen;
2. een netto-omzet van EUR 40 miljoen, en
3. een eigen vermogen van EUR 2 miljoen.

De Europese Commissie stelt in het Retail Investment Package voor dat het makkelijker moet zijn om als professionele belegger te kwalificeren en stelt voor dat deze criteria worden aangepast naar:

1. een balanstotaal van EUR 10 miljoen;
2. een netto-omzet van EUR 20 miljoen, en
3. een eigen vermogen van EUR 1 miljoen⁴⁷.

6. Aanpassing passendheidstoets en geschiktheidstoets

In het Retail Investment Package wordt een aantal wijzigingen met betrekking tot de passendheidstoets en de geschiktheidstoets voorgesteld. Al in de ISD was opgenomen dat beleggingsonderneming informatie moesten inwinnen over de financiële positie van klanten, hun ervaring met beleggingen en hun doelstellingen, met inachtneming van de professionele aard van de persoon voor wie de dienst wordt verricht⁴⁸.

Met MiFID (I) werd er onderscheid gemaakt tussen de passendheidstoets en de geschiktheidstoets⁴⁹. De geschiktheidstoets geldt als een beleggingsonderneming beleggingsadvies geeft of vermogensbeheerdiensten verleent. De beleggingsonderneming moet dan informatie inwinnen over de kennis en ervaring, de financiële situatie, de beleggingsdoelstellingen en de risicobereidheid van de klant. Als een beleggingsonderneming execution-only diensten verleent, geldt de minder zware toets: de passendheidstoets. De beleggingsonderneming kan dan volstaan met het inwinnen van informatie over de kennis en ervaring van de retail belegger.

Onderdeel van de voorgestelde wijzigingen van het Retail Investment Package is een verlichting van de geschiktheidstoets bij onafhankelijk beleggingsadvies. De Europese Commissie stelt voor dat bij het verstrekken van onafhankelijk beleggingsadvies aan een retail belegger waarbij het advies zich beperkt tot goed gediversifieerde, niet-complexe en kostenefficiënte financiële instrumenten, de beleggingsonderneming niet verplicht is informatie in te winnen over de kennis en ervaring van de retail belegger over de financiële instrumenten of beleggingsdiensten of over de bestaande portefeuillesamenstelling van de retail belegger⁵⁰.

Maar het Retail Investment Package bevat op dit punt niet alleen verlichtingen. Zo stelt de Europese Commissie ook voor dat een beleggingsonderneming bij de geschiktheidstoets ook rekening moet houden met "the need for portfolio diversification": de behoeften die de klant heeft met betrekking tot diversificatie van zijn beleggingen. Daarbij bepaalt het voorstel dat de beleggingsonderneming bij het beoordelen van de financiële situatie van de klant ook moet kijken naar de huidige beleggingen van de klant bij andere aanbieders⁵¹.

Ook ten aanzien van de passendheidstoets stelt de Europese Commissie een verzwaring voor. Waar nu beleggingsondernemingen bij de passendheidstoets uitsluitend de kennis en ervaring van de belegger moeten inventariseren, zal op basis van het voorstel ook gekeken moeten worden naar de capaciteit van de klant om verlies te lijden en de risicotolerantie. Gehandhaafd wordt dat bij een negatieve uitkomst van de passendheidstoets, de beleggingsonderneming de klant een waarschuwing moet geven, maar het voorstel voegt toe dat de beleggingsonderneming dan alleen de dienst mag verlenen of de transactie mag uitvoeren na een expliciet verzoek van de klant zelf⁵².

46. Annex 1 van de Omnibus-richtlijn, sub (2)(1).

47. Annex I van de Omnibus-richtlijn, sub (3).

48. Artikel 11(1) ISD, geïmplementeerd in Nederland in artikel 28 Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 en vanaf 1 januari 2007 in artikel 4:23 Wet op het financieel toezicht.

49. Hoewel ook daarvoor in Nederland ook al wel enigszins een onderscheid werd gemaakt, zie voor meer informatie K.W.H. Broekhuizen en L.J. Silverentand, Ken uw klant, klantenclassificatie en de MiFID, TvFR, 2006-11.

50. Het voorgestelde artikel 25 lid 2 MiFID II.

51. Het voorgestelde artikel 25 lid 2 MiFID II.

52. Het voorgestelde artikel 25 lid 3 MiFID II.

7. Provisies

Met de implementatie van MiFID (I) werd de *inducement*-norm ingevoerd. Het uitgangspunt van deze norm was dat provisies niet waren toegestaan. Er waren drie uitzonderingen met betrekking tot dit uitgangspunt. Naast de uitzondering voor noodzakelijke provisies en provisies die werden betaald door of aan de klant, gold er een uitzondering voor provisie die verschaft wordt door of aan een derde. Hiervoor golden drie voorwaarden:

1. de beleggingsonderneming moest voorafgaand aan de dienstverlening op uitvoerige en begrijpelijke wijze mededeling doen aan de klant van het bestaan, de aard en het bedrag van de provisie, of de wijze van berekening van de provisie indien het bedrag niet kon worden achterhaald;
2. de verschaffing van de provisie moest de kwaliteit van de dienst ten goede komen, en
3. de verschaffing van de provisie mocht geen afbreuk doen aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de klant.

Al snel na invoering van deze norm bleek dat er veel onduidelijkheid over deze criteria bestond, met name ten aanzien van het vereiste dat de provisie de kwaliteit van de dienst ten goede moet komen en het vereiste dat de provisie geen afbreuk mag doen aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de klant⁵³. De AFM en het Nederlandse Ministerie van Financiën hebben zich hierna ingezet op een algeheel provisieverbod en niet langer een *inducement*-norm.

Vooruitlopend op de implementatie van MiFID II is in Nederland sinds 1 januari 2014 een provisieverbod voor beleggingsondernemingen bij beleggingsdienstverlening aan retail beleggers ingevoerd. Het doel van dit provisieverbod was om ongewenste prikkels te mitigeren⁵⁴. Op het moment dat een beleggingsonderneming een vergoeding krijgt van een andere partij dan de klant, bijvoorbeeld de aanbieder van het product, om het product te verkopen, kan dit ertoe leiden dat niet langer in het belang van de klant wordt gehandeld.

Het provisieverbod voor niet-professionele beleggers heeft in Nederland een ruim toepassingsbereik. Op grond van het provisieverbod mogen beleggingsondernemingen geen provisies verschaffen aan of ontvangen van derden met betrekking tot het verlenen van een beleggingsdienst (of een nevendienst)

aan een niet-professionele belegger. Alleen een directe betaling door de klant aan de beleggingsonderneming voor de verrichte dienst mag. Daarbij gelden slechts een zeer beperkt aantal uitzonderingen⁵⁵. In Europa werd een andere route gekozen in MiFID II. Bij vermogensbeheer en onafhankelijk advies geldt eenzelfde provisieverbod als in Nederland, maar voor de andere diensten gelden wel restricties, maar geen verbod.

Het Retail Investment Package stelt voor (vrijwel) alle diensten nu een provisieverbod voor niet-professionele beleggers in Europa voor⁵⁶. Nog steeds niet alle diensten, bijvoorbeeld niet voor niet-onafhankelijk advies. De rapporteur van het Europees Parlement is vrij kritisch over het voorstel van de Europese Commissie over provisies. De rapporteur geeft aan dat zij niet ziet hoe een gedeeltelijk verbod zoals voorgesteld voor de Europese Commissie gerechtvaardigd is. Zij stelt voor om het verbod op provisies voor execution-only dienstverlening te schrappen⁵⁷. Als uitleg hierbij geeft de rapporteur aan dat er bij execution-only geen sprake is van belangenverstrengeling als gevolg van een vergoeding van de distributeur door de fabrikant. Doordat er geen advies wordt gegeven, heeft een dergelijke vergoeding volgens de rapporteur weinig tot geen invloed hebben op de keuze van de klant. De rapporteur wijst ook op het ontbreken van een duidelijke definitie van execution-only. Tot slot stelt de rapporteur dat execution-only voornamelijk wordt gebruikt door goed geïnformeerde klanten, wat volgens de rapporteur betekent dat een provisieverbod de deelname van kleine beleggers aan financiële markten niet zal bevorderen.

Voor Nederland zal deze discussie echter niet relevant zijn, nu in Nederland al de keuze is gemaakt voor een provisieverbod voor alle beleggingsdiensten. En daarmee blijft dat de provisieregels in andere Europese landen niet gelijk zullen zijn aan de provisieregels in Nederland.

8. Afsluiting

Het Retail Investment Package bevat een aantal ingrijpende wijzigingen met betrekking tot de regels voor beleggersbescherming, zoals het voorstel met betrekking tot Value for Money. Als je kijkt naar eerdere ingrijpende voorstellen in MiFID (I) en MiFID II, zoals de regels over kostentransparantie en de *inducement*-norm, dan zie je dat dergelijke wijzigingen vaak niet of niet helemaal tot het beoogde resultaat lijken te leiden en in de volgende ronde van wijzigingen in de regelgeving weer aangepast worden. Of de regelgeving kan juist (mede) tot nieuwe problemen leiden, zoals de hierboven genoemde information overload. De waarschuwing van de rapporteur

53. Zie voor meer informatie MiFID II: Een overzicht, L.J. Silverentand en J.M. Sprecher, TvFR, nr. 5, p. 144, 145.

54. Zie bijvoorbeeld de Leidraad ter interpretatie van het provisieverbod beleggingsondernemingen, maart 2016, van de AFM.

55. Zie MiFID II: Een overzicht, L.J. Silverentand en J.M. Sprecher, TvFR, nr. 5, p. 144, 145.

56. Het voorgestelde artikel 24 bis MiFID.

57. Amendment 40 Concept rapport Europees Parlement.

van het Europese Parlement met betrekking tot het voorstel voor Value for Money lijkt dan ook dan terecht. Hopelijk overwegen de Europese Commissie, het Parlement en de Raad het voorstel zorgvuldig om te voorkomen dat er over tien jaar weer een voorstel nodig is om de effecten van de huidige voorstellen te beperken of terug te draaien.