

VU Research Portal

Consumentenbescherming onder MiFID II

Loonen, A.J.C.C.M.; Staring, M.

published in
MiFID II
2018

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

Loonen, A. J. C. C. M., & Staring, M. (2018). Consumentenbescherming onder MiFID II. In F. M. A. 't Hart, & A. J. C. C. M. Loonen (Eds.), *MiFID II: Vanuit praktijk en theorie gezien* (pp. 169-192). (Financieel Juridische Reeks; Vol. 13). Uitgeverij Paris.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Hoofdstuk 9

Consumentenbescherming onder MiFID II¹

Prof. dr. A.J.C.C.M. Loonen en mr. M. Staring

9.1 Introductie

Drieënhalf jaar na de feitelijke inwerkingtreding moesten beleggingsondernemingen vanaf 3 januari jl. de richtlijn MiFID II/MiFIR² toepassen op hun dienstverlening. Interpretatie en vervolgens implementatie heeft de financiële sector veel tijd, energie en geld gekost. Kosten noch moeite zijn gespaard: systemen en processen zijn opnieuw ingericht, medewerkers geïnstrueerd en documenten aangepast. De nieuwe richtlijn zal ontegenzeggelijk haar stempel zetten op de relatie tussen de cliënt en de beleggingsonderneming. Een verder doorgevoerde transparantie van kosten speelt hier een belangrijke rol. Denk daarbij niet alleen aan de kosten van de dienstverlener, maar ook de kosten van de onderliggende beleggingen (bijvoorbeeld van beleggingsfondsen) moeten inzichtelijk worden voor de eindbelegger. Binnen de beleggingsdienstverlening is het met name beleggingsadviesgeving dat veel nieuwe verplichtingen kent onder MiFID II.

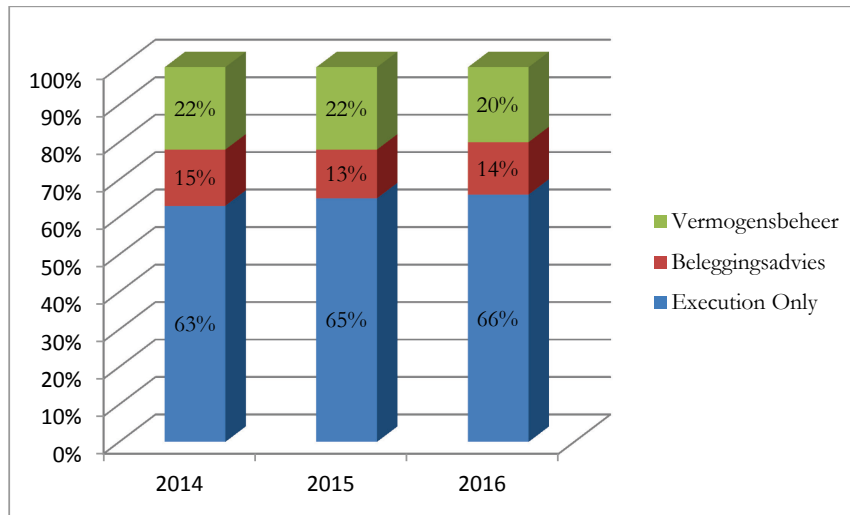
De datum van 3 januari 2018 ligt weliswaar achter ons; feitelijk begint de uitdaging nu pas. De effectiviteit van MiFID II moet zich gaan bewijzen in de praktijk. Een van de belangrijkste doelen van MiFID II/MiFIR is het verbeteren van de bescherming van beleggers. Gaat dit gerealiseerd worden? Geregeld is te lezen dat er onder MiFID II ten aanzien van de geschiktheids- en passendheidstoets weinig veranderd is ten opzichte van MiFID I. Dit is niet het geval. In dit artikel zetten wij het regelgevend kader rondom consumentenbescherming onder MiFID II nader uiteen. Daarbij richten wij ons in het bijzonder op de aanvullende eisen ten aanzien van informatie- en waarschuwingsplichten. Met behulp van voorbeelden proberen wij op een aantal verplichtingen de praktische implicaties weer te geven. In de laatste paragraaf (9.6) plaatsen wij bij enkele verplichtingen kritische kanttekeningen vanuit twee perspectieven: praktische obstakels en effectiviteit van de regelgevende kaders. Alvorens we toekomen aan deze juridische vraagstukken, willen wij eerst stilstaan bij de beleggingsdienstverlening in Nederland. Welke diensten zijn in opkomst en welke zijn tanende? En hoe is het gesteld met de kwaliteit van deze diensten?

9.2 De beleggingsdienstverlening nader bezien

Onderzoek³ onder niet-professionele beleggers leert dat de beleggingsdienst ‘execution only’ terrein veroverd ten opzichte van beleggingsadvies en vermogensbeheer.

1. De auteurs bedanken collega's mr. Daniëlle Geelen en mr. Jeroen Snijders voor hun waardevolle adviezen.
2. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments Directive.
3. Bron: Schroders Beleggingsbarometer 2014, 2015, 2016. Deze onderzoeken zijn gebaseerd op een representatieve steekproef onder 325-360 Nederlandse particuliere beleggers.

Daarbij neemt de niet-professionele belegger vaker zelfstandig beleggingsbeslissingen en oriënteert hij zich veelal op het internet en raadpleegt hij steeds minder vaak een adviseur.⁴ Hieronder is de ontwikkeling over de afgelopen jaren per beleggingsdienst aangegeven.



Figuur 1. Belang per beleggingsdienst onder niet-professionele beleggers (n=325-360)

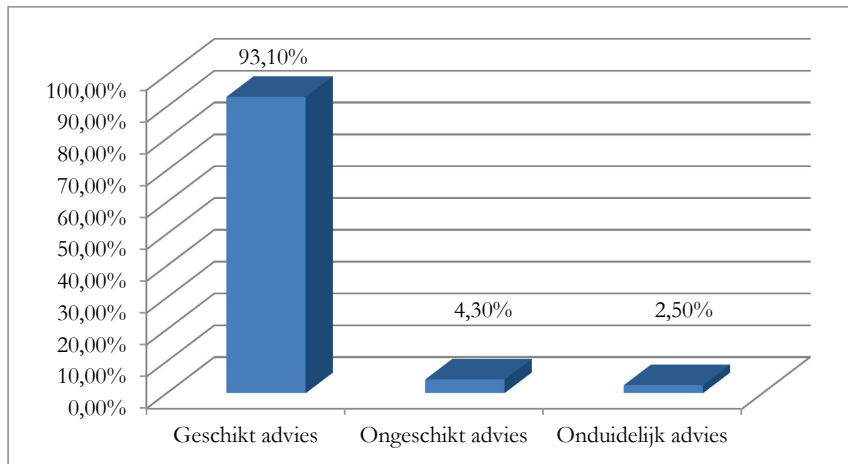
Bij de keuze van beleggingsdienst speelt het kostenniveau een rol. Neemt men daarbij het maatschappelijke fenomeen van het toenemende belang van (financiële) zelfredzaamheid in ogenschouw, dan ontstaat er een beeld van een financieel landschap waarbij begeleiding door hoogopgeleide adviseurs steeds minder bereikbaar wordt, terwijl het belang hiervan juist alleen maar zal toenemen. In een competitieve, transparante markt als de beleggingsdienstverlening zijn er feitelijk maar twee determinanten van belang: een hoge(re) servicegraad of dienstenpalet enerzijds en lagere kosten anderzijds. Dit blijken in de praktijk vaak communicerende vaten te zijn, waarbij lagere kosten eenvoudigweg betekent dat begeleiding van niet-professionele beleggers onder druk komt te staan; ook in het MiFID II-tijdperk. Wat komt hiervoor in de plaats?

Vergaande digitalisering kan een antwoord zijn. Met robotisering kan mogelijk een aanzienlijke groep niet-professionele beleggers effectief worden bediend. De ontwikkeling hiervan is ingezet maar nog niet heel breedschalig doorgevoerd. Dit in tegenstelling tot 'standaardisatie'. Iets dat onder MiFID II zichtbaarder is dan ooit. Als het gaat om bijvoorbeeld het uitvragen van de ken uw cliënt-informatie, is er een ware evolutie doorlopen. Begon de uitdaging met het inwinnen en vast-

4. Uit een afzonderlijk Europees vergelijkend onderzoek door Schroders in 2016 uitgevoerd blijkt dat de niet-professionele beleggers in geen enkel ander Europees land minder geneigd zijn om een adviseur te raadplegen dan in Nederland. Gevraagd wie bij zijn volgende beleggingsbeslissing een extern adviseur zoals een bank of tussenpersoon zou raadplegen, antwoordt slechts 29% van de ondervraagde Nederlandse beleggers hier 'ja' op. In landen als Italië, Frankrijk en Rusland ligt dit percentage twee keer zo hoog.

leggen van informatie, tegenwoordig is het actualiseren van deze informatie en de haalbaarheid van financiële doelstellingen de norm.⁵

Hoe staat het eigenlijk met de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening? De Engelse toezichthouder FCA heeft in april 2016 een onderzoek uitgevoerd hoe het staat met de geschiktheid van verstrekte adviezen in de financiële sector in het Verenigd Koninkrijk. In dit onderzoek⁶ werden 1142 adviezen verstrekt door 656 financiële instellingen bezien. Daarbij werd het zogenaamde 'the Conduct of Business sourcebook' (CBOB)⁷ als toetssteen gebruikt.



Figuur 2. Resultaten naar geschiktheid adviezen (n=1142), FCA april 2016

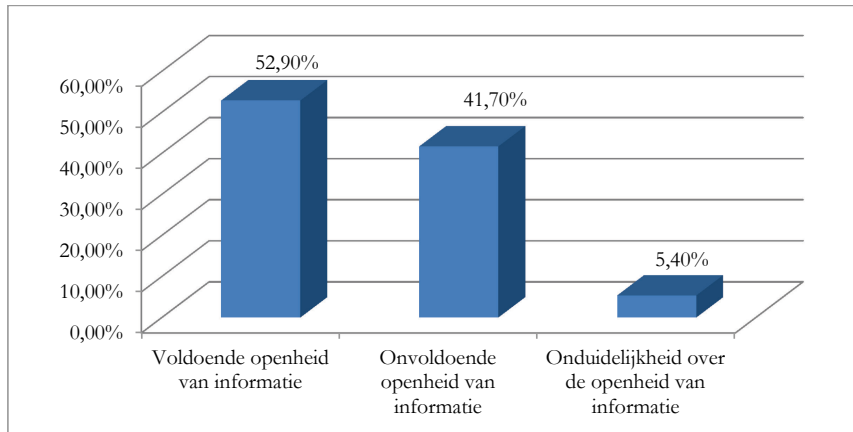
Uit bovenstaande figuur blijkt dat de FCA in ruim 93% van de gevallen van mening was dat de verstrekte adviezen geschikt waren.⁸ Deze resultaten zijn interessant aangezien de toenmalige FSA in 2011 heel andere bevindingen over haar onderzoeken publiceerde. Er werd een onderzoek uitgevoerd tussen maart 2008 en september 2010. Van de 366 dossiers waarvan de geschiktheid onvoldoende was, bleken in 199 gevallen de geadviseerde beleggingen niet te passen bij de risicobereidheid van de cliënt. De geschiktheid van de verstrekte adviezen bleek dus toe te nemen. In het eerder aangehaalde FCA-onderzoek uit 2016 is echter ook bezien of de cliënten voldoende informatie verkregen. Hier waren de resultaten aanzienlijk slechter.

5. Zie bijvoorbeeld het rapport *Kwaliteit Beleggingsdienstverlening 2015* van de AFM (maart 2016). Hier is te lezen (p. 6): 'De AFM verstaat onder de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening het compleet en concreet inwinnen van de relevante en actuele cliëntgegevens (over de financiële positie, doelstelling, risicobereidheid, en kennis en ervaring van de cliënt) en vervolgens het afstemmen van het advies over of beheer van de portefeuille op deze cliëntgegevens'.

6. 'The Assessing Suitability Review', Financial Conduct Authority, mei 2017.

7. Voor een overzicht van de regelgeving in het Verenigd Koninkrijk, vastgelegd in de COBS zie: www.fsa.gov.uk/pubs/policy/key_markets.pdf.

8. Overigens een bevinding die ook zichtbaar is in het Klantbelang Dashboard 2017 van de AFM als het gaat om beleggen. In 2014 was de score (op een schaal van 1-5) nog 2,4, in 2017 is dit 3,6. De AFM constateert dat de nodige verbeteringen zijn doorgevoerd.



Figuur 3. Openheid van informatie door de financiële instellingen (n=1142), FCA april 2016

Het bleek dat veel beleggingsondernemingen met name te weinig openheid betrachtten ten aanzien van de gehanteerde kostenstructuren. Zo werden kosten in een ruime bandbreedte aangegeven. Werd er met een uurtarief gewerkt, dan werd er geen indicatie gegeven van het aantal te verwachten uren per dienst.⁹

Bij het vaststellen van de geschiktheid is het toetsen van (nieuwe) informatie van belang. Het huidige, nog vaak kostbare inwinproces van informatie zal door middel van *profiling* in de toekomst grotendeels zijn gedigitaliseerd. Nu wordt nog uit diverse bronnen relevante informatie ingewonnen en beschikbaar gesteld aan de cliënt en de beleggingsonderneming. Een belangrijk medium hierbij kan een persoonlijke portal voor de cliënt zijn. Tot het moment dat een hogere mate van digitalisering is ingetreden moeten beleggingsondernemingen zich redden met het gereedschap dat nu beschikbaar is. In veel gevallen is dit een verouderd systeem, waarbij de zorgplicht voor het financiële product of hooguit de beleggingsportefeuille bij de beleggingsonderneming centraal staat. Interactie is georganiseerd rondom deze zorgplicht en bestaat vaak uit het afvinken van lijstjes, het vergaren van handtekeningen en het verstrekken van automatische waarschuwingen. Belangrijke determinanten zijn kosten. Door de toenemende verplichtingen neemt het kostenniveau toe, waardoor de winst onder druk komt te staan. Directe handlingskosten vormen naast potentiële (juridische en dus financiële) risico's belangrijke beslisfactoren om een dienst wel of niet te blijven aanbieden.

Om dit beeld te vormen is vaak veelvuldige interactie met de cliënt noodzakelijk en worden diverse systemen geraadpleegd om een eenduidig en goed onderbouwd beeld te vormen. Om dit te kunnen doen in een landschap waar systemen vaak verouderd zijn en waar de cliëntinteractie nogal eens productgedreven is, vormt het efficiënt samenstellen van het cliëntbeeld tegen acceptabele kosten een ware uitdaging.

De vraag is hoe ver deze controle dient te gaan en welk doel het dient. Moeten openbare bronnen geraadpleegd worden om de kwaliteit van de verkregen informatie te toetsen? Waarom zou dit gedaan worden? Als de cliënt het niet nodig

9. Zie 'The Assessing Suitability Review', FCA, mei 2017, p. 4.

vindt om accurate informatie te verstrekken, dan is hij klaarblijkelijk niet overtuigd van het belang ervan. Daarbij is het de vraag wat inconsistenties zijn en of deze in redelijkheid voor de beleggingsonderneming waarneembaar zijn. Hoe het ook zij, onder MiFID II zal er een ware informatiesunami ontstaan vanuit en naar de niet-professionele belegger.

Iedere beleggingsonderneming die beleggingsadvies aan cliënten geeft of vermogensbeheer-diensten voor cliënten verleent dient zich goed te realiseren dat de verantwoordelijkheden onder MiFID II zijn toegenomen en de verplichtingen zijn aangescherpt. In de hoofdstukken hieronder gaan we nader in op de verplichtingen als het gaat om *consumer protection*. Daarbij richten wij ons op de dienstverlening voor de niet-professionele belegger en duiden hem aan als 'cliënt'.

9.3 De werking van het ken uw cliënt-beginsel onder MiFID II

De begrippen 'passendheid' en 'geschiktheid' worden in de praktijk nogal eens verward. Onder MiFID I en II wordt met 'geschiktheid' bedoeld dat, voordat een bepaalde beleggingsdienst en vervolgens een beleggingsportefeuille aan een belegger mag worden voorgesteld, een beleggingsonderneming moet vaststellen wat de persoonlijke omstandigheden zijn van de belegger. 'Passendheid' wil zeggen dat een beleggingsdienst of een voorgenomen transactie moet aansluiten bij de beleggingskennis en -ervaring van een belegger. Laten we ons eerst richten op de 'geschiktheidstoetsing'. Beleggingsondernemingen die zich richten op beleggingsadvies¹⁰ en vermogensbeheer¹¹ zullen een steeds beter beeld moeten krijgen van de persoonlijke (financiële) situatie van de cliënt. Daarbij maakt het overigens niet uit of dit advies door een persoon of geautomatiseerd wordt gegeven.¹²

9.3.1 Geschiktheidstoetsing

Bij het vaststellen of de beleggingsdienst 'vermogensbeheer' of 'beleggingsadvies' of een voorgenomen transactie binnen een van deze twee diensten geschikt is voor een cliënt, spelen aspecten als beleggingskennis en -ervaring, risicotolerantie, beleggingshorizon, financiële positie en doelstellingen een belangrijke rol.

Door informatie van de cliënt in te winnen dient de beleggingsonderneming in staat te zijn te beoordelen of transacties die aan de cliënt geadviseerd worden of door de beleggingsonderneming worden uitgevoerd in het kader van vermogensbeheer in lijn zijn met de beleggingsdoelstellingen van de cliënt en geen risico's opleveren die de cliënt niet kan dragen. Tenslotte dienen transacties die geadviseerd worden of in het kader van vermogensbeheer worden uitgevoerd, geen risico's met

10. De definitie van 'beleggingsadvies': 'het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer transacties die met financiële instrumenten verband houden' (artikel 4 lid 1 sub (1, nr. 4 Directive 2014/65/EU).
11. Onder 'vermogensbeheer' wordt verstaan: 'het per cliënt op discretionaire basis beheren van portefeuilles op grond van een door de cliënten gegeven opdracht, voor zover die portefeuilles één of meer financiële instrumenten bevatten' (artikel 4 lid 1 sub (1, nr. 8 Directive 2014/65/EU).
12. De cliënt dient dezelfde bescherming te genieten bij geautomatiseerd advies als bij advies door een persoon. Anders gesteld: het financieel advies (inclusief beleggingsadvies) dient passend te zijn. Ongeacht de wijze waarop het verstrekt wordt. De Minister van Financiën was voornemens om dit doel te bereiken door het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen aan te passen per 1 juli 2017 en nadere eisen te stellen aan geautomatiseerd advies. Hier is vooralsnog vanaf gezien na reacties van marktpartijen.

zich mee te brengen die de cliënt niet begrijpt. Artikel 54 van de Commission Delegated Regulation 2017/565 brengt in dit opzicht een verduidelijking aan ten opzichte van MiFID I: een vermogensbeheercliënt dient in staat te zijn de risico's die het beheer van de portefeuille met zich brengt te begrijpen. Het is echter niet nodig dat deze cliënten de risico's van iedere transactie in het kader van het vermogensbeheer onderkennen.

Op een aantal onderdelen zijn de ken uw cliënt-verplichtingen onder MiFID II verscherpt. Onderstaand een overzicht van de hoofdonderwerpen van de geschiktheidstoets.

Wat?	Hoe?
Beleggingskennis en -ervaring van de cliënt	Bestaand onder MiFID I: <ul style="list-style-type: none"> a. het soort beleggingsdiensten en financiële instrumenten waarmee de cliënt vertrouwd is en; b. de aard, het volume en de frequentie van de transacties in financiële instrumenten van de cliënt en de periode waarin deze zijn verricht; en c. de opleiding en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep van de cliënt.
De financiële situatie van de cliënt	Bestaand onder MiFID I ¹³ : <ul style="list-style-type: none"> a. de bron en omvang van de periodieke inkomsten; b. het vermogen (liquide middelen, totale beleggingen en onroerend goed); en c. de financiële verplichtingen van de cliënt; Nieuw onder MiFID II: <ul style="list-style-type: none"> d. het vermogen van de cliënt om verliezen te dragen.
De beleggingsdoelstellingen en risicotolerantie van de cliënt	Bestaand onder MiFID I/Wft: <ul style="list-style-type: none"> a. de duur van de periode waarin de cliënt de belegging wenst aan te houden; b. zijn voorkeur wat betreft het nemen van bepaalde risico's; c. zijn risicoprofiel; en d. het doel van de belegging.

Onder MiFID II dient als nieuw onderdeel van de geschiktheidstoets in kaart gebracht te worden wat de capaciteit van de cliënt is om beleggingsverliezen financieel op te vangen; ook wel 'verliescapaciteit' genoemd. Deze nieuwe bepaling zorgt in de praktijk voor veel onduidelijkheid.

13. De verplichting om informatie in te winnen inzake 'risicotolerantie' vormde geen onderdeel van MiFID I, maar is wel opgenomen in MiFID II. Op grond van artikel 4:23 Wft dienden Nederlandse beleggingsondernemingen deze informatie al sinds 2007 van cliënten in te winnen.

Voorbeeld 1

Een cliënt stelt dat er € 500.000 aanwezig moet zijn voor de aflossing van de hypothecaire geldlening op 1 januari 2032. Om deze doelstelling te realiseren wordt er belegd in aandelen. Het vaststellen van de verliescapaciteit kan dan ook alleen als er een vermogensdoelstelling is vastgelegd. Vervolgens zal de verliescapaciteit een buffer voor potentiële vermogensverlies aangeven. De vraag dringt zich echter op wat te doen indien de financiële markten onder druk komen te staan. Dalen de koersen van de effecten dusdanig dat het buffervermogen slinkt, dan zullen er keuzes gemaakt moeten worden. Wat te doen? Verlies nemen?

Wat dient hier nu precies getest te worden met de ‘verliescapaciteit’? De Engelse toezichthouder FCA¹⁴ heeft hierover het volgende gesteld: ‘By “capacity for loss” we refer to the customer’s ability to absorb falls in the value of their investment. If any loss of capital would have a materially detrimental effect on their standard of living, this should be taken into account in assessing the risk that they are able to take’. Vrij vertaald betekent dit dat bezien dient te worden of een cliënt in staat is om een waardedaling van zijn belegging op te vangen. Heeft een waardeverlies aanzienlijke invloed op zijn levensstandaard, dan zal een product of dienst die dat risico met zich meebrengt hoogstwaarschijnlijk ongeschikt zijn.

Voorbeeld 2

In het geval een cliënt aanvullend inkomen naast zijn pensioen nodig heeft, is het van belang dat de beleggingsonderneming allereerst vaststelt welk bedrag dat is en voor welke periode deze benodigd is. Voorts dient vastgesteld te worden welk beleggingsprofiel dit aanvullend inkomen gaat faciliteren. Daarna zal bezien moeten worden welke beleggingsverliezen er mogelijkwerwijs geleden kunnen worden (op basis van bijvoorbeeld een scenario-analyse) en welke impact dit kan hebben op het aanvullend inkomen. Belangrijk voor de beleggingsonderneming is de vraag of de cliënt deze mogelijke verliezen kan dragen. Dit dient vervolgens zorgvuldig vastgelegd te worden.

Een beleggingsonderneming dient de ‘risicotolerantie’ en ‘beleggingsdoelstellingen’ bij zowel de professionele als niet-professionele belegger zorgvuldig vastgelegd te hebben.¹⁵ Het begrip ‘beleggingsdoelstellingen’ wordt in de praktijk nogal eens verward met ‘beleggingsdoelen’. Met een ‘doel’ wordt een algemene toekomstige gewenste staat of besteding van het vermogen bedoeld. Bijvoorbeeld: vermogensgroei of aanvulling op het toekomstig pensioen of het waardevast houden van het vermogen. Terwijl met ‘doelstelling’ wordt gerefereerd aan een eindstaat van het vermogen op een zeker moment.¹⁶

14. In: ‘Finalised guidance Assessing suitability: Establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection’, Financial Services Authority, March 2011.

15. Zie artikel 54 lid 2 sub a Commission Delegated Regulation 2017/565.

16. Zie ‘MiFID II: Suitability and Appropriateness’, Ronald Janssen, Arthur Kilian en Tom Loonen, september 2016. Hier is op pagina 12 te lezen: ‘Many investment firms refer to client’s “goals”. A

Met de ingewonnen informatie zal de beleggingsonderneming de geschiktheid van de beleggingsdienst, maar ook voorgenomen transacties in (gebundelde¹⁷) financiële instrumenten¹⁸ moeten vaststellen. Zijn de voorgenomen transacties congruent met de opgegeven doelstellingen, de risicobereidheid en de verliescapaciteit van de (potentiële) cliënt?

Ten aanzien van de hoeveelheid informatie die ingewonnen moet worden spelen omstandigheden een belangrijke rol. Wordt er bijvoorbeeld belegd voor de langere termijn of met meerdere doelstellingen, dan stelt dit andere (lees: zwaardere) eisen dan bij een defensieve kortetermijnbelegging. Ook persoonlijke omstandigheden kunnen van belang zijn. De Europese toezichthouder ESMA stelt hierover: ‘(...) *more in-depth information would usually need to be collected for older and potentially vulnerable clients asking for investment advice services for the first time*’.¹⁹ Dus ook demografische kenmerken (zoals leeftijd) kunnen een rol spelen. Tevens betekent dit dat het opleidingsniveau van de cliënt bepalend kan zijn voor de mate van informatie-inwinning. Afhankelijk hiervan zal verder moeten worden doorggevraagd of bijvoorbeeld met controlevragen te worden nagegaan of de cliënt de vragen heeft begrepen. De hierboven besproken verduidelijking in artikel 54 inzake het begrip van risico’s door de cliënt in een vermogensbeheerrelatie brengt met zich mee dat de mate en wijze van informatiewinning tenslotte ook afhankelijk zijn van de dienst die wordt verstrekt.

9.3.1.1 Onvoldoende informatie

Vraagt de beleggingsonderneming de hiervoor genoemde informatie niet of onvoldoende op, dan mag de beleggingsonderneming geen beleggingsdiensten aanbieden of verrichten. Een andere situatie is wanneer een cliënt niet bereid is bepaalde informatie te verstrekken. Met deze ‘bepaalde informatie’ wordt dan informatie bedoeld die noodzakelijk is om de geschiktheid van de belegging of dienst vast te stellen. Deze ‘noodzakelijk geachte informatie’ moet beschikbaar zijn om een beleggingsdienst te verstrekken of financiële instrumenten te kunnen adviseren en bestaat uit informatie waardoor de beleggingsonderneming kan vaststellen of de cliënt in staat is de belangrijke risico’s van de voorgenomen belegging te begrijpen en de financiële risico’s daarvan te kunnen dragen.²⁰ Volgens ESMA is er een gradatie in deze noodzakelijke informatie te maken. Naarmate de complexiteit en ri-

typical difference between goals and “objectives” is that the latter are bound by time and have been quantified’.

17. Wanneer er overeenkomstig artikel 24 lid 11 Directive 2014/65/EU, een bundel van diensten of producten wordt overwogen, dient bij de beoordeling te worden nagegaan of het gehele gebundelde pakket passend is. Dit zal in de praktijk meer voorkomen bij verzekeringsproducten dan bij beleggingsproducten. Toch zou men kunnen betogen dat een beleggingsonderneming bij gestructureerde producten moet kijken of dit beter is voor de cliënt dan het aanschaffen van de losse onderdelen van dit product. Ook het beleggen met behulp van effectenkrediet kan tot een ‘bundeld package’ leiden.
18. Overigens is het begrip ‘financieel instrument’ onder MiFID II uitgebreid. Zie artikel 4 lid 1 sub 16 en 17 Directive 2014/65/EU.
19. In: ‘Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements’ van 21 augustus 2012, p. 9 (punt 37).
20. Zie artikel 25 lid 2 Directive 2014/65/EU en artikel 54 lid 2 Commission Delegated Regulation 2017/565.

sico's van het financiële instrument en de aard en omvang van de beleggingsdienst toeneemt, zullen de informatie-eisen toenemen.

Voorbeeld 3

Krijgt een cliënt alleen beleggingsprofielen met niet-complexe beleggingsfondsen (UCITS) aangeboden/geadviseerd, dan zal dit andere informatieplichten met zich meebrengen dan de situatie waarbij eenzelfde cliënt speculatieve optieconstructies aangeboden kan krijgen in een beleggingsadviesportefeuille.

9.3.1.2 *Kwaliteit van de verkregen informatie*

De verkregen informatie dient dusdanig te zijn dat er in redelijkheid een geschiktheidstoetsing kan worden afgenomen en, indien er een beleggingsadvies wordt gegeven door de beleggingsonderneming, een geschiktheidsverklaring verstrekt kan worden. Onder MiFID I mocht de beleggingsonderneming nog grotendeels vertrouwen op de informatie die de cliënt verstrekke. Wist de beleggingsonderneming of had deze kunnen weten dat deze informatie duidelijk gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig was, dan moest de verkregen informatie nader onderzocht worden. Onder MiFID II dienen beleggingsondernemingen echter alle redelijke maatregelen te treffen om zeker te stellen dat de ingewonnen informatie betrouwbaar is.²¹ Daartoe dienen beleggingsondernemingen onder meer:

- ervoor te zorgen dat cliënten zich bewust zijn van de noodzaak om accurate en actuele informatie te verstrekken;
- deugdelijke beoordelingen uitvoeren over de kennis, ervaring en risicobereidheid van de cliënten;
- ervoor te zorgen dat de hulpmiddelen die zij gebruiken om de geschiktheid vast te stellen op zichzelf geschikt zijn voor dit doel;
- zorg te dragen dat de vragen die gesteld worden ook daadwerkelijk begrepen worden door de cliënten;
- maatregelen te nemen om ervoor te zorgen dat de verkregen informatie van de cliënt consistent is en vaststellen of de gegeven antwoorden in redelijkheid accuraat zijn.

Voorts stelt ESMA voor dat de beleggingsonderneming de verkregen informatie toetst tegen eigen bronnen. Dit betekent dat beleggingsondernemingen niet blind mogen vertrouwen op 'doe-het-zelf'-tests waarbij de cliënt diens beleggingskennis en -ervaring of financiële situatie moet toetsen.²² Met eigen bronnen wordt enerzijds bedoeld 'eigen waarneming(en)', maar ook informatie die 'onder de bank is'. Dit laatste is het geval indien de beleggingsonderneming ook traditionele bankdiensten verstrekt. Kennis over verstrekte bankleningen, maar ook andere uitstaande schulden en verplichtingen zijn dan beschikbaar. Onduidelijk is of dergelijke be-

21. Zie artikel 54 lid 7 Commission Delegated Regulation 2017/565.

22. Zie 'Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements', ESMA, 21 August 2012, (ESMA/2012/387), p. 9 en 10 (punten 41a en 41b). Op 13 juli 2017 is ESMA een consultatie gestart om deze richtlijnen te herzien. De aangepaste richtlijnen zijn op moment van opleveren van dit hoofdstuk nog niet gepubliceerd.

leggingsondernemingen er dan voor dienen te zorgen dat al deze informatie, die mogelijk afkomstig zal zijn uit verschillende systemen, centraal beschikbaar is, als er al geen belemmeringen zijn die privacywetgeving in dit opzicht mogelijk opwerpt. Het belang van bovenstaande aandachtspunten neemt toe naarmate er minder interactie met de cliënten is. In dit opzicht besteedt ESMA in haar consultatiedocument 'Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements' (13 juli 2017) bijzondere aandacht aan het zogenoemde *robo-advice* en de verzwaarde informatieplicht inzake de geschiktheidstoetsing door beleggingsondernemingen die zich van een dergelijke vorm van dienstverlening bedienen.

Dit brengt ons op de vraag hoe vaak informatie geactualiseerd zou moeten worden. In een publicatie²³ van de AFM van 28 februari 2014 wordt op pagina 23 gesteld: 'Het is belangrijk dat de adviseur periodiek (bij voorkeur jaarlijks en bij belangrijke life events) verifieert of de verschillende aspecten van het cliëntbeeld zijn veranderd.' Over de wijze waarop dit zou moeten gebeuren is de AFM duidelijk op dezelfde pagina: 'De AFM verwacht wel dat de adviseur over de relevante aspecten van de cliënt periodiek controlevragen stelt om te bepalen of de relevante aspecten van de cliënt zijn gewijzigd (...). Dit geldt in het bijzonder voor de financiële positie, doelstelling en risicobereidheid van de cliënt.' ESMA stelt daarnaast dat ook de wijze van beleggen een rol zou moeten spelen in de frequentie van het actualiseren van informatie. Hierover stelt zij in haar 'Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements' van 21 augustus 2012 op pagina 11: 'A higher risk profile is likely to require more frequent updating than a lower risk profile'. Ook stelt ESMA, evenals de AFM, dat er omstandigheden zijn die een actualisering van de verkregen informatie noodzakelijk maken. Zij stelt eveneens op pagina 11 van het voornoemde document: 'Certain events might also trigger an updating process; this could be so, for example, for clients reaching the age of retirement'. Kortom, inzicht in de gewijzigde omstandigheden kan zorgen voor een verplichting tot actualisering.

9.3.2 Geschiktheidsverklaring bij beleggingsadvies

Onder MiFID II zijn beleggingsondernemingen verplicht een zogenaamde 'geschiktheidsverklaring' te verstrekken als onderdeel van beleggingsadvisering. Deze verklaring dient verstrekt te worden voordat een cliënt een transactie verricht. De verklaring moet op een duurzame drager²⁴ verstrekt worden op het moment dat er een beleggingsadvies gegeven wordt. Indien er sprake is van een beleggingsadvies op afstand die de voorafgaande verstrekking van de verklaring belet (zoals telefonisch), kan de verklaring na het sluiten van de transactie worden verstrekt. In dat geval dient de cliënt te hebben ingestemd met het ontvangen van de verklaring na het sluiten van de transactie en dient de beleggingsonderneming de cliënt de mogelijkheid te hebben geboden de transactie uit te stellen teneinde de verklaring vooraf te ontvangen. Dit beleggingsadvies kan bestaan uit een koop- of verkoopadvies, maar kan evenzogoed een 'houden'-advies betreffen. Het verrichten van een

23. Zie Rapport Kwaliteit van beleggingsdienstverlening van 28 februari 2014 van de AFM.

24. Onder 'duurzame drager' wordt conform artikel 4 lid 1, punt 62 Directive 2014/65/EU verstaan: 'a) dat een cliënt in staat stelt om persoonlijk aan hem gerichte informatie op zodanige wijze op te slaan dat deze achteraf gedurende een voor het doel van de informatie toereikende periode kan worden geraadpleegd; en b) waarmee de opgeslagen informatie ongewijzigd kan worden gereproduceerd'. Ook een beveiligd gedeelte van een website waarnaar een cliënt bijvoorbeeld middels een e-mailbericht wordt verwezen, kan als 'duurzame drager' gelden.

transactie is derhalve niet relevant voor de verplichting om een geschiktheidsverklaring te moeten verstrekken.²⁵ Als het advies bestaat uit een aanbeveling tot handelen, dan dient de geschiktheidsverklaring pretransactioneel verstrekt te worden.²⁶ Ook als de cliënt geen transactie verricht naar aanleiding van een gegeven koop- of verkoopadvies dient er toch een geschiktheidsverklaring te worden verstrekt.

Wat dient deze geschiktheidsverklaring te bevatten? Allereerst dient er een schets gegeven te worden van het gegeven beleggingsadvies. Aannemelijk lijkt dat hier de geadviseerde actie (koop/verkoop/houden), het betreffende instrument en het volume waarop het advies betrekking heeft bedoeld worden. Voorts dient er een toelichting gegeven te worden waarom de beleggingsonderneming van mening is dat de aanbeveling geschikt is. Daarbij dient er rekening te worden gehouden met de doelstellingen, de (persoonlijke) omstandigheden ten aanzien van risicotolerantie en de verliescapaciteit van de cliënt.

Indien het waarschijnlijk is dat de portefeuille af gaat wijken van de afgesproken allocaties, wat kan leiden tot de noodzaak om de portefeuille te 'rebalancen', dienen cliënten erop gewezen te worden dat het verstandig is hierover regelmatig in overleg te treden met de beleggingsonderneming.²⁷

Bij beleggingsadvies kan het daarbij voorkomen dat een cliënt op eigen instigatie een transactie wil doorvoeren. Ook in dat geval zal de geschiktheid hiervan vastgesteld moeten worden, dus niet alleen in het geval een advies gegeven wordt. Met de introductie van de 'geschiktheidsverklaring' is dit niet veranderd. Wel kan hier, zoals later te lezen is, onduidelijkheid over ontstaan. Er zijn in de praktijk hybride bedieningsmodellen ontstaan. Er is met de cliënt wel een adviesovereenkomst, maar zodra deze eigen transacties initieert dan worden deze onder de titel 'execution only' verricht. Wij zijn van mening dat dit onnodige onduidelijkheid aan de zijde van de cliënt met zich meebrengt. Daarbij lijkt het ook niet in de geest van de regelgeving. Er is immers een adviesovereenkomst waarbij een geschiktheidsverklaring dient te worden verstrekt.

Voorbeeld 4 Verruilen van beleggingen

Een cliënt krijgt het advies om 1000 aandelen Royal Dutch Shell te ruilen voor Esso. Voor dit advies krijgt de cliënt een geschiktheidsverklaring. Hij wil echter slechts 500 aandelen verruilen en de rest houden. Met betrekking tot het door de beleggingsonderneming te verstrekken nieuwe advies zal dan een nieuwe geschiktheidsverklaring opgemaakt moeten worden. Staat hierin dat het aanhouden van de 500 aandelen Royal Dutch Shell ongeschikt is? Of dat het verruilen van 50% van het bedrag in Royal Dutch Shell naar Esso te laag is en dus ook ongeschikt is?

Wenst een cliënt te handelen tegen het advies van de beleggingsonderneming in, dan dient de cliënt geïnformeerd te worden dat de voorgenomen transactie niet geschikt is voor hem en wat de risico's kunnen zijn indien de cliënt persisteert.

25. Zie Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA, 10 July 2017 (ESMA 35-43-349).

26. Zie artikel 25 lid 6 Directive 2014/65/EU.

27. Zie artikel 54 lid 12 en overweging 85 Commission Delegated Regulation 2017/565.

Ook met betrekking tot dit advies zal een geschiktheidsverklaring dienen te worden opgemaakt.

Voorbeeld 5 Andere handeling

Een cliënt krijgt het advies om 1000 aandelen ABN AMRO te kopen. Dit moet uit de liquide middelen komen. Er wordt een geschiktheidsverklaring verstuurd. De cliënt wil hier niet op ingaan. Hij wil voor hetzelfde bedrag aandelen Deutsche Bank kopen. Hier heeft de beleggingsonderneming geen opinie over. Zij onthoudt zich dus van advies. Toch past het opnemen van aandelen binnen de bandbreedtes van het gekozen portefeuilleprofiel. Er is voldoende kennis en ervaring, diens risicobereidheid, financiële positie en beleggingshorizon. Vanuit dat perspectief is het dus 'geschikt'. Hoe nu te communiceren? Anders gesteld: staat het feit dat een beleggingsonderneming geen opinie heeft over een belegging gelijk aan het niet hoeven/kunnen afgeven van een geschiktheidsverklaring?

Het lijkt dus alsof de criteria om beleggingen als 'geschikt' te beoordelen als het ware gekanteld zijn. Het adviseren over beleggingen die niet gevolgd worden zal niet snel gebeuren. Wat er in dit verband bedoeld wordt met 'niet gevolgd' is natuurlijk multi-interpretabel. Het volgen van een aandeel door een individuele beleggingsadviseur staat niet gelijk aan het vervaardigen van researchrapporten over een onderneming. Dit kan betekenen dat beleggingsondernemingen aandelen waar geen research naar gedaan wordt, min of meer automatisch als 'niet-geschikt' zullen classificeren.

Daarnaast moet een beleggingsonderneming bij beleggingsadvies duidelijk aangeven of het wenselijk is dat er een periodieke geschiktheidstoets wordt afgenomen en een geschiktheidsverklaring wordt afgegeven ten aanzien van de betreffende instrumenten of dienst.²⁸ In het geval van vermogensbeheer is een periodieke geschiktheidstoets verplicht.²⁹ Wordt een periodieke geschiktheidsverklaring (zowel in het kader van vermogensbeheer als beleggingsadvies) door de beleggingsonderneming afgegeven, dan zal de frequentie hiervan afgestemd moeten zijn op het risicoprofiel. Anders gesteld: een cliënt met een risicovoller beleggingsprofiel zal vaker een periodieke geschiktheidstoets moeten ontvangen dan een cliënt met een minder risicovol beleggingsprofiel. De periodieke geschiktheidsverklaring dient echter minimaal jaarlijks te worden verstrekt. Daarnaast dient het voor de cliënt duidelijk te zijn welke omstandigheden aanleiding vormen voor een herhaalde geschiktheidstoetsing en op welke wijze de cliënt deze ontvangt.

Als er dan in het MiFID II-tijdperk een beleggingsadvies wordt gegeven (bijvoorbeeld een wijziging in de portefeuille of het uitoefenen van optierechten), dan dient de beleggingsonderneming voorafgaand aan deze aanbeveling te beoordelen of de baten de kosten in redelijkheid zullen overtreffen. Dit hoeft niet bevestigd te worden aan de eindbeleggers, maar wel intern vastgelegd te worden.

28. Zie artikel 54 lid 12 Commission Delegated Regulation 2017/565.

29. Zie artikel 25 lid 6 Directive 2014/65/EU.

Voorbeeld 6

Een cliënt belegt in geschreven callopties. Het onderliggende aandeel daalt fors en de geschreven callopties raken 'far out-of-the-money'. Gezien de korte resterende looptijd is de kans dat deze opties aangewezen worden uiterst klein. Het terugkopen van deze positie kan weliswaar deze kleine kans elimineren, maar brengt ook kosten met zich mee. De beleggingsonderneming dient in dit soort gevallen een overweging te maken tussen te maken transactiekosten en risico's.

Dat de beleggingsadviseur in bijzondere situaties terecht kan komen blijkt wel uit voorbeeld 7.

Voorbeeld 7

Een actieve beleggingsadviescliënt belegt in vele optieposities. Dagelijks belt hij met zijn beleggingsadviseur om te bespreken of er nog transacties doorgevoerd moeten worden. Wat dient er in dit verband te gebeuren? Alle posities worden even doorgenomen. Dient er een geschiktheidsverklaring verstrekt te worden op alle posities aangezien er een 'houd'-advies gegeven is?

9.3.3 Geschiktheidsrapport bij vermogensbeheer

In geval van vermogensbeheer dient de beleggingsonderneming uiteraard ook de pretransactionele geschiktheid van de beleggingen te toetsen. Dit was al het geval onder MiFID I en wijzigt niet onder MiFID II. Een nieuwe verplichting is echter dat periodiek een verantwoording van de geschiktheid dient te worden verstrekt: naast een overzicht van transacties en kosten, zal er tevens een rapport moeten worden opgenomen over de wijze waarop de beleggingen die worden aangehouden in de beheerportefeuille aan de voorkeuren, doelstellingen en andere relevante kenmerken van de cliënt voldoen.

Het geschiktheidsrapport hoeft 'slechts' jaarlijks te worden verstrekt, maar indien 'risicovoller' wordt belegd zal het rapport frequenter moeten worden uitgebracht. De frequentie van deze rapportage dient vervolgens afgestemd te zijn op het risico-profiel van de cliënt. Wat hiermee exact bedoeld wordt blijft onduidelijk.

Hoewel de inhoudelijke eisen in principe gelijk zijn aan de eisen die gelden voor de geschiktheidsrapportage aan adviescliënten, zal een geschiktheidsrapport bij vermogensbeheer-cliënten meer een retrospectief karakter hebben.

9.3.4 Passendheidstoetsing bij execution only

Beleggingsdiensten aan cliënten waar geen beleggingsadvies wordt gegeven of waarbij geen beheerhandelingen worden verricht worden gezamenlijk 'execution only'-diensten genoemd. Hier is geen geschiktheidstoets van toepassing. Sterker, wil een cliënt beleggen in niet-complexe financiële instrumenten³⁰ dan is er in zijn geheel geen passendheidstoetsing nodig. Dit betekent dat in dat geval niet hoeft

30. Zie artikel 25 lid 4 Directive 2014/65/EU.

te worden vastgesteld of de dienst ‘execution only’ passend is voor de cliënt noch of er voldoende beleggingskennis en -ervaring is in de betreffende niet-complexe financiële instrumenten (de passendheidstoets). Een mogelijkheid waarvan, zo bleek uit een recente consultatie over de passendheidstoets onder beleggingsondernemingen door de AFM, nauwelijks gebruik wordt gemaakt. Let wel, onder MiFID II is het aantal financiële instrumenten dat geclassificeerd wordt als ‘niet-complex’ verder beperkt. Zo zijn twee nieuwe type complexe instrumenten toegevoegd: instrumenten die een clausele, conditie of trigger kennen waardoor de kenmerken of risico’s van het financieel instrument of de uitkeringen fundamenteel veranderen en instrumenten die expliciete of impliciete uitstapkosten kennen waardoor de beleggingen onaantrekkelijk worden.³¹ Wordt een financieel instrument onder MiFID II niet expliciet genoemd als ‘niet-complex’ of wordt een order uitgevoerd of doorgegeven in combinatie met een effectenkrediet, dan dient het financieel instrument als ‘complex’ te worden beschouwd.

Dit betekent dat alleen aandelen, obligaties, beleggingsfondsen (en dan alleen niet-gestructureerde UCITS), niet-gestructureerde deposito’s en geldmarktinstrumenten nog als ‘niet-complex’ kunnen gelden. Andere beleggingsfondsen (AIF’s bijvoorbeeld), complexere obligaties (denk aan Steepeners en perpetuele leningen) en derivaten vallen onder ‘complexe financiële instrumenten’. Daarnaast zijn in de gedelegeerde verordening³² een aantal criteria opgenomen op basis waarvan andere financiële instrumenten eventueel als ‘niet-complex’ gekwalificeerd kunnen worden. In de Richtsnoeren voor complexe schuldinstrumenten en gestructureerde deposito’s³³ heeft ESMA tenslotte verduidelijkt wanneer obligaties en deposito’s als complex instrument gekwalificeerd dienen te worden. Overigens betekent het limiteren van het aantal niet-complexe financiële instrumenten dat er in vrijwel alle gevallen een pretransactionele passendheidstoets verricht zal moeten worden.

Onder MiFID II wijzigt niet alleen het aantal instrumenten dat als ‘complex’ wordt betiteld, ook de wijze waarop de passendheidstoets wordt afgenomen zal veranderen. Werd de passendheidstoets precontractueel afgenomen (of wanneer de cliënt in een nieuw financieel instrument wilde beleggen waarvan de kennis en/of ervaring niet getoetst was), onder MiFID II zal de kennis en ervaring (continu) pretransactioneel getoetst moeten worden. Weliswaar kan de conclusie dat er pretransactioneel getoetst moet worden niet direct herleid worden uit de gedelegeerde verordening, maar wel indirect. Immers, in artikel 56 lid 2 sub b is te lezen: *‘any warning given to the client where the investment service or product purchase was assessed as potentially inappropriate for the client, whether the client asked to proceed with the transaction despite the warning and, where applicable, whether the firm accepted the client’s request to proceed with the transaction.’*

Feitelijk is de passendheidstoets een uitgekledede geschiktheidstoetsing, waarbij de passendheidstoets niet op een duurzame drager vastgelegd hoeft te worden.

31. Zie artikel 38 MiFID Implementing Directive.

32. Zie artikel 57 Commission Delegated Regulation 2017/565.

33. Zie Guidelines on complex debt instruments and structured deposits, ESMA, 4 februari 2016 (ESMA/2015/1787).

Hieronder een overzicht van de informatie³⁴ die dient te worden ingewonnen bij de cliënt:

Wat? ³⁵	Hoe?
De beleggingskennis en -ervaring van de cliënt zodat de beleggingsonderneming kan vaststellen of de financiële instrumenten en beleggingsdiensten die men wil afnemen passend zijn	<p>Het type financiële dienst(en), transactie(s) en financiële instrument(en) waarmee de cliënt vertrouwd is;</p> <p>de aard, het volume en de frequentie van de transactie(s) verricht in financiële instrumenten en de periode waarover deze zijn verricht door de cliënt;</p> <p>het opleidingsniveau en het beroep of, voor zover relevant, het vroegere beroep van de cliënt of potentiële cliënt.</p>

Hoe om te gaan met bestaande situaties per 3 januari 2018? Met name de situatie waarbij in het verleden geen passendheidstoets is uitgevoerd en/of de situatie dat een financieel instrument verschuift van niet-complex naar complex is hier van belang. In ieder geval zullen alle transacties die verricht worden onder het MiFID II-regime moeten voldoen aan de vigerende richtlijnen.

Belegt een belegger in financiële instrumenten die onder MiFID I geclassificeerd werden als niet-complex maar nu (onder MiFID II) 'complex' zijn? Dan zal de beleggingskennis en -ervaring met dit financieel instrument alsnog ingewonnen moeten worden in geval van nieuwe transacties in deze financiële instrumenten.

9.3.5 Bijzondere aspecten ten aanzien van het ken uw cliënt-beginsel onder MiFID II

Een bijzondere omstandigheid doet zich voor indien er meerdere personen in de beleggingsrelatie betrokken zijn. Voorbeelden hiervan zijn een rekening op naam van meerdere personen zoals een echtpaar, of een rekeninghouder die een gevolmachtigde heeft benoemd. Ook indien een overeenkomst met een rechtspersoon is aangegaan zullen natuurlijke personen uiteindelijk de beleggingsbeslissingen nemen. Het is de vraag bij wie in deze gevallen informatie ten behoeve van de geschiktheidstoetsing ingewonnen moet worden. De beleggingsonderneming zal voor deze gevallen een beleid dienen vast te stellen.³⁶ Dit beleid dient te bepalen hoe de geschiktheidstoets in dit geval dient te worden afgenomen en met name welke informatie van welke (rechts)personen in dit kader dient te worden ingewonnen.

34. Conform artikel 25 lid 3 Directive 2014/65/EU en artikel 55 Commission Delegated Regulation 2017/565.

35. Beleggingsondernemingen mogen aannemen dat deze execution only-dienstverlening passend is indien de cliënt geclassificeerd is als 'professioneel' of als een 'in aanmerking komende tegenpartij'.

36. Zie artikel 54 lid 6 Commission Delegated Regulation 2017/565, een gedeeltelijke codificatie van de in 2012 gepubliceerde ESMA Guidelines.

In haar consultatie inzake geschiktheidseisen³⁷ heeft ESMA nadere richtlijnen voorgesteld voor deze gevallen. Zo stelt ESMA dat beleggingsondernemingen cliënten vooraf moeten informeren over het opgestelde beleid en de gevolgen daarvan voor de cliënten.

Dit beleid zal in ieder geval dienen te vermelden dat in twee gevallen de informatie met betrekking tot kennis en ervaring enerzijds en de informatie met betrekking tot de financiële situatie en de doelstellingen anderzijds van verschillende (rechts)personen dienen te worden ingewonnen. Heeft een natuurlijk persoon een gevolmachtigde benoemd, dan zullen de financiële situatie en de beleggingsdoelstellingen³⁸ van de cliënt zelf in acht genomen dienen te worden, aangezien deze de financiële gevolgen van beleggingstransacties zal ondervinden. Om te kunnen vaststellen dat degene die de beleggingsbeslissing neemt de daarvoor benodigde beleggingskennis of -ervaring heeft, zal de beleggingsonderneming deze informatie van de gevolmachtigde dienen in te winnen. Wordt de geschiktheidstoets afgenomen van een rechtspersoon die heeft verzocht als 'professionele belegger' te worden aangemerkt, dan zullen de financiële situatie en doelstellingen van de rechtspersoon in kaart moeten worden gebracht. ESMA merkt hierover overigens op dat dit het geval zou moeten zijn voor alle rechtspersonen, ongeacht of deze als professioneel belegger wens te worden geclassificeerd.

Lastiger is de situatie wanneer er sprake is van meerdere cliënten die gezamenlijk een beleggingsdienst afnemen. Van wie dient in dit geval informatie te worden ingewonnen? Volgens ESMA zou in dit geval het beleid van de beleggingsonderneming in eerste instantie aansluiting moeten zoeken bij een eventueel van toepassing zijnde wettelijk regime. Hiermee wordt bedoeld op situaties waarin er bijvoorbeeld sprake is van een wettelijk vertegenwoordiger voor een minderjarige cliënt, een handelingsonbekwame of handelingsonbevoegde cliënt. Indien er geen wettelijk regime is dat voldoende duidelijkheid verschaft, dient op dit vlak een eigen beleid ontwikkeld te worden. Duidelijk dient daarbij te zijn van wie welke informatie wordt ingewonnen en wat daarvan de gevolgen zijn voor cliënten. ESMA stelt twee mogelijke oplossingen voor: door de gezamenlijke cliënten kan een vertegenwoordiger worden aangewezen waarvan vervolgens de beleggingskennis en -ervaring in kaart wordt gebracht, of alle individuele cliënten worden betrokken bij de geschiktheidstoetsing.

In het eerste geval zal in principe informatie over de financiële situatie en beleggingsdoelstellingen van alle betrokken cliënten worden ingewonnen, tenzij de cliënten ermee instemmen dat deze informatie slechts van een persoon wordt ingewonnen. Indien een vertegenwoordiger wordt aangewezen zal dit tot gevolg hebben dat de betrokken cliënten ermee in moeten stemmen dat niet alle cliënten beleggingsinhoudelijk contact kunnen hebben met de beleggingsonderneming en dat transacties slechts kunnen plaatsvinden op instructie van de aangewezen vertegenwoordiger. Mochten de cliënten er onderling niet uitkomen, dan zal de beleggingsonderneming voor de geschiktheidstoetsing uit moeten gaan van de persoon

37. Zie 'Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements', ESMA consultation, 13 juli 2017.

38. Conform artikel 54 lid 5 Commission Delegated Regulation 2017/565 inclusief gegevens over de duur van de periode waarin de cliënt de belegging wenst aan te houden, diens voorkeur wat betreft het nemen van bepaalde risico's, diens risicoprofiel en de bedoeling van de belegging.

met de zwakste financiële situatie, de meest conservatieve doelstellingen en de minste beleggingskennis en -ervaring.

Dit laatste uitgangspunt zou volgens ESMA ook moeten gelden indien het beleid van de beleggingsonderneming bepaalt dat alle individuele cliënten worden betrokken bij de geschiktheidstoetsing. Uitgaan van de gemiddelden van deze kenmerken van de verschillende betrokken cliënten voor de geschiktheidstoetsing is hierbij volgens ESMA geen optie.

Duidelijk is dat het vaststellen van een beleid op dit punt en het helder communiceren hierover richting cliënten voor zowel de beleggingsonderneming als de cliënt van belang is.

9.3.6 Kwaliteit van de verkregen informatie en de bewaring ervan

MiFID II introduceert nieuwe en aangescherpte eisen voor het bewaren van gegevens met betrekking tot de geschiktheidstoetsing. In het kader van de geschiktheidstoetsing dienen ten minste de volgende gegevens te worden bewaard:

- het resultaat van de geschiktheidstoetsing;
- eventuele aan de cliënt gegeven waarschuwingen indien een beleggingsdienst of aankoop van een beleggingsproduct niet geschikt werd geacht voor de cliënt, of de cliënt heeft verzocht de transactie toch uit te voeren, en indien van toepassing, of de beleggingsonderneming het verzoek van de cliënt heeft geaccepteerd;
- eventuele waarschuwingen die de beleggingsonderneming aan de cliënt heeft gegeven indien onvoldoende informatie van de cliënt is ontvangen om een geschiktheidstoetsing uit te voeren, of de cliënt heeft verzocht de transactie toch uit te voeren ondanks de waarschuwing en, indien van toepassing, of de beleggingsonderneming het verzoek van de cliënt heeft geaccepteerd.³⁹

Is de (potentiële) belegger niet bereid om informatie over diens kennis en ervaring te verstrekken of is deze informatie onvoldoende, dan zal de beleggingsonderneming moeten waarschuwen dat zij niet in staat is om vast te stellen of de aangeboden beleggingsdienst of het aangeboden product of financieel instrument voor hen passend of geschikt is. Deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt. Indien de beleggingsonderneming oordeelt dat het instrument of de dienst voor de cliënt of de potentiële cliënt niet-passend of geschikt is, waarschuwt zij de (potentiële) belegger. Ook deze waarschuwing mag in gestandaardiseerde vorm worden verstrekt. Van belang is dat de beleggingsonderneming deze waarschuwing(en) documenteert. Tevens zal moeten worden vastgelegd of de (potentiële) belegger, ondanks de waarschuwing, uiteindelijk de dienst heeft afgenomen of de transactie heeft verricht, teneinde te voorkomen dat het publiekrechtelijk niet-geschikt verklaren van een transactie niet tot civielrechtelijke aansprakelijkheidsstelling zal leiden.

39. Zie artikel 56 lid 2 Commission Delegated Regulation 2017/565.

9.3.7 Product governance en samenloop met de geschiktheids- en passendheidstoetsing

Naast de aangescherpte geschiktheidstoetsing introduceert MiFID II zogenaamde ‘product governance’ oftewel productontwikkelingsvereisten die voor verdere bescherming van de cliënt moeten zorgen. Zo dient de beleggingsonderneming al voordat er beleggingsdiensten worden verleend, de *target markets* van haar cliënten in kaart te brengen. Deze product governance vereisten moeten het risico verkleinen dat gedragsregels zoals de geschiktheidstoetsing niet de beoogde werking hebben. De kern van de ‘product governance’-regels ziet erop toe dat beleggingsondernemingen een proces dienen te hebben voor de ontwikkeling, goedkeuring en evaluatie van beleggingsproducten, waarbij voor ieder beleggingsproduct een doelgroep moet worden geïdentificeerd. Daarbij dient rekening te worden gehouden met de behoefte, karakteristieken en doelstellingen van cliënten die in de betreffende doelgroep vallen. Ook dient vastgesteld te worden voor welke groepen cliënten het beleggingsproduct juist niet geschikt is en voor welke vormen van dienstverlening producten beschikbaar zijn. Een voor beheercliënten geschikt product is immers niet noodzakelijkerwijs geschikt voor advies- of execution only cliënten.

Dit vereiste geldt voor beleggingsondernemingen die beleggingsproducten ontwikkelen maar ook distributeurs van beleggingsproducten dienen te beschikken over een productontwikkelingsproces. Indien er voor een beleggingsproduct een doelgroep is bepaald door een ontwikkelaar geldt het uitgangspunt dat een door een distributeur vast te stellen doelgroep binnen de door deze ontwikkelaar vastgestelde doelgroep dient te vallen. Distributeurs kunnen wel specifiekere doelgroepen vaststellen. Zoals ESMA voor de diensten vermogensbeheer en beleggingsadvies op basis van een portefeuillebenadering terecht heeft ingezien, kunnen bepaalde beleggingsinstrumenten die zijn opgenomen als onderdeel van een portefeuille in afwijking van de door een ontwikkelaar vastgestelde target markt opgenomen worden in een beleggingsportefeuille.⁴⁰ Hiervan kan sprake zijn in geval van een hedge of diversificatie binnen de portefeuille. ESMA gaat er echter wel van uit dat indien een ontwikkelaar een zogenaamde ‘negatieve target market’ heeft vastgesteld (dat wil zeggen voor welke doelgroep het betreffende beleggingsproduct niet bestemd is), hiervan slechts zelden afgeweken kan worden. In dit kader zal het voor beleggingsondernemingen van belang zijn goed vast te leggen dat van de door de ontwikkelaar aangegeven *target market* wordt afgeweken in de portefeuillebenadering. Immers, indien een beleggingsproduct achteraf niet aan de verwachtingen van de cliënt blijkt te hebben voldaan, zal in een eventuele procedure al snel een beroep worden gedaan op de door de ontwikkelaar vastgestelde *target market* ten einde aan te tonen dat het betreffende instrument niet in de beleggingsportefeuille van de cliënt had moeten worden opgenomen.

De *target markets* worden in kaart gebracht met behulp van de gegevens van de eindcliënt waarover de beleggingsondernemingen (zowel ontwikkelaars als distributeurs) beschikken. Op basis daarvan dienen cliënten met vergelijkbare kenmerken (kennis en ervaring, financiële situatie, risicotolerantie, doelstellingen) gegroepeerd

40. Zie Final Report on MiFID II product governance requirements, ESMA, 2 juni 2017 (ESMA35-43-620).

te worden in een target market en dient beoordeeld te worden welke producten en *target markets* met elkaar verenigbaar zijn.

De samenloop tussen geschiktheidstoetsing en product governance bestaat eruit dat de gegevens die beleggingsondernemingen verzamelen en vastleggen in het kader van de geschiktheidstoetsing tevens gebruikt worden om de *target markets* van de aan te bieden beleggingsproducten vast te stellen. Daarnaast zal een correcte identificatie van de *target markets* eraan bijdragen dat de beleggingsproducten terecht komen bij de beleggers voor wie het product uiteindelijk is ontwikkeld. Des te beter de product governance regels werken, des te kleiner is het risico dat de vereisten inzake beleggersbescherming die gelden op het moment van verkoop niet werken. Anders gesteld: als een distributeur ex ante goed zicht heeft op de kenmerken van de beleggingsproducten en zijn target market goed kent, verkleint dit de kans op een adviesmismatch.

9.4 Onafhankelijk en niet-onafhankelijk beleggingsadvies

Eerder bespraken we de nieuwe eisen voor de geschiktheidstoetsing onder MiFID II. Naast de geschiktheidsverklaring is er nog een belangrijke wijziging onder MiFID II ten aanzien van beleggingsadvisering.⁴¹ Er dient aangegeven te worden aan de cliënt of de beleggingsonderneming niet-onafhankelijk of onafhankelijk beleggingsadvies aanbiedt. Daarbij maakt MiFID II onderscheid tussen ‘gewoon’ beleggingsadvies en onafhankelijk beleggingsadvies.

Om zich ‘onafhankelijk adviseur’ te mogen noemen dient de beleggingsonderneming aan bepaalde voorwaarden te voldoen.⁴² Belangrijkste voorwaarde om onafhankelijk adviseur genoemd te mogen worden is dat de beleggingsonderneming, voordat zij een beleggingsadvies geeft, een groot aantal financiële instrumenten in ogenschouw moet hebben genomen en op basis van een grondige analyse moet bepalen welke instrumenten aan specifieke cliënten worden geadviseerd. De in de analyse betrokken instrumenten moeten voldoende divers zijn wat type en emitenten of productaanbieders betreft om ervoor te zorgen dat de beleggingsdoelstellingen van de cliënt naar behoren kunnen worden gerealiseerd. Dit betekent onder meer dat niet alleen of voornamelijk producten (of instrumenten) mogen worden geadviseerd die door de betreffende beleggingsonderneming zelf of aan haar gelieerde ondernemingen zijn ontwikkeld, uitgegeven of beheerd. Dit geldt overigens ook voor financiële instrumenten die betrekking hebben op de eigen beleggingsonderneming, zoals bijvoorbeeld obligaties en converteerbare obligaties.

Om aan de verplichting om een voldoende aantal financiële instrumenten in de analyse te betrekken invulling te kunnen geven, moet de beleggingsonderneming over een selectieprocedure beschikken. De selectieprocedure moet met name waarborgen dat:

- het aantal beschouwde financiële instrumenten en de diversiteit ervan in verhouding staan tot de reikwijdte van de diensten die door de onafhankelijke

41. Zie ook ‘Aandachtspunten voor vermogensbeheerders met eigen aanbieder van beleggingsfondsen’, december 2015, laatst aangepast op 3 januari 2018.

42. Eisen op dit gebied zijn opgenomen in artikel 24 lid 4 en artikel 24 lid 7 Directive 2014/65/EU en artikel 52 en 53 Commission Delegated Regulation 2017/565.

- beleggingsadviseur worden aangeboden. Dit dient op een duurzame drager (bijvoorbeeld schriftelijk) te gebeuren en ‘in a clear and concise way’⁴³;
- het aantal beschouwde financiële instrumenten en de diversiteit ervan voldoende representatief zijn voor de op de markt verkrijgbare financiële instrumenten;
 - de hoeveelheid financiële instrumenten die door de beleggingsonderneming zelf of door entiteiten met nauwe banden met de beleggingsonderneming worden uitgegeven, in evenredigheid is met de totale hoeveelheid beschouwde financiële instrumenten; en
 - de selectie van de financiële instrumenten die kunnen worden aanbevolen niet bevooroordeeld is, door criteria te formuleren voor de selectie van de diverse financiële instrumenten op basis van risico’s, kosten en complexiteit, alsook de kenmerken van de cliënten van de beleggingsonderneming.

Wanneer een beleggingsonderneming zich ‘onafhankelijk beleggingsadviseur’ wil noemen dient zij hierover transparant te zijn richting cliënten. Het is van belang om bij het vraagstuk over onafhankelijk en niet-onafhankelijk beleggingsadvies onder MiFID II een goed onderscheid te maken en te houden als het gaat om het (de)selecteren van financiële instrumenten enerzijds en het uiteindelijk adviseren hiervan aan de eindcliënt. Zijn er financiële instrumenten (of producten) waarbij plaatsing c.q. aankoop van direct commercieel belang is voor de beleggingsonderneming, dan zal aangegeven moeten worden wat die relatie behelst (of dit een eigen entiteit is of derden).

ESMA⁴⁴ stelt dat de onafhankelijke analyse van beschikbare financiële instrumenten zo nu en dan (‘occasionally’) kan leiden tot het adviseren van financiële instrumenten waarbij de beleggingsonderneming een direct commercieel belang heeft. Indien een onafhankelijk adviseur stelselmatig financiële instrumenten adviseert waarbij de beleggingsonderneming een commercieel belang heeft, verwacht ESMA dat de adviseur een grondig onderzoek instelt naar de vraag of het cliëntbelang is geschaad. Uit dit onderzoek zal moeten blijken hoe de selectie van de betreffende financiële instrumenten tot stand is gekomen, met name dat de selectie is gebeurd na analyse van een voldoende aantal beschikbare financiële instrumenten. Dit onderzoek moet op verzoek aan toezichthouder en cliënten verstrekt kunnen worden. ESMA stelt hierbij overigens dat het waarschijnlijk is dat het routinematig adviseren van dergelijke financiële instrumenten een ‘probleem’ oplevert voor de adviseur, althans in het kader van onafhankelijke advisering.

Ook wanneer de beleggingsonderneming zich niet-onafhankelijk kan (of wil) noemen moet dit duidelijk aan cliënten worden gecommuniceerd.

9.5 Informatie- en waarschuwingsverplichtingen als beleggers-bescherming

MiFID II heeft aanvullende rapportageplichten geïntroduceerd met het oogmerk additionele bescherming aan beleggers te bieden. In de eerste plaats zullen vermo-

43. Zie Final Report ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, ESMA, 19 december 2014 (2014/1569).

44. Zie Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA, 10 July 2017 (ESMA35-43-349).

gensbeheercliënten geïnformeerd dienen te worden indien de waarde van hun portefeuille met 10% is afgenomen in een rapportageperiode ten opzichte van de waarde van de portefeuille aan het begin van de betreffende rapportageperiode. Ook bij iedere volgende 10% waardedaling zal de cliënt een bericht dienen te ontvangen. Deze informatie dient op de dag waarop de 10% daling wordt overschreden verstrekt te worden. Beleggingsondernemingen dienen deze waardering ten minste dagelijks op te maken. Uiteraard is het mogelijk dat er gedurende een rapportageperiode vermogen wordt toegevoegd aan de beheerportefeuille. In dit geval dient voor de berekening van de waardedaling van de beleggingsportefeuille dit toegevoegde vermogen te worden opgeteld bij de totale waarde van de beleggingsportefeuille aan het begin van de betreffende rapportageperiode.⁴⁵

Voorts dient er – op instrumentniveau – gerapporteerd te worden aan cliënten indien posities in financiële instrumenten met een hefboomwerking 10% in waarde zijn gedaald ten opzichte van de initiële waarde, alsmede bij iedere verdere 10% daling. Ditzelfde geldt voor transacties waarbij een voorwaardelijke verplichting wordt aangegaan. Ook deze rapportage dient plaats te vinden op de dag waarop de overschrijding van de 10% waardedaling plaatsvindt. Net als in geval van bovengenoemde rapportagevereiste met betrekking tot een waardedaling van een beleggingsportefeuille is een doorlopende waardering niet noodzakelijk. Deze mag ook dagelijks op een vast moment gedaan worden.

De richtlijn bevat geen definitie van een ‘instrument met een hefboomwerking’. In het algemeen zal van een hefboomwerking sprake zijn als een financieel instrument zelf een hefboomwerking kent en daardoor een groter verlies kan opleveren dan de initiële investering. Daarnaast zal ook sprake zijn van een hefboomwerking indien financiële instrumenten met geleend geld zijn aangekocht. ESMA lijkt in het kader van deze verplichting echter uit te gaan van een hefboomwerking indien het financiële instrument zelf een hefboomwerking kent. Daarmee is beleggen met geleend geld niet onderhevig aan de rapportageverplichting. Van een transactie met een ‘voorwaardelijke verplichting’ zal sprake zijn indien de transactie een groter verlies kan opleveren dan de investering die met de transactie gemoeid is, zoals een Contract For Difference (CFD).

De verplichting om cliënten te informeren over een 10% waardedaling van instrumenten met een hefboomwerking of een voorwaardelijke verplichting geldt per instrument, tenzij expliciet anders overeengekomen met de cliënt. Ook kunnen beleggingsondernemingen met cliënten overeenkomen dat de waardedaling wordt berekend over de totale waarde van alle instrumenten met een hefboomwerking of een voorwaardelijke verplichting.

Met betrekking tot de verplichting om cliënten te informeren over een 10% waardedaling van instrumenten met een hefboomwerking of een voorwaardelijke verplichting, stelt ESMA⁴⁶ dat dit met zich meebrengt dat, indien de cliënt hiervoor expliciet toestemming geeft, tevens aan dit vereiste wordt voldaan door cliënten op de hoogte te stellen van de 10% waardedaling van de totale portefeuille als hierboven genoemd. Zeker in geval van vermogensbeheerdiensten kunnen hiermee door beleggingsondernemingen administratieve lasten worden vermeden, maar

45. Zie voetnoot 40.

46. Zie voetnoot 40.

– zoals vermeld – cliënten dienen hiermee in te stemmen. Ten slotte geldt dat cliënten op ieder moment hun instemming kunnen intrekken.

Van belang is dat bovengenoemde rapportages aan de cliënt dienen te worden gedaan op de dag waarop de betreffende waardedaling zich voordoet. Dit betekent dat cliënten hiervan per e-mail op de hoogte dienen te worden gesteld of – indien geen e-mailadres van de cliënt bekend is – de cliënten per telefoon of SMS bereikt moeten worden. Aangezien de benodigde waarderingen dagelijks op een vast moment gedaan mogen worden en niet doorlopend uitgevoerd hoeven te worden, hebben beleggingsondernemingen de mogelijkheid de waardering vroeg op de dag uit te voeren, waarna de rest van de dag beschikbaar is om cliënten te informeren. Het is wat ons betreft de vraag wat het praktisch nut is voor vermogensbeheercliënten van een melding dat hun portefeuille met 10% in waarde is gedaald. Welke actie kan door een cliënt genomen worden na ontvangst van de melding? Verondersteld mag worden dat de vermogensbeheerder op dat moment de juiste beleggingsbeslissing neemt en het lijkt onwaarschijnlijk dat de cliënt hier beter toe in staat is aangezien emoties de overhand kunnen hebben.

9.6 Kritische noten

MiFID II is net geïmplementeerd. Het effect ervan zal moeten blijken. Toch durven wij hier al een aantal kritische noten te plaatsen over de effectiviteit.

Onder MiFID II worden cliënten veelvuldig en diepgaand geïnformeerd over (bijvoorbeeld) beleggingskosten. Ook het verstrekte advies wordt herhaald en op een duurzame drager opnieuw verstrekt. Daarbij wordt vooral aandacht besteed aan de geschiktheid van het gegeven beleggingsadvies. In de praktijk zal dit bestaan uit het verstrekken van een korte e-mail waarbij er vinkjes staan bij de relevante ‘ken uw cliënt’-aspecten zoals beleggingskennis en -ervaring, beleggingshorizon en risicotolerantie. De vraag zou moeten zijn wat het gewenste resultaat is van deze handeling. Er zal snel een weggklikgedrag ontstaan vanuit de cliënt. Mogelijk ontstaat er een (beperkte) inhoudelijke discussie over de geschiktheid van beleggingen in zijn algemeenheid. Veel eerder brengt het een ‘indekcultuur’ met zich mee. Daarnaast *kunnen* beleggingsondernemingen periodiek hun verstrekte adviezen als het ware bundelen en opnieuw aangeven waarom deze (destijds) geschikt waren. Dit dan met behulp van een periodieke geschiktheidsverklaring. De praktijk zal leren dat hier nauwelijks gebruik van zal worden gemaakt door beleggingsondernemingen. Immers, wat is het beoogde resultaat van een dergelijke periodieke hertoetsing van de gegeven adviezen? Dient de beleggingsonderneming alle gegeven adviezen op een rijtje te zetten en achteraf nogmaals te beoordelen of deze geschikt waren? Dat lijkt weinig zinvol. Het periodiek toetsen van de gehele portefeuille en eventuele door de cliënt op eigen initiatief aangekochte instrumenten toetsen aan het risicoprofiel lijkt zinvoller. Overigens zal blijken dat de dienst beleggingsadvies arbeidsintensiever (en dus duurder) wordt waardoor veel beleggingsondernemingen deze dienst niet langer zullen aanbieden, of alleen beschikbaar stellen voor (zeer) grote beleggingsportefeuilles.

Ook het verplichte periodieke geschiktheidsrapport bij vermogensbeheer heeft een keerzijde. Bij individueel vermogensbeheer (waarbij de beleggingsportefeuille tailormade wordt ingevuld) is het opstellen van een dergelijk geschiktheidsrapport zeer arbeidsintensief en foutgevoelig. Het resultaat zal zijn dat ‘individueel vermo-

gensbeheer' (waarbij beleggingsbeslissingen niet centraal genomen en uitgevoerd worden) alleen nog voor grote beleggingsportefeuilles beschikbaar is. Dit brengt een verdere verschraling van het dienstenaanbod met zich mee.

Binnen vermogensbeheer bestaat de verplichting om de cliënt te waarschuwen op het moment dat zijn beleggingsportefeuille met 10% of meer gedaald is (zie paragraaf 9.5). Of het zinvol is om ex post te waarschuwen voor een daling die reeds heeft plaatsgevonden, achten wij discutabel. Wordt de cliënt geacht hierop actie te ondernemen? En hoe verhoudt zich dat tot het grotere belang van het vaststellen, monitoren en behalen van de financiële doelstelling onder MiFID II waardoor de zorgplicht van de beleggingsonderneming lijkt te zijn verzwakt? Het zal voor (onnodige) onrust kunnen zorgen in de relatie tussen de cliënt en de beleggingsonderneming. Zeer ongewenst, zeker indien er een zorgvuldig intakeproces heeft plaatsgevonden, waarbij een lange beleggingshorizon is overeengekomen en er gewaarschuwd is voor de risico's van beleggen.

Als het gaat om execution only dan lijkt deze dienst op het eerste gezicht maar beperkt te lijden onder de nieuwe verplichtingen onder MiFID II. Dit is echter maar de vraag. Het aantal financiële instrumenten waarbij de beleggingskennis en -ervaring niet meer getoetst hoeft te worden is zeer beperkt. Daarnaast moet, net als bij de geschiktheidstoetsing bij vermogensbeheer en beleggingsadvies, iedere transactie onder execution only pre-transactieel getoetst te worden, hetgeen extra werk met zich meebrengt. Ook over de effectiviteit van de passendheidstoets zijn wij kritisch. Draagt het echt bij tot een verbetering van het besliskader van de cliënt? Is er enige kans op het hebben van onvoldoende beleggingskennis? Dan volgt een automatische waarschuwing aan het adres van de cliënt. Overigens is het de vraag op basis van welke informatie deze waarschuwing wordt verstrekt. In tegenstelling tot de geschiktheidstoetsing ligt er bij de passendheidstoets geen verzwaarde plicht om de verkregen informatie additioneel te toetsen. Ook het periodiek reviewen van de verkregen informatie is, opmerkelijk genoeg, niet verplicht.

Dit brengt ons bij de verplichtingen ten aanzien van product governance. Het is niet ondenkbaar dat het productaanbod ten gevolge van de product governance regels zal gaan versralen. Dit kan het geval zijn indien productontwikkelaars een (te) voorzichtige houding nemen en een enge target market gaan vaststellen waar distributeurs niet eenvoudig vanaf kunnen wijken. Verder is er een kritische opmerking te maken over het vaststellen van *target markets* met betrekking tot execution only cliënten. Over het algemeen zal de informatie van deze cliënten waarover beleggingsondernemingen beschikken beperkt zijn tot informatie over kennis en ervaring. Hoe nu om te gaan met de door ontwikkelaars vastgestelde *target markets* ten aanzien van deze cliënten? De enige mogelijkheid lijkt hier om alle door ontwikkelaars vastgestelde *target markets* gewoonweg beschikbaar te maken voor execution only cliënten. Dit lijkt niet de bedoeling te zijn van deze nieuwe regels.

Tot slot. Wij zijn van mening dat het zeer wenselijk is om een aantal maatregelen onder MiFID II te toetsen op effectiviteit en doelmatigheid. De AFM heeft in het recente verleden aangegeven hiervoor open te staan. Zo werd er door de AFM eind 2016 eigenhandig een rapport opgesteld over de effectiviteit van de ex ante waarschuwing 'Let op! Geld lenen kost geld' bij kredietverlening. Uit dit rapport bleek dat deze waarschuwing geen onmiddellijk effect had op het gedrag van consumenten wanneer zij online een lening afsluiten. Een kritische houding naar de kosten-

batenverhouding van opgelegde verplichtingen is in onze ogen noodzakelijk om zo te sturen op determinanten die effectief zijn en in de geest van de wetgeving te blijven handelen.