

Product governance regime onder MiFID II

mr. F.M.A. 't Hart en mr. M. Heltzel¹

MiFID II introduceert een *product governance* regime dat met name van toepassing zal zijn op (bank) beleggingsondernemingen en andere beleggingsdienstverleners. Beleggingsdienstverleners dienen zich te houden aan regels die in essentie tot doel hebben ervoor te zorgen dat door hen ontwikkelde producten aansluiten op de financiële behoefte van de beoogde doelgroep. Deze regels hebben verder tot doel om te waarborgen dat de desbetreffende producten ook door de beoogde doelgroep (en niet door anderen) worden afgenomen.

De reikwijdte van het *product governance* regime onder MiFID II is ruimer dan het huidige (Nederlandse) regime dat geldt voor andere financiële dienstverleners dan beleggingsdienstverleners. Het *product governance* regime onder MiFID II schept immers niet alleen verplichtingen voor de beleggingsdienstverlener die het product ontwikkelt of aanbiedt, maar ook voor de beleggingsdienstverlener die het product distribueert. Aanbieder en distributeur hebben daarbij ieder een eigen verantwoordelijkheid. Deze publicatie is een eerste verkenning van dit *product governance* regime²

1. Achtergrond aanleiding regelgeving

Opvallend is het dat relatief weinig aandacht is besteed aan de aanleiding of reden om een *product governance* regime in het leven te roepen. In de Preambule van MiFID II staat hierover vermeld:

'Beleggingsondernemingen moeten dienovereenkomstig de kenmerken van de aangeboden of aanbevolen financiële instrumenten begrijpen en effectieve gedragsregels en regelingen vaststellen en herzien om vast te stellen aan welke categorie cliënten producten en diensten mogen worden aangeboden. De lidstaten moeten erop toezien dat de beleggingsondernemingen die financiële instrumenten ontwikkelen, ervoor zorgen dat die producten worden ontwikkeld om te beantwoorden aan de behoeften van een geïdentificeerde doelmarkt van eindcliënten binnen de relevante categorie cliënten, redelijke stappen ondernemen om ervoor te zorgen dat de financiële instrumenten worden verdeeld op de geïdentificeerde doelmarkt en de identificatie van de doelmarkt en de prestaties van de producten die zij aanbieden, periodiek opnieuw bekijken.'

Beleggingsondernemingen die hun cliënten financiële instrumenten aanbieden of aanbevelen die zij niet zelf hebben ontwikkeld, moeten de nodige regelingen treffen om de relevante informatie over de procedure voor de goedkeuring van het product te verkrijgen en te begrijpen, met inbegrip van de geïdentificeerde doelmarkt en de kenmerken van het product dat zij aanbieden of aanbevelen. Deze verplichting moet van toepassing zijn onverminderd een beoordeling van de adequatie of geschiktheid die de beleggingsonderneming eventueel later verricht bij de verlening van beleggingsdiensten aan individuele cliënten op basis van hun persoonlijke behoeften, kenmerken en doelstellingen.'

ESMA heeft op 19 december 2014 een zogenaamd 'Technical Advice' uitgebracht met daarin aanbevelingen ten aanzien van de wijze waarop beleggingsdienstverleners hun productontwikkelingsproces dienen in te richten en hun producten dienen aan te bieden en/of te distribueren. Op dit Technical Advice zullen wij later ingaan.

Naast dit Technical Advice van ESMA zijn er vier andere documenten die in dit kader interessant danwel van belang zijn:

i. Joint position of the European Supervisory Authorities on 'Manufacturers' Product Oversight and Governance Processes'.³ Dit document is met name interessant omdat de verschillende Europese toezichthouders acht beginselen hebben opgesteld waaraan het *product governance* van beleggingsdienstverleners moet voldoen.⁴

3. Joint position of the European Supervisor Authorities on Manufacturers' Product Oversight and Governance Processes, November 2013. JC-2013-77.

4. Zie paragraaf 7 op p. 3 van de Joint position of the

1. Frank 't Hart en Marieke Heltzel zijn beiden werkzaam als advocaat te Amsterdam.

2. Wij zullen de volgende begrippen hanteren (i) beleggingsdienstverlener (beleggingsondernemingen en andere financiële ondernemingen die voor de uitvoering van beleggingsdiensten onder de reikwijdte van MiFID II vallen), (ii) aanbieder (de beleggingsdienstverlener die producten ontwikkelt en door ESMA aangeduid wordt als manufacturer) en (iii) distributeur (de beleggingsdienstverlener die de producten aan het publiek verstrekt en door ESMA aangeduid wordt als distributor).

- ii. Rapport IOSCO 'Regulation of retail structured products'.⁵ Dit document is met name interessant omdat het een beeld geeft van affaires en andere negatieve incidenten die zich in het verleden in verschillende landen hebben voorgedaan bij het aanbieden en distribueren van gestructureerde producten aan consumenten. Eén van de specifieke genoemde negatieve incidenten betreft de deconfiture van Lehmann Brothers en de gevolgen daarvan voor consumenten die hadden belegd in door Lehmann Brothers uitgegeven gestructureerde producten. Ook geeft dit document een goed beeld van de wijze waarop de verkoop en distributie van financiële producten aan het publiek in verschillende landen is gereguleerd, inclusief het handhavingsinstrumentarium dat aan toezichthouders door de wetgever ter beschikking is gesteld. Een treffend voorbeeld van de verscheidenheid waarop de verschillende financiële markten op dit punt zijn gereguleerd, betreft de vraag of reclame-uitingen voorafgaande goedkeuring door de toezichthouder behoeven. In Portugal, België en Frankrijk bestaat de verplichting om reclame en andere communicatie aan het publiek voorafgaand aan de toezichthouder voor te leggen, in Italië bestaat daarentegen geen verplichting om reclame aan de toezichthouder voor te leggen maar de toezichthouder heeft wel de bevoegdheid om reclames te verbieden of op te schorten. Ten slotte wordt ook Nederland in dit rapport genoemd, waar geen voorafgaande toetsing van reclame is voorgeschreven.⁶
- iii. ESMA opinion on 'Structured Retail Products – Good Practices for product governance arrangements'.⁷ Dit document is om twee redenen interessant. Ten eerste, omdat het een beschrijving bevat van enkele kernbegrippen en derhalve kan dienen ter beantwoording van de vraag wanneer een instelling kwalificeert als 'aanbieder' of 'distributeur'. Dit is van belang, aangezien deze kernbegrippen niet in MiFID II worden gedefinieerd (wel worden deze begrippen toegelicht in het Technical Advice van ESMA). Ten tweede, omdat dit document middels *good practices* een nadere invulling geeft van de verschillende verplichtingen die onder het product governance regime zullen gelden.
- iv. Een concreet voorbeeld daarvan is de verplichting voor aanbieders om beleid en procedures te ontwikkelen ten aanzien van hun relatie met distributeurs, waarbij de volgende aspecten

geadresseerd dienen te worden: (a) de criteria en procedures waarmee distributeurs worden geselecteerd, (b) het identificeren van verantwoordelijkheden van de onderlinge verantwoordelijkheden, (c) het verstrekken van informatie ten aanzien van het aangeboden product, (d) het assisteren van distributeurs bij het identificeren van de voorwaarden waaronder het product niet aan de beoogde doelgroep gedistribueerd dient te worden en ten slotte (e) het identificeren van materiele risico's en opbrengsten in het kader van de monitoringsplicht.⁸

- v. EBA 'Technical Advice on criteria and factors for intervention powers concerning structured deposits'.⁹ Dit document bevat in totaal twaalf aanbevelingen (*guidelines*), waarvan acht zich richten op aanbieders en vier op distributeurs. Deze *guidelines* hebben betrekking op de verkoop en distributie van bancaire producten aan het publiek. Daaraan dient echter te worden toegevoegd dat aan 'lokale' toezichthouders in overweging wordt gegeven om de *guidelines* ook van toepassing te laten zijn bij de verkoop en distributie van bancaire producten aan het midden- en kleinbedrijf.¹⁰

Alvorens in te gaan op het Technical Advice dat door ESMA is uitgebracht, volgt hierna eerst een korte beschrijving van de wijze waarop het productontwikkelingsproces in Nederland is gereguleerd voor financiële dienstverleners (waaronder banken en verzekeraars). Het huidige regime geldt dus niet voor beleggingsdienstverleners maar is wel voor beleggingsdienstverleners van belang, nu de verwachting mag bestaan dat de Nederlandse wetgever en ook de Nederlandse toezichthouder – daar waar mogelijk – dezelfde normen en inzichten zal willen hanteren ten aanzien van beleggingsdienstverleners die onder de reikwijdte van het *product governance* regime van MiFID II vallen.

Beleggingsdienstverleners – in het bijzonder banken – die reeds onderworpen zijn aan het huidige regime, zullen hun productontwikkelingsproces zoveel mogelijk willen harmoniseren en de inrichting daarvan zo min mogelijk afhankelijk willen laten zijn van de juridische kwalificatie van het aangeboden financieel product (oftewel één proces introduceren ongeacht of het – bij wijze van voorbeeld – om een hypothecair product, een spaarproduct of een beleggingsproduct gaat).

European Supervisor Authorities on Manufacturers' Product Oversight and Governance Processes.

5. International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), 'Regulation of retail structured products', December 2013, FR 14/13.
6. Zie paragraaf 2 op pagina's 16 en 17 International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), 'Regulation of retail structured products'.
7. ESMA opinion on 'Structured Retail Products – Good Practices for product governance arrangements', 27 March 2014, ESMA/2014/332.

8. Zie paragraaf 27 op p. 10 ESMA opinion on 'Structured Retail Products – Good Practices for product governance arrangements'.

9. Final Report guidelines on product oversight and governance arrangements (POG) dated 15 July 2015 (EBA/GL/2015/18).

10. Zie paragraaf 8 op p. 11 Final Report guidelines on product oversight and governance arrangements: 'competent authorities may wish to consider extending the same protections set out in these Guidelines in relation to persons other than consumers as micro-enterprises and small and medium-sized enterprises (SMEs).'

2. Huidige regelgeving

De Nederlandse wetgever heeft in januari 2013 het productontwikkelingsproces voor het eerst gereguleerd.¹¹ De essentie van deze regelgeving komt erop neer dat financiële ondernemingen (met uitzondering van onder andere beleggingsondernemingen en beheerders van beleggingsinstellingen) bij de ontwikkeling en distributie van hun financiële producten het klantbelang centraal dienen te stellen. Het voorkomen van mis-selling is één van de belangrijke nadere doelstellingen die aan de huidige regelgeving rondom het productontwikkelingsproces ten grondslag ligt.

Voorgeschiedenis

De AFM had al in 2005 een rapport gepubliceerd waarin kritiek werd geuit op processen van banken en verzekeraars bij de ontwikkeling van hun producten.¹² Belangrijke conclusies waren onder andere dat de processen rondom productontwikkeling niet adequaat waren georganiseerd en dat de risico's van de aangeboden producten onvoldoende werden geïnventariseerd en (mede daardoor) onvoldoende werden belicht in de informatie die aan het publiek werd verschaft. In 2008 stelde de Ombudsman Financiële Dienstverlening in zijn openbare aanbeveling rondom beleggingsverzekeringen dat productvoorlichting alleen niet toereikend is, maar dat producten ook een economisch toegevoegde waarde voor de consument dienen te hebben.¹³

Kern huidige regelgeving

De huidige regelgeving is van toepassing op financiële ondernemingen (anders dan beleggingsondernemingen en beheerders van beleggingsinstellingen).¹⁴ Daarbij gaat het om financiële ondernemingen – zoals banken en verzekeraars – die financiële producten aanbieden.

De kern van de wettelijke verplichting komt erop neer dat financiële ondernemingen adequate procedures en maatregelen moeten treffen teneinde zorg te dragen dat bij de ontwikkeling van een financieel product op een evenwichtige wijze re-

kening wordt gehouden met de belangen van de consument (en indien van toepassing de begunstigde van het financieel product) en dat het financieel product aantoonbaar het resultaat is van deze belangenafweging.¹⁵

De huidige regeling bevat dus geen verbod om bepaalde financiële producten aan te bieden. De achterliggende gedachte is evenwel dat de producten die onvoldoende of zelfs niet in het belang van de klant zijn, niet worden aangeboden.

AFM Toetskaders

De AFM heeft twee toetskaders gepubliceerd met het oog op de wettelijke verplichting om een ordentelijk productontwikkelingsproces in te richten. Het eerste toetskader heeft betrekking op de inrichting van het proces zelf.¹⁶ In deze leidraad worden zes criteria genoemd waaraan voldaan zou moeten worden. Ten eerste de verplichting om de verantwoordelijkheden rondom het productontwikkelingsproces duidelijk en op een voldoende hoog niveau binnen de organisatie te beleggen. Ten tweede het vereiste om voldoende zelfkritisch vermogen te organiseren. Ten derde de verplichting om de doelgroep van de producten goed af te bakenen. Ten vierde het vereiste dat voorzien dient te worden in scenarioanalyses en productvergelijkingen. Ten vijfde de verplichting om het product aan te laten sluiten op andere relevante processen in de keten. En tenslotte (als zesde) de verplichting om producten tijdig te evalueren.

Het tweede toetskader heeft betrekking op de inhoudelijke beoordeling van de producten.¹⁷ Deze criteria had de AFM reeds voor de introductie van de regelgeving gepubliceerd in een uit juni 2011 daterend rapport over de arbeidsongeschiktheidsverzekering voor zelfstandigen.¹⁸ In dit rapport heeft de AFM de zogenaamde KNVB-criteria geïntroduceerd. Dit zijn vier criteria waaraan financiële producten - tenminste - getoetst dienen te worden. Het eerste criterium is dat een product kostenefficiënt dient te zijn. Dit betekent dat het product vanuit het perspectief van de klant waar voor zijn geld moet bieden. Ten tweede dat een product nuttig is voor de consument. Nuttig betekent dat het product op passende wijze invulling geeft aan een behoefte van een bepaalde groep klanten. Ten derde het criterium dat een product veilig dient te zijn. Veiligheid brengt met zich dat een product onder verschillende omstandigheden doet wat het beoogt en dat de uitkomsten acceptabel zijn voor de doelgroep. En ten slotte het criterium dat een product begrijpelijk dient te zijn. Onder begrijpelijkheid verstaat de

11. Deze regelgeving – in de wandelgangen aangeduid als Bgfo 3 – is door de wetgever geïntroduceerd tezamen met andere regelgeving die gemeenschappelijk tot doel hebben om het klantbelang centraal te stellen. Andere regelgeving die de wetgever gelijktijdig heeft geïntroduceerd, is het provisieverbod, de kennis- en ervaringstoets en diverse transparantievoorschriften.

12. AFM 'Voortdurende zorgplicht: generieke rapportage van het onderzoek naar zorgplicht bij ontwikkeling en verkoop van producten', oktober 2005.

13. Deze kritiek moet worden geplaatst in het licht van de opvatting van de Ombudsman dat te veel consumenten een beleggingsverzekering hadden afgesloten, terwijl een dergelijke verzekering niet of onvoldoende aansloot op hun daadwerkelijke financiële behoefte. Mis-selling dus.

14. Zie art. 32 lid 7 Bgfo.

15. Zie art. 32 lid 1 Bgfo.

16. AFM 'Huidige toetskader voor proces', te vinden op www.afm.nl.

17. AFM 'Huidige toetskader voor producten', te vinden op www.afm.nl.

18. AFM rapport 'Arbeidsongeschiktheidsverzekeringen voor zelfstandigen (AFM wijst verzekeraars op gebreken arbeidsongeschiktheidsverzekering)', d.d. juni 2011.

AFM dat het taalgebruik in de informatie die aan de klant verschaft wordt aansluit bij de doelgroep.

AFM Guidance

De AFM heeft in de afgelopen jaren ook specifieke guidance gepubliceerd met betrekking tot enkele specifieke producten, waaronder de woonlastenverzekering,¹⁹ de natura-uitvaartverzekering²⁰ en het spaardeposito.²¹ De AFM heeft in deze guidance onder meer de KNVB-criteria uitgewerkt.

De 'veiligheid' van bijvoorbeeld een spaardeposito brengt volgens de AFM onder andere met zich dat een boete bij voortijdige beëindiging van het deposito in verhouding moet staan tot (i) de daadwerkelijke kosten die door een bank gemaakt worden, en (ii) de mogelijke opbrengsten die een klant krijgt bij oversluiting van het deposito. Een ander onderdeel van de 'veiligheid' is dat bij onvoorziene en impactvolle gebeurtenissen (zoals overlijden, schuldsanering, arbeidsongeschiktheid en werkloosheid) voor de klant geen hoge drempel mag bestaan om over het geld op het deposito te kunnen beschikken. Verder brengt het criteria 'begrijpelijkheid' volgens de AFM met zich dat klanten tijdig (en indien nodig verschillende malen) worden geïnformeerd over het vrijvallen van het deposito (en de mogelijkheden die de klant heeft na het vrijvallen van het deposito).

De beide toetskaders en ook de guidance die de AFM ten aanzien van een aantal producten heeft gepubliceerd, maken duidelijk dat niet alleen eisen worden gesteld ten aanzien van het productontwikkelingsproces maar ook ten aanzien van de inhoudelijke toetsing van de ontwikkelde financiële producten.

3. Reikwijdte

De reikwijdte van het product governance regime onder MiFID II is niet eenduidig vast te stellen. Dat wordt onder andere veroorzaakt door het feit dat MiFID II geen definities kent van de gehanteerde kernbegrippen. Enkele belangrijke kernbegrippen zullen wij hierna toelichten.

Het product governance regime zal van toepassing zijn op *investment firms*. Hieronder worden niet alleen verstaan banken en beleggingsondernemingen die beleggingsdiensten verlenen, maar ook beheerders van bepaalde beleggingsinstellingen (AIF en UCIT), voor zover zij beleggingsdiensten verlenen.²² Effectenuitgevende instellingen die geen be-

leggingsdiensten verlenen (denk aan een obligatie uitgifte door Ahold) vallen niet onder dit begrip.

Het product governance regime zal niet alleen gelden voor financiële instrumenten,²³ maar ook voor de verkoop en de advisering van gestructureerde (spaar-)deposito's.²⁴

Het product governance regime onder MiFID II maakt onderscheid tussen 'aanbieder' en 'distributeur'. Deze begrippen zijn niet gedefinieerd maar worden door ESMA wel nader toegelicht in haar Technical Advice van 19 december 2014.

Het begrip 'aanbieder' moet volgens ESMA breed worden uitgelegd:

*'ESMA is of the view that Article 16 (3) subparagraph 2 of MiFID II takes an intentionally broad approach to 'manufacturers' which aims at ensuring that the requirements apply to a large scope of firms and situations.'*²⁵

Een beleggingsdienstverlener wordt als 'aanbieder' aangemerkt indien deze een financieel instrument: 'create, develop, issue and/or design'.²⁶ Hieronder vallen tevens 'investment firms advising corporate issuers on the launch of new securities'.²⁷ Het begrip 'aanbieder' uit MiFID II is dus breder dan het begrip 'aanbieden' in de zin van art. 1:1 Wft.

ESMA geeft ook aan het begrip 'distributeur' een brede uitleg:

*'Distributor refers to an investment firm that offers and/or recommends investment product and services to clients. In this context, 'offers' has a wide application and is to be read in a broad sense.'*²⁸

De wijze waarop de desbetreffende producten worden gedistribueerd, heeft geen consequenties voor het antwoord op de vraag of het product governance regime überhaupt van toepassing is. Onder beleggingsdienstverlening dient dus elke vorm van dienstverlening te worden verstaan. Ook in het geval van execution-only dienstverlening zal het product governance regime van toepassing zijn.

ESMA hierover:

'ESMA is of the view that in keeping with MiFID II and in the interest of investor protection, that product governance rules should apply irrespective of the type of service provided and of the requirements applicable at point of sale. This means that where investment firms

19. AFM, 'Kader voor beoordeling Woonlastenverzekeringen: Inzicht in de manier waarop de AFM woonlastenverzekeringen beoordeelt', januari 2015.

20. AFM, 'Natura-uitvaartverzekeringen: Inzicht in hoe de AFM dergelijke producten beoordeelt', november 2014.

21. AFM, 'Kader voor beoordeling deposito's: Inzicht in de manier waarop de AFM deposito's beoordeelt', april 2015.

22. ESMA/2014/1569, 'Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 19 December 2014 (hierna:

ESMA Technical Advice). Zie ook de bijdrage in dit tijdschrift van Emanuel van Praag en Hristo Gorchev, 'De gevolgen van MiFID II voor beheerders van beleggingsinstellingen'.

23. Zie bijlage 1 (deel C) van de MiFID II richtlijn.

24. Zie art. 1 lid 4 van de MiFID II Richtlijn.

25. ESMA Technical Advice p. 50 en 51.

26. ESMA Technical Advice p. 51.

27. ESMA Technical Advice p. 51.

28. ESMA Technical Advice p. 51.

*provide execution-only brokerage platforms they will be subject to the distributor product governance obligations.*²⁹

Het bovenstaande betekent in feite dat de gehele 'keten' onder het product governance regime van MiFID II valt. Weliswaar vallen daaronder niet de effectenuitgevende instellingen die geen beleggingsdienstverlener zijn maar in dat geval wordt de beleggingsdienstverlener die de effecten uitgevende instelling 'adviseert' beschouwd als de aanbieder.³⁰

4. Materiele normen aanbieder

ESMA heeft in haar Technical Advice uit december 2014 in totaal 18 normen geformuleerd waaraan aanbieders van beleggingsproducten, dienen te voldoen. ESMA merkt daarbij op dat deze normen proportioneel toegepast dienen te worden, daarmee in acht nemend de aard van het beleggingsproduct, de aard van de beleggingsdienstverlening alsmede de beoogde doelgroep.

Het voert te ver om in het kader van deze bijdrage alle 18 voorwaarden afzonderlijk te bespreken. Enkele belangwekkende voorwaarden zullen wij hierna toelichten.

Organisatorische eisen

Een aantal normen hebben betrekking op organisatorische eisen, en daarmee de inrichting van de bedrijfsvoering. Het gaat daarbij onder andere om de verplichting om procedures en maatregelen te treffen. Deze maatregelen en procedures die onder andere tot doel dienen te hebben om belangenconflicten te beheersen (daarbij moet ook worden gedacht aan belangenconflicten die verband houden met de beloning en aansturing van medewerkers). Daarbij is volgens ESMA met name van belang dat vastgesteld wordt dat het product geen afbreuk doet aan het klantbelang of leidt tot integriteitsvraagstukken, bijvoorbeeld indien de aanbieder haar eigen beleggingsrisico's de facto afwendt op klanten:

'The investment firm shall maintain procedures and measures to ensure the design of the product complies with the requirements relating to the proper management of conflicts of interest (including remuneration). In particular, when an investment firm develops a new product, it shall be reviewed to ensure that the product design, including the product features, does not adversely affect clients or lead to problems with

*market integrity by enabling the firm to mitigate and/or dispose of its own risk or exposure to the underlying assets of the product, where the investment firm already holds the underlying assets on own account.'*³¹

Analyse belangenconflicten

ESMA stelt daarom ook als aanvullende norm dat de aanbieder een analyse dient te verrichten van (potentiele) belangenconflicten, waarbij in het bijzonder rekening wordt gehouden met de situatie waarin de klant een tegenovergesteld beleggingsrisico inneemt of de situatie waarin de klant een beleggingspositie inneemt tegengesteld aan wat de aanbieder zou willen.³² Het innemen van een tegenovergestelde positie brengt logischerwijs een potentieel belangenconflict met zich. Daarbij kan ons inziens bijvoorbeeld gedacht worden aan een klant die een rentederivaat afsluit met zijn bank. Maar ook indien klant en bank bij een beleggingstransactie niet elkaars contractspartij zijn, kan een potentieel belangenconflict zich in de praktijk voordoen. Dit kan onder andere het geval zijn indien de aanbieder een financieel belang heeft bij de aanschaf van een beleggingsproduct door de klant. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de situatie waarin de bank enerzijds optreedt als plaatsingsagent van een uitgevende instelling en anderzijds als beleggingsadviseur van de klant.

Vakbekwaamheid

ESMA besteedt in het Technical Advice ook aandacht aan de vakbekwaamheid van de relevante medewerkers. Deze medewerkers dienen over de nodige ervaring te beschikken danwel de daarvoor benodigde opleiding te genieten, zodat zij in staat zijn om de verschillende productkenmerken- en risico's te doorgronden.³³ Voor de praktijk betekent dit dat het personeel dat zich met het productontwikkelingsproces bezighoudt en de toetsing daarvan, over de daarvoor benodigde kennis en ervaring dienen te beschikken.

Verantwoordelijkheden

Het management is verantwoordelijk voor het product governance proces. Dit betekent onder meer – aldus ESMA – dat de interne managementrapportages dienen te voorzien in informatie omtrent de aangeboden producten en de daarbij behorende distributiestrategie.³⁴ Deze managementrapportages moeten op verzoek ter beschikking worden gesteld aan de desbetreffende toezichthouder (in Nederland zal dat de AFM zijn). De compliance functie dient het productontwikkelingsproces alsmede het review proces te overzien op een wijze dat geconstateerd kan worden of de desbetreffende aanbieder

29. ESMA Technical Advice p. 53.

30. Zie ESMA Technical Advice op p. 51: *'The technical advice now clarifies that for the purpose of the product governance requirements investment firms that 'create, develop, issue and/or design investment products' should be considered as 'manufacturers' (paragraph 1 of the draft technical advice). This includes investment firms advising corporate issuers on the launch of new securities.'*

31. ESMA Technical Advice, p. 55 en 56 (nr. 3).

32. ESMA Technical Advice, p. 56 (nr. 4).

33. ESMA Technical Advice, p. 56 (nr. 6).

34. ESMA Technical Advice, p. 56 (nr. 7).

tekort schiet in dit proces of de voorwaarden die daaraan worden gesteld.³⁵

Inhoudelijke toetsing

ESMA stelt in haar Technical Advice ook diverse normen die voor een inhoudelijke toetsing van belang zijn. Daarbij wordt met name aandacht besteed aan de wijze waarop de doelgroep dient te worden vastgesteld alsmede de wijze waarop zorg dient te worden gedragen dat het desbetreffende beleggingsproduct ook bij deze doelgroep terecht komt.

Aandacht moet worden besteed aan de specifieke wensen en doelstellingen van de desbetreffende klantgroep waarvoor het beleggingsproduct passend zou zijn. Onderdeel van de definiëring van de doelgroep is het vaststellen van die klanten of klantgroepen waarvoor het product niet passend is:

‘When manufacturing products, the firm shall identify the potential target market for each product and be able to specify the type(s) of client for whose needs, characteristics and objectives the product is compatible. As part of this process, the firm shall identify any groups of investors for whose needs, characteristics and objectives the product is not compatible.’³⁶

In aanvulling daarop geeft ESMA aan dat door de aanbieder ook daadwerkelijk geïdentificeerd moet worden of het voorgenomen beleggingsproduct aan de wensen en doelstellingen van de beoogde doelgroep voldoet. Dit kan onder andere geschieden door te verifiëren of (i) het risicoprofiel van het product aansluit bij de beoogde doelgroep en (ii) het product zodanig is vormgegeven dat het economisch toegevoegde waarde voor de klant heeft en dat het verdienmodel van aanbieder niet afhankelijk is van voor de klant tegenvallen resultaten (poor client outcomes).³⁷

Scenarioanalyses

Dit laatste aspect is ook een punt van aandacht bij de scenarioanalyses die door aanbieders verricht dienen te worden, waarbij wordt nagegaan onder welke omstandigheden voor de klant sprake kan zijn van tegenvallende resultaten.³⁸ Het gaat daarbij ook om de mate van afhankelijkheid van andere marktpartijen of derden vast te stellen. Hierbij kan worden gedacht aan het wegvallen van een derde partij waarvan het bestaan noodzakelijk is om het product te kunnen blijven voeren. Zo zal bijvoorbeeld bij de ontwikkeling van beleggingsproducten waarvan de waarde afhankelijk is van bepaalde indices of andere onderliggende waarden, rekening moeten worden gehouden met de situatie waarin deze indices of onderliggende waarden niet meer beschikbaar zijn. Ook dient rekening gehouden te

worden met de praktische uitvoerbaarheid van het beleggingsproduct zelf. Zo dient een aanbieder de gevolgen van een grote belangstelling of van een grote impact op de bedrijfsvoering, op te kunnen vangen.

Kostenstructuur

Een andere belangrijke aanbeveling betreft de kostenstructuur. De kosten en andere vergoedingen dienen in lijn te zijn met de doelstellingen van de beoogde doelgroep en dienen geen afbreuk te doen aan de opbrengstverwachting die deze beoogde doelgroep heeft.³⁹ Ook dient de kostenstructuur transparant te zijn. Dit laatste houdt onder andere in dat de kostenstructuur niet aan een goed begrip van de beoogde doelgroep, in de weg mag staan.

Voor dit laatste aspect heeft de AFM reeds in 2012 aandacht gevraagd in haar rapport over de kosten bij beleggingsdienstverlening. De AFM heeft in dit rapport aangegeven dat een kostenstructuur in het belang van de klant is indien aan vier voorwaarden is voldaan. Ten eerste, dient de kostenstructuur de inzichten in de te verwachten opbrengst niet te belemmeren. De kosten dienen verder voor de belegger uitlegbaar te zijn en in verhouding te staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten. Ook de geleverde inspanning en de tariefstructuur dient – aldus de AFM – ervoor te zorgen dat de belangen van de belegger in evenwicht is met de belangen van de beleggingsonderneming.⁴⁰

Review

Vervolgens besteedt ESMA in haar Technical Advice aandacht aan het review proces. Uitgangspunt is dat een beleggingsproduct periodiek dient te worden herbeoordeeld, waarbij rekening wordt gehouden met omstandigheden die van materiele invloed kunnen zijn op de potentiële risico's die de beoogde doelgroep met het product loopt. Aanbieders zullen er ons inziens verstandig aan doen om de hertoetsing niet uitsluitend periodiek te doen (bijvoorbeeld eens per jaar of eens in de drie jaar) maar iedere keer indien daar aanleiding of reden toe is en indien daartoe geen aanleiding of reden blijkt te zijn, tenminste periodiek vast te stellen dat die reden of aanleiding er niet was. ESMA geeft daarbij aan dat de periodiciteit van de herbeoordeling mede afhankelijk is van de productkenmerken.⁴¹ Complexe innovatieve beleggingsstrategieën zouden daarbij eerder en vaker aan een herbeoordeling onderworpen dienen te worden dan eenvoudige lange termijn beleggingen. Een herbeoordeling dient naar het oordeel van ESMA niet alleen om te beoordelen hoe het product (eventueel) aan te passen maar ook om vast te stellen of de werking van het product daadwerkelijk in overeenstemming is met de verwachtingen en bedoelingen daarom

35. ESMA Technical Advice, p. 56 (nr. 8).

36. ESMA Technical Advice, p. 56 (nr. 10).

37. ESMA Technical Advice, p. 57 (nr. 13).

38. ESMA Technical Advice, p. 57 (nr. 12).

39. ESMA Technical Advice, p. 57 (nr. 14).

40. AFM, 'Onderzoek kosten van beleggingsdienstverlening: bevindingen en aanbevelingen', november 2012.

41. ESMA Technical Advice, p. 57 (nr. 17).

trent.⁴² Ook is het denkbaar dat van te voren – dus voorafgaand aan het aanbieden van het desbetreffende beleggingsproduct – bepaalde situaties worden vastgesteld die per definitie aanleiding geven om het product te herbeoordelen (en aan te passen). ESMA noemt in haar Technical Advice twee concrete omstandigheden, te weten de omstandigheid waarin het rendement of de waardeontwikkeling tegenvalt (het rendement is in plaats van de beoogde 10% bijvoorbeeld 1%).⁴³ Als tweede voorbeeld noemt ESMA de deconfiture van bij het beleggingsproduct betrokken instellingen. Het gaat daarbij niet alleen om de effectenuitgevende instelling zelf maar bijvoorbeeld ook om garanties die door derden zijn afgegeven. Denk bijvoorbeeld aan de garantie die de Ierse moeder had afgegeven aan Nederlandse beleggers die geïnvesteerd hadden in obligaties uitgeven door de Nederlandse financieringsmaatschappij van Lehmann Brothers. Ten slotte beveelt ESMA aan dat aanbieders distributeurs adequaat informeren. Deze informatie moet distributeurs in staat stellen om het beleggingsproduct te doorgronden en te ‘verkopen’. Deze informatie dient mede in te gaan op de passende vorm van effectendienstverlening (vermogensbeheer, advies of execution-only), het productontwikkelingsproces en ten slotte de beoogde doelgroep.⁴⁴

5. Aanbevelingen distributeurs

Het product governance regime is ook van toepassing op distributeurs, ongeacht of de aanbieder het desbetreffende beleggingsproduct reeds heeft beoordeeld. In praktijk zal dit betekenen dat een beleggingsproduct – tenzij aanbieder en distributeur één en dezelfde partij zijn – dus tweemaal beoordeeld zal worden: eenmaal door de aanbieder en eenmaal door de distributeur.

Organisatorische eisen

De organisatorische eisen die ESMA aan distributeurs aanbeveelt, zijn qua strekking dezelfde als de organisatorische eisen die worden aanbevolen aan aanbieders. Dit betekent dat adequate maatregelen en procedures moeten worden ingevoerd,⁴⁵ de betrokken medewerkers over de benodigde vakbekwaamheid dienen te beschikken,⁴⁶ het management verantwoordelijk is voor het product governance proces⁴⁷ en de compliancefunctie dit proces dient te overzien alsmede dient vast te stellen of er bepaalde tekortkomingen in dit proces zijn.⁴⁸

Inhoudelijke toetsing

De aanbevelingen die worden gesteld ten aanzien van de inhoudelijke beoordeling van het product, verschillen echter wel enigszins met die van de aanbieder. ESMA geeft onder andere aan dat distributeurs niet alleen dienen af te gaan op de informatie die verkregen is van de desbetreffende aanbieders maar ook hun eigen klantinformatie dienen aan te wenden teneinde vast te stellen of het voorgenomen beleggingsproduct voldoet aan de wensen en doelstellingen van de door haar beoogde klanten.⁴⁹ Ook dienen distributeurs vast te stellen op welke wijze het beleggingsproduct gedistribueerd dient te worden.⁵⁰ Dit kan er in de praktijk bijvoorbeeld toe leiden dat op basis van de aanbieders verkregen informatie alsmede de aanwezige klantinformatie, besloten wordt om het beleggingsproduct uitsluitend op basis van advies - en dus niet op basis van execution-only - te distribueren.

De hiervoor genoemde ‘verplichting’ komt niet in de plaats van en dient ook niet vereenzelvigd worden met de verschillende ‘publiekrechtelijke’ gedragsregels die een beleggingsdienstverlener dient na te leven. De verplichting om bijvoorbeeld het ken-uw-cliënt beginsel na te leven of om een passend beleggingsadvies te verstrekken, blijft dus onverkort van toepassing.

Review

Ook een distributeur dient de gedistribueerde producten periodiek te herbeoordelen.⁵¹ Deze herbeoordeling brengt in essentie met zich dat vastgesteld dient te worden of het beleggingsproduct nog steeds voldoet aan de wensen en doelstellingen van de bediende doelgroep.

Verhouding aanbieder

De distributeur dient verder de aanbieder te voorzien van ‘verkoopinformatie’.⁵² Dat betekent dat de distributeur de aanbieder moet voorzien van niet alleen kwantitatieve maar ook kwalitatieve informatie ten aanzien van de klanten waaraan het product is verkocht. Onder meer beleggingsondernemingen hebben bij de consultatie van het advies van ESMA reeds hun zorgen hierover uitgesproken:

‘A majority of respondents disagreed with ESMA’s proposal to require distributors to periodically inform the manufacturer about their experience with the product. These respondents noted that imposing such an information requirement would trigger extra-costs for distributors which would be disproportionate compared to the expected benefit and may lead small distributors to limit the number of manufacturers they work with in order to limit their

42. ESMA Technical Advice, p. 58 (nr.18).

43. ESMA Technical Advice, p. 58 (nr. 18).

44. ESMA Technical Advice, p. 55 en 58 (nr.15).

45. ESMA Technical Advice, p. 59 en 60 (nr. 21 en 22).

46. ESMA Technical Advice, p. 60 (nr.27).

47. ESMA Technical Advice, p. 60 (nr.28).

48. ESMA Technical Advice, p. 60 (nr. 26).

49. ESMA Technical Advice, p. 59 (nr.21).

50. ESMA Technical Advice, p. 59 (nr.21).

51. ESMA Technical Advice, p. 60 (nr.23).

52. ESMA Technical Advice, p. 60 (nr. 25).

*reporting burden which would restrict the range of investment products offered to investors.*⁵³

Dit was echter geen aanleiding voor ESMA om haar aanbeveling niet te handhaven:

*'ESMA is of the view that such reporting can be beneficial for the functioning of product governance obligations. This does not mean that distributors need to report every sale to manufacturers, or that manufacturers must confirm that each transaction was distributed to the correct target market. Relevant information could include, for example, information about the amount of sales made outside the target market, summary information of the types of client, a summary of any complaints received or by posing questions suggested by the manufacturer to a sample of clients for feedback.'*⁵⁴

Tussenliggende distributeurs

Tot slot is van belang dat ESMA aanbeveelt dat indien verschillende distributeurs samenwerken, de distributeur die het directe klantcontact heeft, de uiteindelijke verantwoordelijkheid draagt om aan het product governance regime te voldoen.⁵⁵ De zogenaamde 'tussenliggende' distributeurs dienen echter wel de van de aanbieder afkomstige relevante productinformatie door te geleiden naar de uiteindelijke distributeur, informatie te verschaffen aan de aanbieder indien deze informatie nodig heeft om aan het product governance regime te voldoen en ten slotte dient de tussenliggende distributeur een productregime dat van toepassing is op aanbieders, op haar eigen activiteiten toe te passen (voor zover relevant).⁵⁶

Overig

Het feit dat een product governance regime ook van toepassing zal zijn op distributeurs, zal in de praktijk ongetwijfeld tot een heroverweging bij verschillende beleggingsondernemingen leiden ten aanzien van het palet aan beleggingsproducten die aan klanten worden gedistribueerd. Een mogelijke consequentie daarvan is dat beleggingsondernemingen hun verdienmodel en hun beleggingsdienstverlening daarop zullen aanpassen, door bijvoorbeeld een meer uitdrukkelijke keuze te doen om bepaalde beleggingsproducten (van bepaalde aanbieders) juist wel of juist niet te distribueren. Het ligt hierbij voor de hand om rekening te houden met een verschraving van het beleggingsassortiment dat aan klanten zal worden aangeboden. Een heroverweging van het beleggingsassortiment zal overigens mede worden ingegeven door de branche brede Handreiking Beleggingsbeleid die begin 2015 is gepubliceerd.⁵⁷ Deze handreiking –

die door de AFM wordt onderschreven – strekt er mede toe om de facto zorg te dragen dat beleggingsondernemingen hun dienstverlening afstemmen op de daadwerkelijke interne aanwezige expertise. Het zou ons inziens de voorkeur hebben om onderscheid te maken tussen twee verschillende distributeurs. Ten eerste distributeurs die in opdracht van de aanbieder bemiddelen bij de verkoop (distributie) van beleggingsproducten aan het publiek. Ten tweede beleggingsondernemingen die geen (juridische) relatie met de aanbieder van het desbetreffende beleggingsproduct onderhouden. In dit laatste geval kan het bijvoorbeeld in de praktijk gaan om beleggingsondernemingen die hun klanten louter en alleen adviseren over de aanschaf van bepaalde beleggingsproducten. De (kennelijke) verplichting voor deze laatste groep van distributeurs om zich ook te onderwerpen aan het product governance regime van MiFID II, lijkt ons een disproportionele maatregel.

6. Productinterventie

MiFID II introduceert naast de regels over product governance ook de mogelijkheid voor toezichhouders om in te grijpen (product interventie).⁵⁸ Naast de nationale toezichhouders – in Nederland is dat de AFM⁵⁹ – krijgen ook ESMA en EBA interventiebevoegdheden. De toezichtsbevoegdheden worden vermeld in art. 69 MiFID II. Deze toezichtsbevoegdheden worden toegekend zodat de toezichhouders hun taken uit de MiFID II richtlijn en de MiFIR verordening (die tegelijkertijd met MiFID II in werking is getreden) kunnen vervullen.

MiFiD II introduceert twee situaties waarin de AFM de bevoegdheid krijgt om het in de markt zetten of de verkoop van financiële instrumenten of gestructureerde instrumenten op te schorten:

- i. De beleggingsonderneming heeft geen doeltreffend productgoedkeuringsproces ontwikkeld of toegepast of is anderszins tekortgeschoten in de naleving van art. 16, lid 3 MiFID II.⁶⁰
- ii. De beleggingsonderneming voldoet niet aan de voorwaarden in art. 40, 41 of 42 van de verordening MiFIR.⁶¹ Het gaat daarbij om een financieel instrument of een financiële praktijk die (i) een significante reden tot bezorgdheid over beleggingsbescherming veroorzaakt, of (ii) een bedreiging vormt voor het ordelijk functioneren, voor de integriteit van de financiële markten of grondstoffenmarkten of voor de stabiliteit van het financiële stelsel in de Unie of een deel daarvan.

king beleggingsbeleid particuliere cliënten, januari 2015. Zie www.nvb.nl.

58. Zie art. 69 lid 2 onder sub T en S van MiFID II en art. 40, 41 en 42 MiFIR.

59. Zie mr. A. A. van Gelder en mr. J. Dinant, 'Het handhavingsregime onder MiFID II', *FR* 2014, nr. 12, p. 509.

60. Zie art. 69 lid 2 sub T MiFID II.

61. Zie art. 69 lid 2 sub S MiFID II en art. 40, 41 en 41 van de MiFIR (verordening (EU) 600/2014).

53. ESMA Technical Advice, p. 54, paragraaf 14.

54. ESMA Technical Advice, p. 54, paragraaf 14.

55. ESMA Technical Advice, p. 61 (nr. 31).

56. ESMA Technical Advice, p. 61 (nr. 31).

57. VV&A, VEOV, DUFAS, NVB, DSI en VBA, 'Handrei-

Op grond art. 42 MiFIR heeft de toezichthouder (naast de opschortingsbevoegdheid die in art. 69 lid 2 sub S geïntroduceerd wordt) de bevoegdheid om het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van bepaalde financiële instrumenten of gestructureerde deposito's of financiële instrumenten of gestructureerde deposito's met bepaalde specifieke kenmerken, of een financiële activiteit of praktijk, te beperken of verbieden.⁶² Er dient dan wel aan de volgende zes (cumulatieve) voorwaarden te worden voldaan:⁶³

- i. Een product, financiële activiteit of praktijk is (a) een significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming, of (b) een bedreiging voor het ordelijk functioneren en de integriteit van financiële markten of grondstoffenmarkten, of (c) een bedreiging voor de stabiliteit van het financiële stelsel of een deel daarvan in ten minste één lidstaat; of (d) een derivaat heeft een negatief effect op het prijsvormingsmechanisme op de onderliggende markt.
- ii. de bestaande vereisten op grond van het Unierecht die van toepassing zijn op het betreffende gestructureerde deposito of de betreffende financiële activiteit of praktijk onvoldoende zijn om de onder (i) bedoelde bedreiging af te wenden en dat de kwestie niet beter zou kunnen worden aangepakt met beter toezicht of handhaving van de bestaande vereisten.
- iii. de maatregel evenredig is als rekening wordt gehouden met de aard van het gesignaleerde risico, het kennisniveau van de betreffende beleggers of marktdeelnemers en het te verwachten effect van de maatregel op de beleggers en marktdeelnemers die het financiële instrument of het gestructureerde deposito bezitten of gebruiken of van het financiële instrument, het gestructureerde deposito, de activiteit of praktijk profiteren.
- iv. de bevoegde toezichthouder de bevoegde autoriteiten in andere lidstaten die een aanzienlijk effect kunnen ondervinden van de maatregel voldoende heeft geraadpleegd.
- v. de maatregel geen discriminerend effect heeft op diensten of activiteiten die vanuit een andere lidstaat worden verricht; en
- vi. de bevoegde toezichthouder naar behoren heeft overlegd met de overheidsinstanties die bevoegd zijn voor het toezicht op en het beheer en de regulering van de fysieke markten voor landbouwproducten ingeval een financieel instrument of een financiële activiteit of praktijk een ernstige bedreiging of praktijk een ernstige bedreiging vormt voor het ordelijk functioneren en de integriteit van een fysieke markt voor landbouwproducten.

Zodra niet langer aan alle zes de voorwaarden wordt voldaan dient de toezichthouder het verbod of de beperking in te trekken.⁶⁴

Indien aan alle voorwaarden van art. 42 MiFIR is voldaan kan een toezichthouder een verbod of beperking ook uit voorzorg opleggen (dus nog voordat een financieel instrument of een gestructureerd deposito op de markt is gebracht, verspreid of aan cliënten is verkocht).⁶⁵

7. Slotbeschouwing

Het product governance regime onder MiFID II zal met name een impact hebben voor beleggingsdienstverleners die nog niet onderworpen zijn aan de huidige Nederlandse regelgeving ten aanzien van het productontwikkelingsproces. Gelet op de impact die het product governance regime van MiFID II met name zal hebben op financiële dienstverleners die niet aanbieden maar uitsluitend distribueren, is het van belang dat tijdig meer duidelijkheid zal worden verschaft omtrent de exacte reikwijdte en de exacte verplichtingen die aan distributeurs zal worden opgelegd. Dit niet alleen vanwege het feit dat het voldoen aan deze verplichtingen de nodige inspanningen met zich zal brengen maar ook omdat dit product governance regime van invloed zal zijn op het verdienmodel van de desbetreffende distributeurs.

62. Zie art. 42 lid 1 van MiFIR.

63. Zie art. 42 lid 2 van MiFIR.

64. Zie art. 42 lid 6 van MiFIR.

65. Zie art. 42 lid 2 van MiFIR.