



UHASSELT

KU LEUVEN



Maastricht University

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Rechten

master in de rechten

Masterthesis

Product governance in het effectenrecht: een evaluatie

Korneel Debruyn

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de rechten, afstudeerrichting rechten

PROMOTOR :

Prof. dr. Veerle COLAERT

De transnationale Universiteit Limburg is een uniek samenwerkingsverband van twee universiteiten in twee landen: de Universiteit Hasselt en Maastricht University.



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2020
2021



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

KU LEUVEN



Maastricht University

Faculteit Rechten

master in de rechten

Masterthesis

Product governance in het effectenrecht: een evaluatie

Korneel Debruyn

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de rechten, afstudeerrichting rechten

PROMOTOR :

Prof. dr. Veerle COLAERT

Samenvatting

Deze masterscriptie gaat na hoe de nieuwe regels inzake product governance, neergelegd in de laatste Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II), geïmplementeerd zijn in de Belgische rechtsorde. Meer specifiek gaat dit onderzoek na wat de impact is van deze nieuwe set van Europese regels op de vier grootste Belgische kredietinstellingen. Dit onderzoek is van evaluatieve aard waarbij de regels inzake product governance getoetst worden aan drie criteria: rechtszekerheid, doeltreffendheid en het vermijden van een disproportioneel inperkend effect. De resultaten van deze evaluatie vloeit mede voort uit diepte-interviews, afgenomen bij de vier grootste Belgische kredietinstellingen.

De productgovernanceregels zijn regels ter bescherming van de belegger en zitten vervat in MiFID II. In het eerste deel van deze masterscriptie werd de oorsprong en *ratio legis* van MiFID II besproken, net zoals het toepassingsgebied (*ratione personae, ratione materiae, ratione temporis*) van deze Richtlijn. Ook de belangrijkste gedragsregels van deze Richtlijn, naast de productgovernanceregels, werden besproken.

In een tweede deel werd dieper ingegaan op de regels inzake product governance zelf. Ook daar werd de *ratio legis* van deze nieuwe regels besproken, net zoals het toepassingsgebied. De productgovernancebepalingen zijn in de eerste plaats van toepassing op beleggingsondernemingen in de strikte zin, maar ook op kredietinstellingen. Bij deze productgovernancebepalingen draait het vooral rond regels, opgelegd aan twee soorten partijen: de productontwikkelaar en de distributeur. De productontwikkelaar is diegene die het financiële product ontwikkelt en op de markt brengt. De distributeur is diegene die het financiële product verkoopt aan de cliënt. De productgovernancebepalingen leggen een heleboel maatregelen op aan deze twee partijen met het oog op een betere bescherming van de belegger. Het centrale doel van deze nieuwe set van regels is namelijk het voorkomen van *mis-selling*. Ze proberen met andere woorden te voorkomen dat er producten worden verkocht die bijvoorbeeld qua risico en complexiteit niet overeenstemmen met een bepaald soort van beleggersprofiel. In dit tweede deel van het onderzoek werd dan ook nagegaan wat de precieze productgovernancebepalingen voor de productontwikkelaar en voor de distributeur zijn.

Er werd in dit tweede deel tot slot ook stilgestaan bij enkele kritiekpunten op de productgovernancebepalingen. Zo zouden zij er onder meer toe leiden dat het aanbod van financiële producten sterk ingeperkt wordt en gereduceerd wordt tot enkel de veiligste producten, waar het rendement vaak een stuk lager ligt. Ook de kritiek dat de productgovernancebepalingen te sterk verweven zouden zijn met andere beleggersbeschermende maatregelen in MiFID II, werd besproken.

In het laatste deel van deze masterscriptie werden de productgovernancebepalingen geëvalueerd. Eerst werden de criteria toegelicht, net zoals de methode van de evaluatie. De vragen van de interviews vormden de indicatoren om deze regels aan de gekozen criteria te toetsen.

Uit deze evaluatie bleek eerst en vooral dat de productgovernancebepalingen niet voldoen aan het rechtszekerheids criterium. Dat bleek onder meer uit het feit dat het voor de geïnterviewde kredietinstellingen niet steeds duidelijk is hoe zij moeten voldoen aan de verplichtingen inzake product governance. De regels zijn open normen die ruim geformuleerd zijn en laten (te) veel ruimte toe voor interpretatie.

Het tweede criterium ging na of de productgovernancebepalingen doeltreffend zijn. Uit dit onderzoek blijkt dat zij overwegend doeltreffend zijn en in staat zijn om het centrale doel van de regeling te realiseren, namelijk het voorkomen van *mis selling*. Er waren evenwel ook indicaties die op een gebrek aan doeltreffendheid wezen.

Het laatste criterium onderzocht of de productgovernancebepalingen een disproportioneel inperkend effect kunnen vermijden. Uit dit onderzoek blijkt dat zij daartoe niet in staat zijn en daardoor alsnog een disproportioneel inperkend effect teweeg brengen. Door de verregaande bepalingen wordt de belegger, en dan vooral de retailbelegger, (te) sterk beperkt in zijn vrije keuze. Hij kan daardoor niet meer volledig vrij bepalen in welke producten hij al dan niet zou willen investeren en zal zich daardoor mogelijks wenden tot de niet-gereguleerde financiële markten.

Dankwoord

Vijf jaar geleden begon ik met een klein hartje aan de rechtenstudie. Nu leg ik de laatste hand aan mijn thesis. Na een jaar van intensieve arbeid ben ik blij met het uiteindelijke resultaat en vormt deze thesis het sluitstuk van mijn academische carrière.

Dit werk was niet mogelijk geweest zonder de hulp van vele mensen. Vooreerst zou ik mijn begeleider, de heer Joeri De Smet, uitvoerig willen bedanken voor zijn hulp gedurende dit academiejaar. Ondanks het feit dat ik koos voor een werkwijze met interviews, niet gewoonlijk voor een rechtswetenschappelijk onderzoek, was hij meteen enthousiast over dit idee. Niet alleen zijn enthousiasme, ook zijn constructieve feedback was bijzonder nuttig om dit werk telkens weer te verbeteren. Hij begeleidde me op een eerder informele en vriendelijke manier. En net dat maakt van hem een begeleider om 'U' tegen te zeggen!

Daarnaast was dit werk ook niet mogelijk geweest zonder de input van de vier respondenten. Ondanks een drukke agenda wisten zij toch kostbare tijd voor mij vrij te maken om een diepte-interview af te leggen. Zonder hun essentiële informatie en het inzicht dat ze gaven in hun ervaringen, was dit werkstuk nooit tot stand kunnen komen.

Tot slot wil ik ook Indra Nijs en mijn neef Jeroen Franssen bedanken: Indra voor het helpen met het vertalen van een Franstalig interview, Jeroen voor het uitvoerig nalezen van deze masterthesis.

Herk-de-Stad, 10 mei 2021

Korneel Debruyn

Inhoudsopgave

Lijst met afkortingen	9
Lijst van bijlagen.....	10
1. Inleiding	11
1.1 Onderwerp en stand van zaken.....	12
1.2 Probleemstelling en relevantie	13
1.3 Beperkingen.....	13
1.4 Onderzoeksvraag en sub-onderzoeksvragen	13
1.5 Onderzoeksstrategie	14
1.6 Structuurweergave onderzoek	15
2. MiFID	17
2.1 MiFID I.....	17
2.2 Van MiFID I naar MiFID II	18
2.2.1 Financiële crisis als katalysator voor nieuwe richtlijn	18
2.2.2 De Lamfalussy-werkwijze: een vierledige aanpak	19
2.2.3 MiFID en de vierledige aanpak: een blik op de productgovernancebepalingen	20
2.3 Toepassingsgebied MiFID II	21
2.3.1 Toepassingsgebied <i>ratione personae</i>	21
2.3.2 Toepassingsgebied <i>ratione materiae</i>	24
2.3.3 Toepassingsgebied <i>ratione temporis</i>	26
2.4 Belangrijkste gedragsregels	26
2.4.1 Loyauteitsbeginsel.....	27
2.4.2 Informatieplicht	27
2.4.3 'Ken uw cliënt'-verplichting.....	28
3. Product governance onder de loep.....	31
3.1 Ratio legis	31
3.2 Toepassingsgebied productgovernancebepalingen	32
3.2.1 Toepassingsgebied <i>ratione personae</i>	33
3.2.2 Toepassingsgebied <i>ratione materiae</i>	34
3.3 Het product governance-proces voor de productontwikkelaar.....	34
3.3.1 Evenredigheidsbeginsel.....	34
3.3.2 Invoeren en handhaven van procedures & maatregelen	35
3.3.3 Afbakening van de potentiële doelmarkt.....	35
3.3.4 Omschrijving van de negatieve doelmarkt	39

3.3.5 Distributie aan de doelgroep	40
3.3.6 Informatie aan productdistributeur	40
3.3.7 Productevaluatie	41
3.4 Het product governance-proces voor de distributeur	42
3.4.1 Vaststellen van de werkelijke doelmarkt.....	42
3.4.2 Vaststellen van de negatieve doelmarkt	44
3.4.3 Gebruik van de verkregen informatie	44
3.4.4 Evaluatie.....	45
3.4.5 Doorvoer van informatie naar productontwikkelaar	45
3.5 Informatiecirkel.....	46
3.6 Verkoop buiten de doelmarkt	46
3.6.1 Verkoop buiten de positieve doelmarkt	46
3.6.2 Verkoop binnen de negatieve doelmarkt.....	47
3.7 Product governance: punten van kritiek en tekortkomingen	48
3.7.1 Product governance: verweven met andere beleggersbeschermende maatregelen.....	48
3.7.2 Personeel toepassingsgebied te strikt.....	49
3.7.3 Een ingeperkt productaanbod	49
3.7.4 MiFID-template	50
4. Evaluatie van de productgovernancebepalingen	53
4.1 Toelichting criteria	53
4.1.1 Rechtszekerheid.....	53
4.1.2 Doeltreffendheid	54
4.1.3 Vermijden van disproportioneel inperkend effect	54
4.2 Methode van de evaluatie	55
4.2.1 Rechtszekerheid.....	55
4.2.2 Doeltreffendheid	56
4.2.3 Vermijden van disproportioneel inperkend effect	57
4.3 Rechtszekerheid – resultaat	58
4.3.1 Categorieën ter bepaling van de doelmarkt: te ruim?.....	58
4.3.2 Interpretatie van de categorieën ter bepaling van de doelmarkt en in de EMT: een uniforme interpretatie?.....	59
4.3.3 Vereiste van nodige deskundigheid voor personeelsleden betrokken bij distributie of vervaardiging producten: een vrije invulling door de rechtsonderhorige.....	59
4.4 Doeltreffendheid – resultaat.....	60
4.4.1 Verkoop buiten de doelmarkt: geen verkoop binnen de negatieve, uitzonderlijk buiten de positieve	60
4.4.2 Melding door de distributeur van afwijkingen van de doelmarkt: een dode letter in de wet?	61
4.4.3 Regelmatige evaluatie van de vervaardigde en aangeboden producten: jaarlijks, driejaarlijks en ad hoc.....	62
4.4.4 Gebrek aan EMT van distributeur naar ontwikkelaar: een minder efficiënte doorstroom van informatie?	63

4.4.5 Een effectieve betere bescherming van de belegger?	63
4.5 Vermijden van disproportioneel inperkend effect – resultaat	64
4.5.1 Verschraling van het productaanbod als gevolg van de productgovernancebepalingen: een te strikte toekenning van de doelmarkt.	64
4.5.2 Verschraling van het productaanbod als gevolg van de productgovernancebepalingen: onvoldoende informatie van ontwikkelaars buiten de EU	65
4.5.3 Paternalisme als gevolg van een te doorgedreven product governance-regeling?.....	66
4.6 Overige resultaten	67
4.6.1 Hoge implementatiekost als neveneffect van product governance.....	67
4.6.2 Minder rendement als gevolg van product governance: een toevlucht naar niet- gereguleerde producten?	68
5. Besluit.....	69
Bibliografie.....	75
Wetgeving	75
Rechtsleer	76
Beleidsdocumenten	78
Varia	78
Bijlage I – Vragen interviews	79
Bijlage II – Transcriptie interview A	81
Bijlage III – Transcriptie interview B.....	91
Bijlage IV – Transcriptie interview C	99
Bijlage V – Transcriptie interview D	105

Lijst met afkortingen

Bankwet	Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen
Beleggingsdienstenwet	Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies
EMT	European MiFID Template
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-Richtsnoeren	Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II (ESMA35-43-620) van 5 februari 2018
FSMA	Financial Services and Markets Authority
Gedelegeerde Richtlijn	Gedelegeerde Richtlijn 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet geldelijke tegemoetkomingen
MiFID I	Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad ("Markets in Financial Instruments Directive I")
MiFID II	Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU voor de EER relevante tekst ("Markets in Financial Instruments Directive II")
MiFID II-KB	Koninklijk Besluit van 19 december 2017 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten
Wet Financieel Toezicht	Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten

Lijst van bijlagen

Bijlage I	Vragen interviews
Bijlage II	Transcriptie interview A
Bijlage III	Transcriptie interview B
Bijlage IV	Transcriptie interview C
Bijlage V	Transcriptie interview D

1. Inleiding

“Corona dreef Belgen massaal naar de beurs”.¹ Het is een van de zovele krantenartikelen die het afgelopen jaar verscheen. Sinds de coronacrisis trekken steeds meer en meer mensen, jong of oud, naar de beurs om te beleggen. Niet steeds zonder risico. “Is het stilaan tijd om het feestje op de beurs te verlaten?” berichtte De Tijd niet veel later.² Een goede beleggersbescherming is vandaag belangrijker dan ooit.

Dat werd al duidelijk tijdens de financiële crisis van 2008. Nu we ons opnieuw in onzekere en onvoorspelbare omstandigheden bevinden, is de vraag of men goede lessen getrokken heeft uit de moeilijke jaren die volgden na de crisis van 2008. Sinds die crisis werden vele nieuwe wetgevende initiatieven gelanceerd, telkens met als doel de bescherming van de belegger op de financiële markten te verhogen. Nieuw hierbij zijn de in 2018 in werking getreden Europese productgovernancebepalingen van de tweede Markets in Financial Instruments Directive, die opnieuw een extra laag van bescherming trachten te voorzien.

Dit onderzoek gaat na wat de impact is van deze nieuwe set van Europese regels op het Belgische effectenrecht. Het effectenrecht kan gezien worden als het recht inzake financiële instrumenten en kan ingedeeld worden in twee groepen: macro-regels die instaan om de stabiliteit van de financiële markten te verzekeren en micro-regels die zich toespitsen op de relatie tussen de belegginsonderneming en de belegger.³ Het is die laatste situatie waar dit onderzoek zich op richt. Dit onderzoek bekijkt met kritische blik de implementatie van de MiFID II-regels inzake product governance in de Belgische rechtsorde.

¹ P. DENDOOVEN, “Corona dreef Belgen massaal naar de beurs”, De Standaard, www.standaard.be/cnt/dmf20210104_97397518 (consultatie 12 maart 2021).

² W. VERVENNE, “Is het stilaan tijd om het feestje op de beurs te verlaten?”, De Tijd, www.tijd.be/politiek-economie/internationaal/economie/is-het-stilaan-tijd-om-het-feestje-op-de-beurs-te-verlaten/10285881.html (consultatie 12 maart 2021).

³ V. COLAERT, *De rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger*, Brugge, die Keure, 2011, 18-19.

1.1 Onderwerp en stand van zaken

De eerste Markets in Financial Instruments Directive, beter bekend als MiFID I,⁴ was een goede tien jaar van kracht en betekende een totale vernieuwing in het financieelrechtelijk landschap.⁵ MiFID beoogde structurele wijzigingen door te voeren op de financiële markten met het oog op meer integriteit en een betere financieelrechtelijke harmonisatie in Europa. De Richtlijn bleek echter al gauw enkele tekortkomingen te vertonen, vooral wat betreft beleggersbescherming.

Op 3 januari 2018 is de opvolger van MiFID I, MiFID II,⁶ in werking getreden. MiFID II introduceerde een nieuw, maar niet onbesproken concept: 'product governance'. Die nieuwe productgovernancebepalingen werden ingevoerd om de belegger te beschermen. Samen met MiFID II bracht de Europese Commissie ook Gedelegeerde Richtlijn 2017/593 uit die onder meer de productgovernancebepalingen van MiFID II concreet uitwerkt en technisch omschrijft.⁷

Belangrijk hierbij zijn de omzettingen naar Belgisch recht. MiFID II werd bij de wet van 21 november 2017 gedeeltelijk omgezet in Belgisch recht.⁸ Deze wet zet alles wat over marktinfrastructuren behandeld wordt in de richtlijn om naar Belgisch recht. Verder is het belangrijk om ook het KB van 19 december 2017 te vermelden, dat nadere regels bepaalt tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten.⁹ Veel van de productgovernancebepalingen werden echter via wijzigingsbepalingen ingevoegd in al bestaande Belgische wetten. We vinden ze onder meer terug in de Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten,¹⁰ in de Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen¹¹ en in de Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.¹²

Gezaghebbende auteurs inzake dit onderwerp zijn onder andere Veerle Colaert (hoogleraar financieel recht aan de KU Leuven), Danny Busch (hoogleraar financieel recht aan de Radboud Universiteit

⁴ Richtl. EP en Raad nr. 2004/39/EG, 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 145, 1 (hierna: MiFID I).

⁵ MiFID I was van kracht van 31 januari 2007 tot en met 2 januari 2018.

⁶ Richtl. EP en Raad nr. 2014/65/EU, 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349 (hierna: MiFID II).

⁷ Gedelegeerde Richtl. Comm. nr. 2017/593, 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen, *Pb. L.* 31 maart 2017, afl. 87, 500 (hierna: Gedelegeerde Richtlijn).

⁸ Wet 21 november 2017 over de infrastructuren voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU, *BS* 7 december 2017.

⁹ KB 19 december 2017 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, *BS* 27 december 2017 (hierna: MiFID II-KB).

¹⁰ Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39.12 (hierna: Wet Financieel Toezicht).

¹¹ Wet 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen, *BS* 7 mei 2014, 36.794 (hierna: Bankwet).

¹² Wet 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, *BS* 18 november 2016, 76.915 (hierna: Beleggingsdienstenwet).

Nijmegen), Chris Vervliet (lid van de ESMA Stakeholder Group) en Veerle De Schryver (Directeur Transversaal toezicht op financiële producten bij de FSMA).

1.2 Probleemstelling en relevantie

Nu MiFID II al enkele jaren van kracht is, wordt het interessant om na te gaan hoe de omzetting inzake product governance naar Belgisch recht verlopen is. Dit onderzoek maakt een evaluatie van de implementatie en toepassing in het Belgische bankwezen, en kijkt daarvoor naar de vier Belgische grootbanken (BNP Paribas Fortis, KBC, ING, Belfius).¹³ De reden dat er gekozen werd voor de bankensector ligt in het feit dat deze kredietinstellingen vaak de kleinere retailbeleggers als cliënteel hebben en het is net voor hen dat de extra bescherming inzake product governance van belang kan zijn.

1.3 Beperkingen

In dit onderzoek worden ook een aantal aspecten expliciet niet behandeld. Zo zal er niet ingegaan worden op de Markets in Financial Instruments Regulation. Deze verordening regelt onder meer het openbaar maken van handelsgegevens aan het publiek, het melden van transacties aan de bevoegde autoriteiten en productinterventiebevoegdheden van deze autoriteiten. Het bespreken en evalueren van deze verordening zou het werk te uitgebreid maken. De eerste Market in Financial Instruments Directive zal contextueel wel besproken worden in dit werk, maar niet zo uitvoerig als zijn opvolger.

Een verdere aflijning van dit onderzoek bestaat erin dat er niet uitgebreid ingegaan wordt op de beleggingsondernemingen in strikte zin die onder het toepassingsgebied van MiFID vallen. De focus van het onderzoek ligt op de vier grootste Belgische kredietinstellingen. Deze beperking is tweeledig: enerzijds zou het, gelet op het tijdsbestek van dit onderzoek, niet haalbaar zijn om alle Belgische beleggingsondernemingen te interviewen. Daarom werd er specifiek voor kredietinstellingen gekozen, omdat zij tevens onderworpen zijn aan MiFID II en de productgovernancebepalingen. Anderzijds werd er geopteerd voor de vier grootste Belgische kredietinstellingen, omdat zij een belangrijke rol spelen voor de retailbelegger in het bijzonder.

1.4 Onderzoeksvraag en sub-onderzoeksvragen

De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek luidt als volgt: "Hoe zijn de MiFID II-regels rond product governance in het effectenrecht geïmplementeerd in de Belgische rechtsorde en welke eventuele tekortkomingen zijn er nog?"

De volgende subonderzoeksvragen en het antwoord erop zijn noodzakelijk om de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden:

- 1) Wat is MiFID (II)?

¹³ <https://trendstop.knack.be/nl/sector/bnk/banken.aspx>

- 2) Wat is het toepassingsgebied van MiFID II?
- 3) Wat zijn de belangrijkste gedragsregels onder MiFID II?
- 4) Wat is product governance?
- 5) Wat zijn de regels omtrent product governance neergelegd in MiFID II?
- 6) Wat zijn de regels omtrent product governance in het Belgisch recht?
- 7) Hoe verloopt het product governance-proces voor de productontwikkelaar en distributeur?
- 8) Welke punten van kritiek en tekortkomingen vertonen de productgovernancebepalingen?
- 9) Welke evaluatieve criteria worden in aanmerking genomen om de productgovernancebepalingen aan te toetsen?
- 10) Doorstaan de productgovernancebepalingen de toets aan de uiteengezette evaluatieve criteria?
- 11) Bereiken de productgovernancebepalingen de vooropgestelde doelen?

1.5 Onderzoeksstrategie

Dit onderzoek geeft de voorkeur aan een interdisciplinair onderzoek dat het onderwerp niet strikt intern-juridisch benadert maar het bekijkt vanuit een bredere economische context. De onderzoeksmethode die daarbij gehanteerd wordt, is een evaluerende methode waarbij gebruik gemaakt wordt van zowel interne als externe evaluatieve criteria. De productgovernancebepalingen zullen getoetst worden aan deze criteria.¹⁴

Dit onderzoek wordt mede uitgebouwd op basis van diepte-interviews, afgenomen bij de reeds genoemde vier Belgische grootbanken. Deze interviews peilen naar de implementatie van de MiFID II productgovernancebepalingen en naar eventuele tekortkomingen en pijnpunten in de (omzetting van de) wetgeving. Ze zullen geanonimiseerd in dit werk opgenomen worden. De geïnterviewden zijn werknemers van de kredietinstellingen en zijn personen die actief bezig zijn met MiFID II en product governance binnen hun instelling.

De bevindingen van dit onderzoek zullen dus niet algemeen zijn omdat het onderzoek zich enkel richt op de vier grootste kredietinstellingen van België. Het onderzoek zal bijgevolg een evaluatie vormen met een insteek vanuit de praktijk maar vormt, om hierboven genoemde redenen, geen finale evaluatie.

¹⁴ L. KESTEMONT en P. SCHOUKENS, *Rechtswetenschappelijk schrijven*, Leuven, Acco, 2017, 64-65.

1.6 Structuurweergave onderzoek

Dit onderzoek vangt in het eerste hoofdstuk aan met een uiteenzetting over MiFID I en II. Eerst zullen de beweegredenen voor het invoeren van MiFID I en II besproken worden. Daarna wordt het toepassingsgebied van MiFID II overlopen met een blik op de belangrijkste gedragsregels.

In een volgend hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op de productgovernancebepalingen van MiFID II. Het onderzoek behandelt daarin de *ratio legis* en het toepassingsgebied van deze bepalingen. Vervolgens wordt het product governance-proces overlopen voor zowel de productontwikkelaar als de distributeur. Er wordt bovendien gekeken naar de zogenaamde informatiecirkel, de verkoop buiten de doelmarkt, de verwevenheid van product governance met andere beleggersbeschermende maatregelen en de punten van kritiek op product governance.

Het laatste hoofdstuk spitst zich toe op de door dit onderzoek uitgevoerde evaluatie van de productgovernancebepalingen. Daarin worden allereerst de evaluatieve criteria en de toegepaste methode van de evaluatie toegelicht, om vervolgens de voornaamste bevindingen per criterium te overlopen.

Tot slot wordt de conclusie van dit onderzoek besproken en wordt de onderzoeksvraag beantwoord. Hierna volgt er nog een bibliografie en enkele bijlagen die de vragen en transcripties van de afgenomen interviews bevatten.

2. MiFID

2.1 MiFID I

MiFID II is de opvolger van de in 2004 geïntroduceerde eerste Markets in Financial Instruments Directive. Omdat sinds de jaren 2000 de financiële markten niet alleen groter maar ook complexer werden, net zoals de financiële producten, was er nood aan efficiënter een wetgevend kader. Ook het aantal actieve beleggers steeg waardoor beleggingsadvies persoonlijker en specifiek werd.¹⁵ Het in de jaren 90 bestaande wetgevend kader, gecreëerd door de Beleggingsdienstenrichtlijn van 1993, bleek niet meer efficiënt te zijn.¹⁶ Deze Beleggingsdienstenrichtlijn was een minimumharmonisatierichtlijn waardoor veel lidstaten er van afweken en voor strengere bepalingen opteerden. De onderlinge verschillen tussen de lidstaten waren bijgevolg bijzonder groot en dat zorgde voor een kluwen van verschillende regels inzake financiële producten.¹⁷

De nood aan een nieuw wetgevend optreden over de regulering van financiële instrumenten drong zich dan ook op. Om een meer uniforme regelgeving en een betere integratie van de verschillende nationale financiële markten te bereiken, opteerde men bij MiFID I dan ook voor maximumharmonisatie. Dat blijkt onder meer letterlijk uit overweging 7 van de MiFID I Uitvoeringsrichtlijn, waar men stelt: *“Met het oog op een uniforme toepassing van de verschillende voorschriften van Richtlijn 2004/39/EG moet een geharmoniseerd geheel van door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening worden vastgesteld. Daarom mogen de lidstaten en de bevoegde autoriteiten bij de omzetting en toepassing van deze richtlijn geen aanvullende bindende voorschriften vaststellen, tenzij dit uitdrukkelijk in deze richtlijn wordt toegestaan.”*¹⁸

Om betere bescherming te bieden aan de belegger en om een meer omvattend regelgevingskader te creëren ontstond dan ook MiFID I in 2004. Deze richtlijn werd op 1 november 2007 omgezet in de Belgische rechtsorde.¹⁹

MiFID I had de volgende doelstellingen: enerzijds beoogde de richtlijn het bevorderen van de interne markt net als een versterkte liquiditeit en efficiëntie van de financiële markten in Europa. Anderzijds

¹⁵ Overweging (2) en (3) MiFID I.

¹⁶ Richtl.Raad nr. 93/22/EG, 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, Pb.L. 11 juni 1993, afl. 141, 27.

¹⁷ V. COLAERT en T. VAN DYCK, “MiFID en de gedragsregels: een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten”, *RDC-TBH* 2008, (227) 230.

¹⁸ Overweging (7) Richtl.Comm. nr. 2006/73/EG, 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, Pb.L. 2 september 2006, afl. 241, 26.

¹⁹ KB van 27 april 2007 tot omzetting van de Europese richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten, B.S. 31 mei 2007; KB van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, B.S. 18 juni 2007.

stond ook de bescherming van de belegger en de integriteit van de financiële markten centraal.²⁰ De regels moesten er met andere woorden voor zorgen dat de algemene efficiënte van het financieel stelsel gehandhaafd bleef,²¹ waarbij de focus voornamelijk lag op de bescherming van de belegger. De belangrijkste gedragsregels voor financiële instellingen ter bescherming van de belegger, zoals het 'ken-uw-client'-beginsel²² en het loyauteitsbeginsel,²³ werden al ingevoerd bij MiFID I en werden overgenomen in MiFID II, evenwel met beperkte wijzigingen. Deze worden verder besproken onder Titel 2.4.

2.2 Van MiFID I naar MiFID II

2.2.1 Financiële crisis als katalysator voor nieuwe richtlijn

Ondanks de ruimere, meer geharmoniseerde regeling van de financiële markten en beleggersbescherming onder MiFID I, bleek deze toch nog tekorten te vertonen. De financiële crisis legde enkele pijnpunten bloot. Met name de regels rond beleggersbescherming en transparantie van de financiële markten bleken niet in staat om het gewenste resultaat te bereiken en waren duidelijk niet verregaand genoeg om misbruiken in de financiële wereld te voorkomen.²⁴ Het vertrouwen van de belegger was zoek.

Dat blijkt ook duidelijk uit de overwegingen van MiFID II. Zo heeft men het onder meer over de financiële crisis die pijnlijk aantoonde dat er nog steeds grote lacunes zijn in de werking en de transparantie van financiële markten, dat er een duidelijke nood is aan een versterkt toezicht- en regelgevingskader voor de financiële markten en dat er verder ingezet moet worden op een betere beleggersbescherming om het vertrouwen van deze belegger terug te kunnen winnen.²⁵ Het is namelijk zo dat tekortkomingen, of beter, een gebrek aan corporate governance binnen de financiële instellingen één van de grote factoren was die aanleiding gaf tot de financiële crisis. Men stelt dat *"Het nemen van buitensporige en onverantwoorde risico's tot de ondergang van individuele instellingen kan leiden en niet alleen in de lidstaten maar in de hele wereld systeemproblemen kan veroorzaken. Incorrect gedrag van ondernemingen die diensten aan cliënten verlenen, kan beleggers schade berokkenen en het beleggersvertrouwen aantasten. Om het potentieel schadelijk effect van deze tekortkomingen in corporate-governanceregelingen aan te pakken, dient Richtlijn 2004/39/EG met gedetailleerder beginselen en minimumnormen te worden aangevuld."*²⁶

Op 20 oktober 2011 werd er dan ook een voorstel voor een nieuwe richtlijn ingediend door de Europese Commissie bij het Parlement en de Raad.²⁷ Ook daaruit valt duidelijk af te leiden dat de

²⁰ V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels: een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *RDC-TBH* 2008, (227) 227; A. VAN CAUWENBERGE, "Het reglementair landschap voor de Europese Financiële markten na MiFID", *BFR* 2008, (63) 68.

²¹ Overweging (5) MiFID I.

²² Art. 25 MiFID II.

²³ Art. 24(1) MiFID II.

²⁴ D. BUSCH, "MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets", *Law and Financial Markets Review* 2017, (126) 126.

²⁵ Overweging (4) MiFID II.

²⁶ Overweging (5) MiFID II.

²⁷ Voorstel (Comm.) voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad, 20 oktober 2011, COM(2011)0656 def – 2011/0298 (COD).

financiële crisis die de tekortkomingen heeft blootgelegd in het financiële systeem een van de drijfveren was voor nieuwe, betere regels met onder meer een versterkte beleggersbescherming. Net zoals MiFID I valt hier weer de duidelijke tendens naar maximumharmonisatie op. Het voorstel van de Commissie verklaart namelijk dat *“de manoeuvreerruimte van de lidstaten binnen de EU-richtlijnen inzake financiële diensten tot een minimum beperkt moeten worden”*.²⁸

Het voorstel werd uiteindelijk op 15 mei 2014 aangenomen en resulteerde aldus in MiFID II.

2.2.2 De Lamfalussy-werkwijze: een vierledige aanpak

Zowel MiFID I als MiFID II werden opgesteld aan de hand van de zogenaamde Lamfalussy-methode. Het Lamfalussy-comité is een comité dat opgericht werd onder het Actieplan voor financiële diensten in 1999. Een van de acties die in dat plan door de Commissie werd voorgesteld om de interne markt voor financiële diensten te voltooien in de komende jaren, was de oprichting van een comité. Dat comité, dat opgericht werd onder voorzitter Alexandre Lamfalussy, had als taak te onderzoeken hoe men deze interne markt voor financiële diensten zo snel mogelijk kon voltooien en wat de vertragende factoren konden zijn. Een van die vertragende factoren bleek de trage Europese wetgevingsprocedure te zijn. Deze kon niet efficiënt inspelen op de zeer snelle ontwikkelingen die zich voordoen in de complexe financiële wereld. Om daaraan tegemoet te komen werd onder het Lamfalussy-comité een nieuwe procedure ontwikkeld met als doel het versnellen en vereenvoudigen van het Europese wetgevingsproces.²⁹

Deze nieuwe procedure omvat vier niveaus. Op niveau 1 worden enkel de basisregels goedgekeurd, en dit door het Parlement en de Raad. Met deze goedgekeurde niveau 1-regels gaat de Commissie vervolgens aan de slag, in samenspraak met gespecialiseerde comités, om zo meer precieze en gedetailleerde regels uit te schrijven. Deze meer technische, uitgewerkte regels vormen niveau 2. Het is de Commissie die in deze beslist of er gewerkt zal worden met een Verordening, dan wel met een Richtlijn. Op niveau 3 wordt het toezicht geregeld door de Europese Toezichthoudende Autoriteiten. Op Europees niveau is dat de European Securities and Markets Authority.³⁰ Op nationaal niveau, in België, is dit de Financial Services and Markets Authority.³¹ Op niveau 3 spreken de toezichthoudende autoriteiten af hoe ze de efficiënte en correcte toepassing van de regels bepaald onder niveau 1 en 2 zullen verzekeren. Het kan hierbij bijvoorbeeld gaan om aanbevelingen en richtsnoeren gericht aan de financiële instellingen voor het correct toepassen en implementeren van nieuwe financiële wetgeving. Op niveau 4 tenslotte wordt er gecontroleerd op de implementatie en handhaving van de nieuwe regelgeving. In het uiterste geval, wanneer een lidstaat haar nationale

²⁸ Ibid, alinea 1.

²⁹ S. DEJONGHE, “Overzicht van enkele nationale toezichtpatronen in Europa” in M. TISON, C. VAN ACKER en J. CERFONTAINE (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten. Volume II*, Antwerpen, Intersentia, 2003, (287) 287-293.

³⁰ Hierna: ESMA.

³¹ Hierna: FSMA.

wetten niet, niet volledig of onjuist implementeert, kan de Commissie een vordering instellen bij het Hof van Justitie.³²

2.2.3 MiFID en de vierledige aanpak: een blik op de productgovernancebepalingen

MiFID I was een van de eerste richtlijnen waarbij de nieuwe Lamfalussy-werkwijze werd toegepast.³³ Ook MiFID II werd conform deze werkwijze opgesteld.³⁴ De omzetting van de nieuwe productgovernancebepalingen in MiFID II kan het best aan de hand van deze vierledige aanpak toegelicht worden. In wat volgt zal zowel een kort overzicht gegeven worden van de productgovernancebepalingen in de Europese richtlijnen als op Belgisch, nationaal niveau. Voor een diepte-analyse van de Europese en Belgische bepalingen inzake product governance, wordt er verwezen naar hoofdstuk 3.

Niveau 1

Voor de niveau 1-bepalingen, die de basisregels uiteenzetten, kan er voor de specifieke productgovernancebepalingen op Europees niveau verwezen worden naar de artikelen 9(3), lid 2, b), artikel 16(3) en 24(2) MiFID II.

In het Belgisch recht vinden we deze basisregels terug in artikel 27, §§2 en 3 van de Wet Financieel Toezicht van 2 augustus 2002. Verder vinden we ook in de Bankwet van 25 april 2014 niveau 1-bepalingen inzake product governance terug, met name in de artikelen 23, lid 2, 3^o, 41, §1, 2^o, 65/2, 502, 510 en 529/1. Tot slot zijn er ook niveau 1-bepalingen inzake product governance terug te vinden in de Belggingdienstenwet, meer bepaald in de artikelen 25, §1, 10^o, 25/1, §1, 3^o en 26/1.

Niveau 2

Waar de productgovernancebepalingen in MiFID II vrij algemeen en abstract worden omschreven, is dat anders in de Gedelegeerde Richtlijn die MiFID II aanvult en een meer precieze, technische omschrijving geeft deze bepalingen. Deze zijn terug te vinden in de artikelen 9 en 10 van de Gedelegeerde Richtlijn.

In het Belgisch recht zijn deze omgezet in het MiFID II-KB van 19 december 2017, vanaf artikel 21 en verder.

³² S. DEJONGHE, "Overzicht van enkele nationale toezichtpatronen in Europa" in M. TISON e.a., *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten. Volume II*, Antwerpen, Intersentia, 2003, (287) 287-293; E. WYMEERSCH, "Het financiële recht, naar Europese maatstaven herijkt" in M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Mortsel, Intersentia, 2007, 425-440.

³³ S. DEJONGHE, "Overzicht van enkele nationale toezichtpatronen in Europa" in M. TISON e.a., *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten. Volume II*, Antwerpen, Intersentia, 2003, (287) 291; A. VAN CAUWENBERGE, "Het reglementair landschap voor de Europese Financiële markten na MiFID", *BFR* 2008, (63) 63-64.

³⁴ F. RAVELINGIEN, en C. VERIS, "De MiFID II-gedrageregels inzake beleggingsadvies: een uitbreiding en verstrenging", *BFR* 2017, (371) 371-372.

Niveau 3

Wat betreft niveau 3 inzake MiFID II en de product governance vereisten, kan er verwezen worden naar de verschillende richtsnoeren en Q&A's van de ESMA.³⁵ Op nationaal niveau zijn er ook tal van richtsnoeren en Q&A's uitgegeven door de FSMA.³⁶

2.3 Toepassingsgebied MiFID II

2.3.1 Toepassingsgebied *ratione personae*

Het personeel toepassingsgebied van MiFID II valt uiteen in twee delen. Aan de ene kant behandelt het toepassingsgebied van MiFID II *ratione personae* de vergunningsvoorwaarden, aan de andere kant de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden. De vergunningsvoorwaarden zijn voor dit onderzoek minder relevant aangezien het onderzoek zich richt tot de vier grootste Belgische kredietinstellingen. Niettemin is het toch interessant om een korte beschrijving te geven van deze vergunningsvoorwaarden, bijvoorbeeld om het verschil met de bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden extra duidelijk te maken.

A. Vergunningsvoorwaarden

Art. 1(1) MiFID II stelt dat de richtlijn van toepassing is op beleggingsondernemingen, marktexploitanten, aanbieders van datarapporteringsdiensten en ondernemingen uit derde landen die beleggingsdiensten verlenen via de vestiging van een bijkantoor in de Unie.

De Beleggingsdienstenwet maakt een onderscheid tussen twee soorten beleggingsondernemingen: de beleggingsonderneming *sensu stricto*, dit zijn de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, en de beursvennootschappen.³⁷

De beleggingsondernemingen in de strikte zin worden beschreven in artikel 4(1), 1) MiFID II. De definitie in het Belgische recht is zo goed als dezelfde: het zijn ondernemingen naar Belgisch recht waarvan het gewone bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten of aanbieden van een of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van een of meer beleggingsactiviteiten.³⁸ Naar Belgisch recht mogen deze beleggingsondernemingen in de strikte zin slechts een bepaald aantal MiFID-activiteiten verrichten zoals het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten,³⁹ het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten,⁴⁰

³⁵ Zie bijvoorbeeld de ESMA Guidelines on MiFID II product governance requirements van 2 juni 2017.

³⁶ Zie bijvoorbeeld de Q&A over de productgovernance en de informatieverstrekking aan cliënten van 17 januari 2018 van de FSMA.

³⁷ T. DONNEZ, "Toepassingsgebied MiFID II: over het bos en de bomen" in A-P. ANDRÉ DUMONT, V. COLAERT, C. DAEMS, A. DE BACKER, N. DE WAELE, J. DEMETS, X. DIEUX, T. DONNEZ, M. DUPLAT, B. FERON, A. FINK, J-M. GOLLIER, M. GRÉGOIRE, S. KIERSZENBAUM, M. PEETERS, S. RYELANDT, J-P. SERVAIS, C. STANDAERT, A. VAN IMPE, N. VANDERSTAPPEN, C. VERVLIET (eds.), *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (11) 11-22.

³⁸ Art. 3, §1 Beleggingsdienstenwet.

³⁹ Art. 2, 1^o, 1) en art. 6, §3 Beleggingsdienstenwet.

⁴⁰ Art. 2, 1^o, 2) en art. 6, §3 Beleggingsdienstenwet.

vermogensbeheer⁴¹ en beleggingsadvies.⁴² Eens zij een vergunning⁴³ verkregen hebben van de FSMA als toezichthoudend orgaan, verschijnen zij in de lijst van vergunninghouders opgesteld door de FSMA overeenkomstig artikel 7 Beleggingsdienstenwet.⁴⁴

De andere soort beleggingsonderneming is de beursvennootschap. Dit is een bijzondere vorm van de beleggingsondernemingen omdat zij een vergunning kan aanvragen voor alle MiFID-activiteiten en beleggingsdiensten.⁴⁵ De beursvennootschap kan dus ook verrichtingen voor eigen rekening uitvoeren,⁴⁶ iets wat de beleggingsonderneming in de strikte zin uitdrukkelijk niet kan.⁴⁷ Gelet op deze verschillen en het uiteenlopende risicoprofiel, is het dan ook niet vreemd dat de wetgever het toezicht op de beursvennootschappen heeft gelijkgetrokken met dat van de kredietinstellingen, waardoor de bepalingen over de beursvennootschappen nu ook terug te vinden zijn in de Bankwet.⁴⁸

In tegenstelling tot de beleggingsonderneming in de strikte zin, zijn de beursvennootschappen niet onderworpen aan het toezicht van de FSMA, maar wel aan dat van de Nationale Bank van België.⁴⁹

B. Bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden

Belangrijker voor dit onderzoek is het toepassingsgebied van MiFID II voor de kredietinstellingen. In tegenstelling tot de beleggingsondernemingen genieten kredietinstellingen van een vrijstelling onder MiFID II. Deze vrijstellingen hebben betrekking op de vergunningsvoorwaarden om beleggingsdiensten te mogen verstrekken. Anders dan de hierboven vernoemde beleggingsondernemingen hoeven kredietinstellingen geen aparte vergunning om onder MiFID II te opereren.⁵⁰

Dit is gelijkaardig naar het Belgisch recht, waar er in art. 4, §1 van de Beleggingsdienstenwet ook een uitzondering vervat zit die kredietinstellingen uitsluit van de vergunningsvoorwaarden om deze beleggingsactiviteiten te mogen verrichten. Dit valt tevens te lezen in overweging 38 van MiFID II, waarin men stelt dat kredietinstellingen waaraan een vergunning is verleend krachtens MiFID II geen andere vergunning nodig hebben om beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten, aangezien dit reeds vervat ligt in hun vergunning als gereguleerde kredietinstelling.⁵¹

⁴¹ Art. 2, 1^o, 4) en art. 6, §3 Beleggingsdienstenwet.

⁴² Art. 2, 1^o, 5) en art. 6, §3 Beleggingsdienstenwet.

⁴³ Art. 6, §1, 2^o Beleggingsdienstenwet.

⁴⁴ Consulteerbaar op de website van de FSMA via <https://www.fsma.be/nl/beleggingsondernemingen>.

⁴⁵ Art. 6, §2 Beleggingsdienstenwet.

⁴⁶ Art. 2, 1^o, 3) en art. 6, §2 Beleggingsdienstenwet.

⁴⁷ Art. 6, §3 Beleggingsdienstenwet.

⁴⁸ Art. 1, §2 Bankwet; T. DONNEZ, "Toepassingsgebied MiFID II: over het bos en de bomen" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (11) 15.

⁴⁹ Voor een overzicht van de beursvennootschappen naar Belgisch recht, zie <https://www.nbb.be/nl/financieel-toezicht/prudentieel-toezicht/toezichtsdomeinen/beursvennootschappen/lijsten-3>.

⁵⁰ Art. 1(3) MiFID II; T. DONNEZ, "Toepassingsgebied MiFID II: over het bos en de bomen" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (11) 16-17; S. DE DIJN, "Het toepassingsgebied van MiFID II in België", *BFR* 2017, (279) 283-284.

⁵¹ S. DE DIJN, "Het toepassingsgebied van MiFID II in België", *BFR* 2017, (279) 280-281.

C. Kredietinstellingen

Uit overweging 38 blijkt dat kredietinstellingen vrijgesteld zijn van de vergunningsplicht onder MiFID om beleggingsdiensten te mogen verrichten. Dit betekent echter niet dat zij geen vergunning zouden nodig hebben. Uit diezelfde overweging blijkt namelijk dat wanneer een kredietinstelling beleggingsdiensten wenst te verlenen, de bevoegde autoriteiten eerst en vooral een vergunning dienen te verlenen op grond van Richtlijn 2013/36/EU⁵² en dat deze autoriteiten zich ervan moeten vergewissen dat de kredietinstelling conformeert aan de bepalingen vervat in die richtlijn.

Een blik op Richtlijn 2013/36/EU maakt duidelijk dat kredietinstellingen een vergunning nodig hebben, verleend door de lidstaten die de voorwaarden hiervoor vaststellen.⁵³ Deze voorwaarden zijn verder uitgewerkt in Verordening 575/2013.⁵⁴ In het Belgisch recht zijn deze bepaald bij de Bankwet, meer bepaald in de artikelen 7 en verder. Zoals DE DIJN het stelt is dit reeds een afdoend, zwaar statuut dat zeker gelijkaardig is aan het statuut vereist onder MiFID II voor beleggingsondernemingen.⁵⁵

Bovendien is het ook nog van belang, aangezien dit onderzoek zich richt op de toepassing van product governance binnen kredietinstellingen, om te duiden wat een kredietinstelling nu juist is. Onder de definities van MiFID II vinden we in artikel 4, 27° een verwijzing naar de definitie van kredietinstellingen zoals bepaald in artikel 4(1), 1° van Verordening 575/2013. Volgens dat artikel 4(1), 1° is een kredietinstelling *“een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het bij het publiek aantrekken van deposito’s of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening”*. Een blik op de Beleggingsdienstenwet maakt duidelijk dat een kredietinstelling iedere instelling is als bedoeld in Boek II en de Titels I en II van Boek III van de wet van 25 april 2014.⁵⁶ In de Bankwet wordt verduidelijkt dat onder ‘kredietinstelling’ wordt verstaan een Belgische of buitenlandse onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van gelddeposito’s of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening.⁵⁷ De verwijzing slaat op de vergunningsvoorwaarden die hierboven reeds eerder werden toegelicht.

Tot slot, wat betreft het toepassingsgebied van MiFID II voor kredietinstellingen, is artikel 1(3) MiFID II van belang. Dit artikel bepaalt welke bepalingen van MiFID II van toepassing zijn op de kredietinstellingen wanneer zij één of meer beleggingsdiensten verlenen en/of beleggingsactiviteiten verrichten. Het gaat specifiek om de volgende bepalingen:

⁵² Richtl. EP en Raad nr. 2013/36/EU, 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 338.

⁵³ Art. 8(1) Richtlijn 2013/36/EU.

⁵⁴ Verord. EP en Raad nr. 575/2013, 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 1.

⁵⁵ S. DE DIJN, “Het toepassingsgebied van MiFID II in België”, *BFR* 2017, (279) 283-284.

⁵⁶ Art. 2, 22° Beleggingsdienstenwet.

⁵⁷ Art. 1, §3 Bankwet.

- a) artikel 2, lid 2, artikel 9, lid 3 en de artikelen 14 en 16 tot en met 20: deze artikelen hebben onder andere betrekking op de verplichtingen van het leidinggevend orgaan binnen de instelling, op het aanvangskapitaal en de organisatorische vereisten;
- b) titel II, hoofdstuk II, met uitzondering van artikel 29, lid 2, tweede alinea: bepalingen inzake de door beleggingsondernemingen in acht te nemen voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening;
- c) titel II, hoofdstuk III, met uitzondering van artikel 34, leden 2 en 3, en artikel 35, leden 2 tot en met 6 en 9: bepalingen met betrekking tot de rechten van beleggingsonderneming;
- d) de artikelen 67 tot en met 75 en de artikelen 80, 85 en 86 over aanwijzing en samenwerking van bevoegde autoriteiten en verhaalprocedures.

2.3.2 Toepassingsgebied *ratione materiae*

Artikel 1(3) MiFID II is verder ook van belang voor het materieel toepassingsgebied. Het bepaalt dat de in dat artikel beschreven bepalingen van toepassing zijn op een vergunde kredietinstelling "wanneer deze één of meer beleggingsdiensten verlenen en/of beleggingsactiviteiten verrichten".

Onder de definities van MiFID II valt te lezen dat beleggingsdiensten en -activiteiten "iedere in deel A van bijlage I genoemde dienst of activiteit is die betrekking heeft op één van de in deel C van bijlage I genoemde instrumenten".⁵⁸ In de Beleggingsdienstenwet vinden we een nagenoeg identieke bepaling terug in artikel 2, 1°. Het gaat dus om activiteiten die betrekking hebben op financiële instrumenten zoals:

- 1) Het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten, met inbegrip van het met elkaar in contact brengen van twee of meer beleggers waardoor tussen deze beleggers een verrichting tot stand kan komen;⁵⁹
- 2) Het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten;
- 3) Het handelen voor eigen rekening;
- 4) Vermogensbeheer;
- 5) Beleggingsadvies;
- 6) Het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie;
- 7) Het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie;
- 8) Het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten.

Wat betreft "het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten", bevat MiFID II een uitbreiding ten opzichte van zijn voorganger.⁶⁰ MiFID II is daarom nu ook van toepassing op de situatie waarin beleggingsondernemingen en kredietinstellingen op de primaire markt door henzelf uitgegeven financiële instrumenten verhandelen zonder enig advies te verstrekken.⁶¹ Deze situatie, ook wel bekend als 'execution only', wordt verder toegelicht onder Titel 2.4.3.

⁵⁸ Art. 4(1), 2° MiFID II.

⁵⁹ Overweging (44) MiFID II.

⁶⁰ T. DONNEZ, "Toepassingsgebied MiFID II: over het bos en de bomen" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (11) 22-23.

⁶¹ Overweging (45) en art. 1(1), 5° MiFID II.

A. Onderscheid tussen beleggingsdienst en beleggingsactiviteit

In MiFID II worden het verrichten van beleggingsdiensten en het verrichten van beleggingsactiviteiten vaak in een adem genoemd. Het is weldegelijk belangrijk hierin een onderscheid te maken omdat bijvoorbeeld de gedragsregels onder de Wet Financieel Toezicht enkel van toepassing zijn op beleggingsdiensten (en nevendiensten).⁶²

Een beleggingsdienst onderscheidt zich van een beleggingsactiviteit door het feit dat er bij een beleggingsdienst steeds een relatie met een derde (de cliënt) is. Een beleggingsactiviteit heeft dit niet, want hier handelt de onderneming voor eigen rekening, eventueel naar aanleiding van een cliënt. In feite zijn dus alleen 'het handelen voor eigen rekening' en 'het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten' beleggingsactiviteiten.⁶³

B. Financiële instrumenten

Een tweede belangrijk onderdeel van het materieel toepassingsgebied is dat beleggingsdiensten/beleggingsactiviteiten betrekking moeten hebben op financiële instrumenten. A *contrario* kan men daaruit afleiden dat beleggingsdiensten/activiteiten die geen betrekking hebben op financiële instrumenten, niet onder het toepassingsgebied van MiFID II vallen.⁶⁴

De financiële instrumenten onder MiFID II worden opgesomd in deel C van bijlage I.⁶⁵ Het gaat dan onder meer over effecten, geldmarktinstrumenten, opties, futures, swaps, rente-termijn contracten en andere derivatencontracten die betrekking hebben op onder andere effecten en valuta. In het Belgisch recht is deze lijst van financiële instrumenten terug te vinden in artikel 2, 1^o Wet Financieel Toezicht.

MiFID II is echter niet alleen van toepassing op beleggingsproducten maar ook op gestructureerde deposito's.⁶⁶ Deze worden niet expliciet vermeld in deel C van bijlage I maar wel in artikel 1(4) MiFID II.⁶⁷ Dat artikel bepaalt namelijk dat de gedragsregels van MiFID II, waaronder ook de regels inzake product governance, eveneens van toepassing zijn op gestructureerde deposito's wanneer gereguleerde ondernemingen verkopen ervan verrichten of er advies over verstrekken.⁶⁸ Gestructureerde deposito's zijn deposito's die op de vervaldatum volledig worden terugbetaald en waarbij de rente of premie wordt uitbetaald volgens een formule die gebaseerd is op de evolutie van een andere factor zoals bijvoorbeeld een index.⁶⁹ Het feit dat gestructureerde deposito's onder MiFID II nu toch aan enkele gedragsregels worden onderworpen wordt veroorzaakt doordat het product

⁶² Art. 27 Wet Financieel Toezicht.

⁶³ S. DE DIJN, "Het toepassingsgebied van MiFID II in België", *BFR* 2017, (279) 287-290; T. DONNEZ, "Toepassingsgebied MiFID II: over het bos en de bomen" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (11) 23-24.

⁶⁴ S. DE DIJN, "Het toepassingsgebied van MiFID II in België", *BFR* 2017, (279) 290-291.

⁶⁵ Art. 4(1), 2^o en Bijlage I, Deel C MiFID II.

⁶⁶ S. DE DIJN, "Het toepassingsgebied van MiFID II in België", *BFR* 2017, (279) 280; V. COLAERT, "MiFID II en de zorgplicht: niets nieuws onder de zon?" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (99) 106-107.

⁶⁷ Omgezet in Belgisch recht in artikel 26, tiende lid van de Wet Financieel Toezicht.

⁶⁸ Art. 2(1) Gedelegeerde Richtlijn; art. 21 MiFID II-KB.

⁶⁹ Art. 4, 43^o MiFID II; art. 2, 62^o Beleggingsdienstenwet.

een sterke opgang gemaakt heeft maar onder nog geen enkele wetgevingshandeling ter bescherming van de beleggers viel.⁷⁰

C. Cliënten

Zoals hierboven uiteengezet is er bij een beleggingsdienst sprake van een relatie tussen de beleggingsonderneming/kredietinstelling en een derde, de cliënt. In artikel 4(1), 9° MiFID II wordt een cliënt gedefinieerd als “*iedere natuurlijke persoon of rechtspersoon voor wie een beleggingsonderneming beleggingsdiensten en/of nevendiensten verleent*”. Dit onderzoek zal zich voornamelijk richten op de ‘niet-professionele cliënt’: een cliënt die geen professionele cliënt is.⁷¹ Dit omdat het grootste deel van het cliënteel van de geïnterviewden dergelijke cliënten zijn. De professionele cliënt is een cliënt die voldoet aan de criteria vastgesteld in bijlage II MiFID II.⁷² Het gaat dan onder meer over ondernemingen die een vergunning verkregen hebben om beleggingsactiviteiten te verrichten en ondernemingen dewelke over een eigen vermogen van minstens 2 000 000 euro en over een netto-omzet van minstens 40 000 000 euro beschikken.

In het Belgisch recht vinden we identieke definities terug van de begrippen ‘cliënt’, ‘professionele cliënt’ en ‘niet-professionele cliënt’ in artikel 2, 11°, 12° en 13° Beleggingsdienstenwet. Buiten de professionele en niet-professionele cliënt kent MiFID II ook nog een derde categorie van cliënten, namelijk ‘de in aanmerking komende tegenpartijen’ waarmee men eigenlijk doelt op institutionele ondernemingen. Dit begrip wordt in art. 30(2) MiFID II verduidelijkt: het gaat om tegenpartijen die het meest thuis zijn op de financiële markten en dus het minste bescherming krijgen. Gelet op hun professionele karakter en dat van de professionele cliënt, hebben zij minder bescherming nodig dan de niet-professionele cliënten en zijn zij minder van belang voor dit onderzoek.⁷³

2.3.3 Toepassingsgebied *ratione temporis*

Het voorstel van de Commissie voor MiFID II werd op 12 juni 2014 reeds goedgekeurd door het Europees Parlement en de Raad. De vooropgestelde inwerkingtreding van 3 januari 2017 werd niet gehaald. Een jaar later, op 3 januari 2018, trad MiFID II uiteindelijk in werking.⁷⁴ In het Belgisch recht werd MiFID II omgezet door de wet van 21 november 2017 en het KB van 19 december 2017. De Belgische regeling trad in werking op 3 januari 2018.

2.4 Belangrijkste gedragsregels

In wat volgt wordt er een korte beschrijving gegeven van de belangrijkste gedragsregels opgenomen in MiFID II ter bescherming van de belegger. Het is belangrijk te vermelden dat de regels rond product governance pas hun intrede doen in MiFID II. Hoewel in dit onderzoek de productgovernancebepalingen centraal staan, is het toch vereist om een algemeen beeld te schetsen van de volledige beleggersbescherming die MiFID biedt. Het grootste deel van de regels die

⁷⁰ Overweging (39) MiFID II.

⁷¹ Art. 4(1), 11° MiFID II.

⁷² Art. 4(1), 10° MiFID II.

⁷³ S. DE DIJN, “Het toepassingsgebied van MiFID II in België”, *BFR* 2017, (279) 291-292.

⁷⁴ T. DONNEZ, “Toepassingsgebied MiFID II: over het bos en de bomen” in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (11) 27.

beleggersbescherming beogen werden reeds opgenomen in MiFID I en werden in MiFID II opnieuw opgenomen, zij het met beperkte wijzigingen.

2.4.1 Loyauteitsbeginsel

Het loyauteitsbeginsel kan gezien worden als de centrale, overkoepelende gedragsregel van MiFID.⁷⁵ Het houdt in dat een beleggingsonderneming zich bij het verlenen van beleggingsdiensten loyaal, billijk en op professionele wijze dient in te zetten voor de belangen van zijn cliënten.

MiFID II introduceert twee vernieuwingen met betrekking tot dit loyauteitsbeginsel. Enerzijds wordt het beginsel verder uitgebreid en krijgt het een meer verregaande werking. Dat blijkt uit art. 30 MiFID II: het voegt een nieuwe algemene verplichting voor beleggingsondernemingen toe om ten opzichte van een in aanmerking komende tegenpartij, zoals bijvoorbeeld een pensioenfonds, *“op een eerlijke, billijke en professionele wijze op te treden en tevens te communiceren op een wijze die correct, duidelijk en niet misleidend is, rekening houdend met de aard van de in aanmerking komende tegenpartij en van haar bedrijfsactiviteiten.”*

Daarenboven breidt MiFID II het loyauteitsbeginsel uit ten aanzien van productontwikkelaars.⁷⁶ Ze moeten er onder MiFID II namelijk op toezien dat de financiële instrumenten die zij ontwerpen voldoen aan de wensen en behoeftes van de geïdentificeerde doelgroep van eindgebruikers. Ook de gekozen strategie voor de distributie van deze financiële instrumenten moet afgestemd zijn op de doelgroep. Tot slot moeten de beleggingsondernemingen de producten die zij aanbieden of aanbevelen ook begrijpen.⁷⁷ Deze tweede uitbreiding onder het loyauteitsbeginsel hangt nauw samen met de productgovernancebepalingen die verder aan bod komen.⁷⁸

2.4.2 Informatieplicht

Een andere belangrijke gedragsregel onder MiFID II zijn de informatieplichten, ook wel gekend als de ‘inform your customer’-verplichtingen.⁷⁹ Deze houden in dat de beleggingsonderneming aan haar (potentiële) cliënten tijdig passende informatie verstrekt over haar diensten, de financiële instrumenten die zij aanbiedt, de voorgestelde beleggingsstrategieën enzovoort. Zo moet bijvoorbeeld de informatie over de financiële instrumenten en voorgestelde beleggingsstrategieën passende toelichtingen en waarschuwingen omvatten over de risico’s verbonden aan de beleggingen in deze instrumenten en verbonden aan deze strategieën.⁸⁰ Belangrijk hierbij is dat deze informatie moet aangeven of het financiële instrument bestemd is voor professionele dan wel niet-professionele cliënten. Ook hier zien we het nauwe verband met de productgovernancebepalingen terugkomen.⁸¹

⁷⁵ Art. 24(1) MiFID II; art. 27, §1 Wet Financieel Toezicht.

⁷⁶ *Infra*, Titel 3.2.

⁷⁷ Art. 24(2) MiFID II.

⁷⁸ O. ELOOT en H. TILLEY, “Beleggersbescherming in MiFID II en MiFIR – Een overzicht en toetsing van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, (179) 183-197.

⁷⁹ Art. 24(4) MiFID II; art. 27, §3 Wet Financieel Toezicht.

⁸⁰ Art. 24(4), b) MiFID II.

⁸¹ O. ELOOT en H. TILLEY, “Beleggersbescherming in MiFID II en MiFIR – Een overzicht en toetsing van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen”, *BFR* 2014, (179) 183-197.

MiFID II voert daarenboven een onderscheid in tussen beleggingsadvies dat op afhankelijke of onafhankelijke basis wordt verstrekt. Wanneer de beleggingsonderneming beleggingsadvies verstrekt op onafhankelijke basis, dient zij aan enkele bijkomende verplichtingen te voldoen ten opzichte van de cliënt, zoals het feit dat men dit onafhankelijk advies moet baseren op een analyse van een voldoende ruim aanbod van financiële instrumenten.⁸² Ten slotte moet de onder deze gedragsregel verstrekte informatie steeds in begrijpelijke vorm worden verstrekt aan de (potentiële) cliënten zodat zij in staat zijn de aard en de risico's van de aangeboden beleggingsdienst te begrijpen om zodoende met kennis van zaken te handelen.⁸³

2.4.3 'Ken uw cliënt'-verplichting

De derde gedragsregel ter bescherming van de belegger is de 'ken uw cliënt'-verplichting, ook bekend als de 'know your customer'-verplichtingen. Deze verplichting omvat twee testen die de beleggingsonderneming ertoe in staat stellen een correct beeld te schetsen van de belegger: de geschiktheidsbeoordeling en de passendheidsbeoordeling.

In de situatie waarbij de beleggingsonderneming diensten van vermogensbeheer of beleggingsadvies levert, is deze verplicht een geschiktheidsbeoordeling uit te voeren.⁸⁴ Men dient na te gaan of de aangeboden beleggingsdienst in overeenstemming is met de kennis en ervaring van de cliënt met betrekking tot dat specifieke product, of dat product in overeenstemming is met de financiële situatie van zijn cliënt met inbegrip van zijn vermogen om verliezen te dragen en of het product in overeenstemming is met de beleggingsdoelstellingen van de cliënt en zijn risicobereidheid.⁸⁵

In het andere geval, wanneer de beleggingsonderneming geen beleggingsadvies of dienst van vermogensbeheer levert, is zij enkel gehouden tot het uitvoeren van de passendheidsbeoordeling.⁸⁶ Deze is beperkter en houdt de verplichting in voor de beleggingsonderneming om na te gaan over welke ervaring en kennis de cliënt als belegger beschikt en dit in verhouding tot het aangeboden beleggingsproduct. Indien dit instrument mogelijk als niet passend wordt ervaren, dient de beleggingsonderneming de cliënt hiervoor te waarschuwen.⁸⁷

Volledigheidshalve wordt er nog meegegeven dat de beleggingsonderneming in een bepaald aantal gevallen de passendheidsbeoordeling niet dient uit te voeren.⁸⁸ Dat geldt onder meer in de situatie waarbij de onderneming enkel orders van de belegger uitvoert op zijn initiatief, zoals bijvoorbeeld het verkopen van diens aandelen op de gereguleerde markt. Daarbij wordt er geen advies verstrekt door de beleggingsonderneming. Dit staat beter bekend als '*execution only*'. Indien het

⁸² Art. 24(7) MiFID II.

⁸³ Art. 24(5) MiFID II; V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels: een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *RDC-TBH* 2008, (227) 248-258.

⁸⁴ Art. 25(2) MiFID II; art. 54 Gedelegeerde Verordening 2017/565 van 25 april 2016; art. 27ter Wet Financieel Toezicht.

⁸⁵ F. RAVELINGIEN en C. VERIS, "De MiFID II-gedragsregels inzake beleggingsadvies: een uitbreiding en verstrenging", *BFR* 2017, (371) 377-378.

⁸⁶ Art. 25(3) MiFID II; art. 56 Gedelegeerde Verordening 2017/565; art. 27ter Wet Financieel Toezicht.

⁸⁷ O. ELOOT en H. TILLEY, "Beleggersbescherming in MiFID II en MiFIR – Een overzicht en toetsing van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen", *BFR* 2014, (179) 183-197.

⁸⁸ Art. 25(4) MiFID II.

echter gaat om complexe financiële producten, is men steeds verplicht de geschiktheids- en passendheidsbeoordeling uit te voeren, ook indien het om *'execution only'* zou gaan.⁸⁹

⁸⁹ O. ELOOT en H. TILLEY, "Beleggersbescherming in MiFID II en MiFIR – Een overzicht en toetsing van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen", BFR 2014, (179) 183-197.

3. Product governance onder de loep

3.1 Ratio legis

Product governance is een nieuw concept onder MiFID II. Het zijn opnieuw regels ter bescherming van de belegger maar in tegenstelling tot de hierboven vermelde gedragsregels, situeren de regels rond product governance zich op het niveau van het (financieel) product zelf. COLAERT omschrijft het als “een soort van ken uw cliënt-verplichtingen op productniveau”.⁹⁰

De *ratio legis* achter deze nieuwe regels is meervoudig. Ook deze regels vinden hun oorsprong terug in de financiële crisis van 2007-2008. Een eerste reden waarom deze nieuwe regels inzake product governance zijn geïntroduceerd ligt hem in het feit dat beleggingsondernemingen niet altijd voldoende kennis hadden over de door hen aangeboden financiële producten.⁹¹ De productgovernancebepalingen moeten dergelijke praktijken voorkomen. Overweging 71 MiFID II verduidelijkt dat beleggingsondernemingen de kenmerken van de aangeboden of aanbevolen financiële instrumenten dienen te begrijpen en dat zij effectieve gedragsregels en regelingen moeten uitzetten om vast te stellen aan welke categorie cliënten producten en diensten mogen worden aangeboden.

Een andere reden ter invoering van de productgovernancebepalingen was de niet-consequente controle van de risicotolerantie van de belegger. Het bleek dat beleggingsondernemingen en bankiers maar al te vaak risicovolle producten verkochten en dit vooral aan cliënten die niet over de nodige kennis beschikten over dergelijke producten. Met andere woorden: beleggers hadden tal van financiële producten in hun portefeuille die duidelijk boven hun risicotolerantie lagen, zonder dat ze zich daar bewust van waren. Het centrale doel van product governance op dit vlak is dan ook duidelijk: het voorkomen van *mis-selling*.⁹²

De redenen ter invoering van deze nieuwe regels moeten niet alleen in de financiële crisis worden gezocht, maar ook bij het individu, de cliënt zelf. Het oorspronkelijke uitgangspunt in het financieel recht was dat indien men de informatie-asymmetrie tussen de cliënt en de professionele partij kon wegwerken, beleggersbescherming verwezenlijkt werd. De belegger kon namelijk op grond van de aan hem verstrekte informatie⁹³ tot een rationele beslissing komen. Inzichten uit de gedragswetenschappen en *behavioral law and economics*-studies toonden echter aan dat dit niet zo was: een consument leest bijvoorbeeld niet alle informatie die aan hem verstrekt wordt en zelfs als hij de informatie leest, gaat hij er niet steeds rationeel mee om. Er spelen namelijk vaak verschillende

⁹⁰ V. COLAERT, “t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen”, *TRV-RPS* 2018, 804-811.

⁹¹ M. VERLEYEN, “Product Governance – Wat leert de praktijk?”, *RDC-TBH* 2019, 207-214.

⁹² V. DE SCHRYVER, “Product governance bij beleggingsproducten” in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 195-198.

⁹³ Bijvoorbeeld op grond van de transparantierichtlijn (Richtlijn 2013/50/EU van het Europees Parlement en de Raad van 22 oktober 2013).

biases en heuristieken die er voor zorgen dat de consument toch niet volledig rationeel beslist.⁹⁴ DE SCHRYVER stelt dat onder meer emotionele factoren een rol spelen bij de belegger en dat zij nagenoeg systematisch denk- en beoordelingsfouten maken, onder meer bij het beoordelen en inschatten van risico's.⁹⁵

Daarop ontstonden de zogenaamde 'tweede generatie' van financieel-rechtelijke regels die rekening houden met deze heuristieken. Het louter voorzien in informatie werd niet meer als voldoende geacht. De gedragsregels die al onder MiFID I in werking waren, zoals de 'ken uw cliënt'-verplichtingen, zijn hier een voorbeeld van. Ze leggen extra verplichtingen op aan de dienstverlener die verder gaan dan loutere informatieplichten. De productgovernancebepalingen gaan echter nog een stapje verder. Daarom worden ze beschouwd als financieel-rechtelijke regels van de 'derde generatie': ze hebben rechtstreeks effect op het financieel product of de dienstverlening zelf.⁹⁶

3.2 Toepassingsgebied productgovernancebepalingen

In wat volgt wordt het toepassingsgebied van de productgovernancebepalingen nagegaan. Onder Titel 2.2.3 werd al stilgestaan bij de productgovernancebepalingen vervat in MiFID II, de Gedelegeerde Richtlijn en het Belgisch recht aan de hand van de Lamfalussy-werkwijze. Hieronder volgt een kort en schematisch overzicht van de verschillende bepalingen op zowel Europees als Belgisch niveau.

Europees

<i>Niveau 1</i>	MiFID II: <ul style="list-style-type: none"> - Art. 9(3), lid 2, b) - Art. 16(3) - Art. 24(2)
<i>Niveau 2</i>	Gedelegeerde Richtlijn 2017/593: <ul style="list-style-type: none"> - Art. 9 - Art. 10
<i>Niveau 3</i>	ESMA-Richtsnoeren inzake product governance

Belgisch

<i>Niveau 1</i>	Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en financiële diensten (Wet Financieel Toezicht): <ul style="list-style-type: none"> - Art. 27,§2-3 Wet van 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen (Bankwet): <ul style="list-style-type: none"> - Art. 23, lid 2, 3^o - Art. 41, §1, 2^o - Art. 65/2
-----------------	--

⁹⁴ Zie onder meer R.H. THALER en C. SUNSTEIN, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, New York, Penguin Putnam Inc, 2017. Daar gaat men dieper in op de verschillende heuristieken en *biases* die spelen bij het nemen van een beslissing door een consument.

⁹⁵ V. DE SCHRYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 195-198.

⁹⁶ V. DE SCHRYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 195-198; A. ROMBOUTS, "Investor Protection and Awareness as Essential Pillars of the Post-Crisis Supervisory and Regulatory Agenda – The Way Forward, *Reflets et perspectives de la vie économique*, 2017, 43-49.

	<ul style="list-style-type: none"> - Art. 502 - Art. 510 - Art. 529/1 <p>Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies (Beleggingsdienstenwet):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Art. 25, §1, 10° - Art. 25/1, §1, 3° - Art. 26/1
Niveau 2	Koninklijk besluit van 19 december 2017 (MiFID II-KB): <ul style="list-style-type: none"> - Art. 21
Niveau 3	FSMA-richtsnoeren en Q&A's inzake product governance

3.2.1 Toepassingsgebied *ratione personae*

Inzake het toepassingsgebied *ratione personae* van de productgovernancebepalingen dient er een onderscheid gemaakt te worden tussen enerzijds de productontwikkelaar en anderzijds de distributeur. Deze begrippen worden hieronder toegelicht. Het onderscheid is belangrijk omdat de productgovernanceverplichtingen verschillen naargelang men productontwikkelaar dan wel distributeur is. De productontwikkelaar kent het financieel instrument, de risico's ervan en de verwachtingen waaraan het moet voldoen het best. De distributeur heeft dan weer een goed zicht op de verwachtingen van de cliënten zelf. Hij gebruikt de informatie van de ontwikkelaar om de cliënt een voor hem zo goed mogelijk financieel product aan te bieden dat in lijn ligt met de door productontwikkelaar omschreven doelmarkt.⁹⁷

Productontwikkelaar

De regels inzake product governance zijn in de eerste plaats van toepassing op productontwikkelaars. Het begrip productontwikkelaar wordt gedefinieerd als de "*beleggingsondernemingen die financiële instrumenten creëren, ontwikkelen, uitgeven en/of ontwerpen, ook wanneer zij zakelijke emittenten adviseren over het uitbrengen van nieuwe financiële instrumenten*".⁹⁸

Het kan voorkomen dat de productontwikkelaar tevens ook distributeur is van de door hem ontwikkelde producten. In dat geval moet hij voldoen aan elk van de specifieke verplichtingen.⁹⁹

Distributeur

De productgovernancebepalingen zijn daarnaast ook van toepassing op distributeurs. Onder dit begrip moet worden verstaan "*beleggingsondernemingen die financiële instrumenten en diensten aanbieden, aanbevelen of verkopen aan cliënten*".¹⁰⁰ DE SCHRYVER stelt dat, om onder het begrip van distributeur te vallen, het niet noodzakelijk is dat deze onderneming een actieve

⁹⁷ C. VERVLIET, "MiFID II Product Governance: To Boldly Go Where No One Else Has Gone Before?" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (155) 155.

⁹⁸ Overweging (15) en art. 9(1) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22 MiFID II-KB.

⁹⁹ Overweging (17) Gedelegeerde Richtlijn; ESMA, "Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II" (ESMA35-43-620), 5 februari 2018, 5, par. 12. (hierna: ESMA-Richtsnoeren).

¹⁰⁰ Overweging (15) en art. 10(1) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23 MiFID II-KB.

marketingpolitiek voert. Het louter toegankelijk maken van een product voor een cliënt, ongeacht over welke beleggingsdienst het gaat, volstaat.¹⁰¹

De vier geïnterviewde kredietinstellingen zijn zowel productontwikkelaar als distributeur.¹⁰²

3.2.2 Toepassingsgebied *ratione materiae*

Wat betreft het materieel toepassingsgebied, zijn de regels inzake product governance van toepassing enerzijds op de klassieke financiële instrumenten en anderzijds op de gestructureerde deposito's.¹⁰³

De klassieke financiële instrumenten zijn reeds besproken onder het algemeen toepassingsgebied van MiFID II.¹⁰⁴ Het zijn de financiële instrumenten die worden opgesomd in bijlage I, deel C MiFID II. Ook de gestructureerde deposito's werden daar besproken.

Uit de overwegingen van de Gedelegeerde Richtlijn valt af te leiden dat er geen onderscheid moet worden gemaakt tussen de primaire¹⁰⁵ en secundaire markt.¹⁰⁶ De productgovernancebepalingen zijn bijgevolg van toepassing op alle producten die op de primaire en secundaire markt worden verkocht en dit ongeacht het soort geleverde product of dienst.¹⁰⁷

MiFID II en de productgovernancebepalingen maken bovendien ook geen onderscheid tussen complexe en niet-complexe producten¹⁰⁸ en zijn dus van toepassing op beide soorten producten.¹⁰⁹ De productgovernancebepalingen zijn tenslotte van toepassing op zowel transacties in het kader van adviesverlening als op *execution only*-diensten.¹¹⁰

3.3 Het product governance-proces voor de productontwikkelaar

De verplichtingen inzake product governance voor de productontwikkelaar liggen voornamelijk vervat in artikel 9 Gedelegeerde Richtlijn en in het Belgisch recht in artikel 22 van het MiFID II-KB.

3.3.1 Evenredigheidsbeginsel

Zowel de productontwikkelaar als de productdistributeur dienen te allen tijde het evenredigheidsbeginsel te respecteren. Wanneer de productontwikkelaar een product ontwikkelt, moet hij op passende en evenredige wijze aan de product governance vereisten voldoen en dit

¹⁰¹ V. DE SCHRYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 201-204.

¹⁰² Zie Bijlage II, (4), Bijlage III, (2), Bijlage IV, (2) en Bijlage V, (2).

¹⁰³ ESMA-Richtsnoeren 4, par. 6.

¹⁰⁴ *Supra*, Titel 2.3.2.

¹⁰⁵ De financiële markt waar nieuwe uitgiftes van effecten worden aangeboden. Na de inschrijvingsperiode worden ze verhandeld op de secundaire markt.

¹⁰⁶ De financiële markt waar reeds bestaande effecten verhandeld worden zoals bijvoorbeeld de New York Stock Exchange.

¹⁰⁷ Overweging (18) Gedelegeerde Richtlijn.

¹⁰⁸ Zie Richtsnoeren voor complexe schuldinstrumenten en gestructureerde deposito's, ESMA/2015/1787 voor een toelichting over het onderscheid tussen complexe en niet-complexe producten.

¹⁰⁹ Overweging (18) Gedelegeerde Richtlijn; art. 21-23 MiFID II-KB; M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, 209.

¹¹⁰ *Ibid.*

rekening houdende met de aard van het financieel instrument, de beleggingsdienst en de doelmarkt voor het product.¹¹¹ Voor de productdistributeur geldt hetzelfde.¹¹²

Concreet slaat dit evenredigheidsbeginsel op de mate van gedetailleerdheid bij de bepaling van de doelmarkt, gelet op het type product. Gaat het om eenvoudige, meer gebruikelijke producten, dan volstaat het dat de doelmarkt minder nauwkeurig wordt bepaald terwijl voor de ingewikkelde en minder gebruikelijke producten de doelmarkt steeds nauwkeurig afgebakend moet worden.¹¹³

3.3.2 Invoeren en handhaven van procedures & maatregelen

De productontwikkelaar is er eerst en vooral toe gehouden om procedures en maatregelen op te stellen, in te voeren en te handhaven met betrekking tot de ontwikkeling en goedkeuring van financiële instrumenten. Hij moet er voor zorgen dat het ontwerp van het financieel instrument de eindcliënt niet benadeelt of de integriteit en stabiliteit van de markt niet ondermijnt.¹¹⁴

In de praktijk zal het leidinggevende orgaan van de ontwikkelaar deze controlerende rol uitoefenen, waarbij de 'compliance-afdeling' toezicht houdt op de ontwikkeling van de producten en de periodieke evaluatie van de verplichtingen inzake product governance.¹¹⁵

Daarnaast moet het personeel dat betrokken is bij het vervaardigen van de financiële instrumenten over de nodige deskundigheid beschikken om zo de kenmerken en risico's van de aangeboden producten voldoende te begrijpen.¹¹⁶

3.3.3 Afbakening van de potentiële doelmarkt

Een tweede zeer belangrijke verplichting voor de productontwikkelaar is de afbakening van de potentiële doelmarkt.¹¹⁷ De Wet Financieel Toezicht bepaalt dat de productontwikkelaar het financieel instrument zo moet ontwerpen dat het voldoet aan de wensen van een geïdentificeerde doelgroep van eindcliënten.¹¹⁸ Daarenboven moet hij de distributiestrategie voor die financiële instrumenten afstemmen op de geïdentificeerde doelgroep en moet zij redelijke stappen ondernemen om ervoor te zorgen dat het financieel instrument effectief wordt gedistribueerd aan de geïdentificeerde doelgroep.¹¹⁹

Het MiFID II-KB concretiseert deze verplichting van het afbakenen van de potentiële doelmarkt verder. Art. 22, §9 bepaalt het volgende: "*De gereguleerde ondernemingen stellen de potentiële doelmarkt voor elk financieel instrument met een voldoende niveau van granulariteit vast en omschrijven met welk type cliënten het financieel instrument wat behoeften, kenmerken en*

¹¹¹ Art. 9(1) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §1 MiFID II-KB.

¹¹² Art. 10(1) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §1 MiFID II-KB.

¹¹³ Overweging (18) en (19) Gedelegeerde Richtlijn; ESMA-Richtsnoeren par. 21 en 69.

¹¹⁴ Art. 9(2) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §2 MiFID II-KB.

¹¹⁵ Art. 9(6)-(7) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §6-7 MiFID II-KB; C. VERVLIET, "MiFID II Product Governance: To Boldly Go Where No One Else Has Gone Before?" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (155) 157-159.

¹¹⁶ Art. 9(5) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §5 MiFID II-KB.

¹¹⁷ Art. 9(9) Gedelegeerde Richtlijn.

¹¹⁸ Art. 27, §2 Wet Financieel Toezicht.

¹¹⁹ Ibid.

doelstellingen betreft overeenstemt." Met andere woorden: de afbakening van de potentiële doelmarkt kan gezien worden als een 'positieve' afbakening waarbij de productontwikkelaar bepaalt welke cliënten tot de doelgroep van de producten behoren.¹²⁰

De productontwikkelaar moet hierbij een scenarioanalyse verrichten. Daarin wordt het risico beoordeeld dat het financieel instrument slechte resultaten zou opleveren voor de eindcliënt.¹²¹ In die analyse beoordeelt de ontwikkelaar ook de werking van het financieel instrument in negatieve omstandigheden, bijvoorbeeld wanneer de marktomgeving verslechtert.¹²²

Verder dient de productontwikkelaar na te gaan of het risico-/rendementsprofiel van het financieel instrument overeenstemt met de doelmarkt en of het ontwerp van het financieel instrument gedreven wordt door kenmerken die aan de cliënt ten goede komen, en niet door een bedrijfsmodel dat voor zijn rendabiliteit gebaseerd is op slechte resultaten voor de cliënt.¹²³

Ten slotte evalueert hij de voor het financieel instrument voorgestelde kostenstructuur en onderzoekt daarbij onder meer of die kostenstructuur voldoende transparant is voor de doelmarkt, zodat ze geen kosten verhult of te complex is voor de eindcliënt om te begrijpen.¹²⁴

Het afbakenen van de potentiële doelmarkt door de productontwikkelaar blijft echter een abstracte oefening. Hij doet dit immers vooral op basis van zijn kennis van de markt en ervaring met een vergelijkbaar product zonder dat hij evenwel beschikt over concrete kennis over de individuele cliënt.¹²⁵

A. Voldoende niveau van granulariteit in de afbakening

De afbakening van de potentiële doelmarkt moet met voldoende granulariteit gebeuren.¹²⁶ Wat men hier concreet mee bedoelt, wordt onder meer weergegeven in de overwegingen bij de Gedelegeerde Richtlijn. Overweging 19 stelt dat het niveau van granulariteit van de doelmarkt en de criteria voor het afbakenen van de doelmarkt relevant moeten zijn voor het product en de mogelijkheid moeten bieden om te beoordelen of de cliënten ook tot die doelmarkt behoren.

Voor minder complexe producten die vaker gebruikt worden, kan de doelmarkt minder nauwkeurig bepaald worden. Hoe complexer, des te nauwer men de doelmarkt moet afbakenen. Het evenredigheidsbeginsel speelt hier ten volle.¹²⁷

B. Gebruik van categorieën

In de ESMA-Richtsnoeren werden categorieën opgenomen waarop de productontwikkelaar moet terugvallen om de potentiële doelmarkt vast te stellen.¹²⁸ Dit is een cumulatieve lijst: de

¹²⁰ V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, 804-811.

¹²¹ Art. 9(10) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §10 MiFID II-KB.

¹²² Art. 9(10), a) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §10, 1° MiFID II-KB.

¹²³ Art. 9(11) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §11 MiFID II-KB.

¹²⁴ Art. 9(12) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §12 MiFID II-KB.

¹²⁵ V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, 804-811.

¹²⁶ Art. 9(9) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §9 MiFID II-KB.

¹²⁷ ESMA-Richtsnoeren, 8, par. 21-22; M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 209.

¹²⁸ ESMA-Richtsnoeren, 6, par. 18.

productontwikkelaar dient elke categorie mee te nemen in het proces ter afbakening van de doelmarkt. Als deze vijf categorieën te beperkt blijken te zijn, kan de productontwikkelaar evenwel diverse categorieën toevoegen.¹²⁹ De vijf categorieën zijn de volgende:

- a. Type cliënt voor wie het product bedoeld is
- b. Zijn kennis en ervaring
- c. Zijn financiële situatie met een focus op het vermogen om verliezen te dragen
- d. Zijn risicotolerantie en de verenigbaarheid van het risico/rendementsprofiel van het product met de doelmarkt
- e. De doelstellingen en behoeften van de cliënt

a. Type cliënt voor wie het product bedoeld is

De productontwikkelaar dient duidelijk te maken voor wie het product bedoeld is. Daarbij wordt er gebruik gemaakt van het door MiFID II gehanteerde onderscheid tussen een 'niet-professionele cliënt', een 'professionele cliënt' en/of een 'in aanmerking komende tegenpartij'.¹³⁰

b. Kennis en ervaring

De ontwikkelaar moet ten tweede duidelijk aangeven welke kennis cliënten binnen de doelgroep moeten hebben over bepaalde aspecten zoals het relevante producttype en de kenmerken van producten. Gaat het bijvoorbeeld over gestructureerde producten met ingewikkelde rendementsprofielen, dan kan de onderneming specificeren dat de belegger die binnen de doelgroep zou vallen dient te weten hoe dit soort producten werkt en wat de eventuele resultaten van dat product kunnen zijn. Wat betreft het aspect 'ervaring' van de cliënt verduidelijken de ESMA-Richtsnoeren dat een ontwikkelaar onder meer kan beschrijven hoeveel praktijkervaring van de cliënt wordt verwacht inzake aspecten zoals relevant producttype en relevante productkenmerken.¹³¹

Verder verduidelijken de richtsnoeren dat kennis en ervaring in bepaalde gevallen van elkaar kunnen afhangen: cliënten met weinig of geen ervaring kunnen toch binnen de doelgroep vallen indien zij hun gebrek aan ervaring compenseren met gedetailleerde kennis.¹³²

c. Financiële situatie met een focus op het vermogen om verliezen te dragen

De derde categorie gaat over de beoordeling van de financiële situatie. De productontwikkelaar dient met name te specificeren welk percentage verliezen cliënten binnen de doelgroep in staat en bereid moeten zijn te dragen. Dit kan gaan van kleine verliezen tot volledig verlies. Ook moet men aangeven of er bijkomende betalingsverplichtingen zijn die het geïnvesteerde bedrag kunnen overschrijden. De beoordeling van de financiële situatie van de doelgroep kan ook worden geformuleerd als een maximaal te investeren deel van het vermogen.¹³³

¹²⁹ V. DE SCHRYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 211-213.

¹³⁰ ESMA-Richtsnoeren, 6, par. 18.

¹³¹ Ibid.

¹³² ESMA-Richtsnoeren, 6, par. 18.

¹³³ Ibid.

d. Risicotolerantie en verenigbaarheid van het risico/rendementsprofiel van het product met de doelmarkt

Onder deze vierde categorie dient de productontwikkelaar aan te geven hoe cliënten binnen de doelgroep in het algemeen tegenover beleggingsrisico's staan. Deze basishoudingen tegenover risico dient men in te delen in categorieën zoals bijvoorbeeld 'speculatief', 'evenwichtig' en 'conservatief'. De ontwikkelaar dient daarbij duidelijk aan te geven op grond van welke criteria een cliënt binnen een bepaalde categorie valt.¹³⁴

e. De doelstellingen en behoeften van de cliënt

De laatste categorie ter bepaling van de doelmarkt is deze van de te omschrijven beleggingsdoelstellingen en behoeften van cliënten. De productontwikkelaar dient hier aan te geven voor welke beleggingsdoelstellingen en -behoeften van cliënten binnen de doelgroep een product is ontworpen, waaronder hun bredere financiële doelstellingen of de algemene strategie die zij bij het beleggen volgen. De ESMA-Richtsnoeren stellen dat er bijvoorbeeld kan verwezen worden naar het aantal jaar dat de belegging wordt vastgehouden, de zogenaamde 'verwachte beleggingshorizon'.

De richtsnoeren verduidelijken bovendien dat de specifieke doelstellingen en behoeften van cliënten die tot de doelmarkt behoren zowel specifiek als meer algemeen kunnen zijn. Enkele voorbeelden van deze doelstellingen en behoeften zijn onder meer de behoefte van een specifieke demografische leeftijd, de behoefte om specifieke beleggingsdoelstellingen zoals 'groen' en 'ethisch beleggen' te bereiken en de doelstelling om fiscale efficiëntie te bewerkstelligen.¹³⁵

C. European MiFID Template

De hierboven vermelde categorieën ter bepaling van de potentiële doelmarkt door de productontwikkelaar zijn nog steeds ruim omschreven en bieden plaats voor verschillende interpretaties door verschillende financiële instellingen. Bovendien is er in het product governance-proces een verplichting voor de ontwikkelaar om informatie over het door hem ontwikkelde product door te geven aan de productdistributeur.¹³⁶ Als financiële instellingen een verschillende interpretatie geven aan de hierboven vermelde categorieën en verschillende subcategorieën maken, maakt dat de uitwisseling van informatie tussen ontwikkelaar en distributeur alleen maar onduidelijker en zou dit leiden tot een inefficiënt product governance-proces. Er was met andere woorden nood aan een kader met gemeenschappelijke definities en gemeenschappelijke subcategorieën.¹³⁷

Het is daarom ook dat er door de financiële sector een gemeenschappelijke template werd opgesteld: de European MiFID Template, afgekort 'EMT'. In deze template wordt elke door de ESMA in haar richtsnoeren uiteengezette categorie onderverdeeld in een aantal vast omschreven subcategorieën.

De categorie 'type cliënt' verfijnt de EMT verder door te bepalen dat de ontwikkelaar in de EMT 'JA', 'NEUTRAAL' of 'NEE' moet invullen. Dit om duidelijk te maken of de potentiële doelmarkt volledig strookt met het type cliënt (een positieve doelmarkt), dan wel om aan te geven dat de potentiële doelmarkt geheel onverenigbaar is met het type cliënt (een negatieve doelmarkt). 'NEUTRAL' is de

¹³⁴ Ibid.

¹³⁵ Ibid.

¹³⁶ *Infra*, Titel 3.3.6.

¹³⁷ C. VERVLIET, "MiFID II Product Governance: To Boldly Go Where No One Else Has Gone Before?" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (155) 162-164.

situatie waarbij de potentiële doelmarkt niet volledig strookt met het type cliënt, maar waar geen sprake is van een totale onverenigbaarheid.¹³⁸

Voor de categorie 'kennis en ervaring' voegt de EMT de volgende subcategorieën toe: 'basis', 'geïnformeerde' en 'gevorderde' beleggers. Een product dat geschikt bevonden wordt voor basisbeleggers kan natuurlijk ook aangeboden en aanbevolen worden aan geïnformeerde en gevorderde beleggers. Het omgekeerde kan niet.¹³⁹

De derde categorie, 'financiële situatie met een focus op het vermogen om verliezen te dragen', wordt verfijnd in de EMT door zeer ruime subcategorieën te hanteren. De vier subcategorieën zijn: een product dat verenigbaar is met beleggers die geen enkel verlies kunnen dragen, een product dat verenigbaar is met beleggers die slechts een beperkt verlies kunnen dragen, een product dat verenigbaar is met beleggers die een verlies van het volledig geïnvesteerde kapitaal kunnen dragen en tot slot een product dat verenigbaar is met beleggers die meer dan een verlies van het volledig geïnvesteerde kapitaal kunnen dragen. Deze opdeling laat nog steeds niet de vereiste mate van granulariteit toe doordat zij bijvoorbeeld niet werkt met percentages per subcategorie. Het is echter moeilijk om het mogelijk verlies op te delen in bepaalde categorieën met percentages, omdat er geen uniforme definitie is van wat er moet verstaan worden onder 'mogelijk verlies'.¹⁴⁰

Wat betreft 'risicotolerantie' hanteert de EMT de indicatoren uit de PRIIPS en UCITS-verordeningen. Wanneer deze er niet zijn, gebruikt men subcategorieën die nog steeds ruim zijn: 'laag', 'gemiddeld' en 'hoog'.¹⁴¹

De laatste categorie, die van 'de doelstellingen en behoeften van de cliënt' wordt in de EMT verfijnd door met de volgende subcategorieën te werken: een product dat beoogt om de waarde van het geïnvesteerde kapitaal te behouden, een product dat beoogt om het geïnvesteerde kapitaal in waarde te doen laten stijgen en ten slotte een product dat een hefboomfunctie heeft (*leverage*) waarbij men vreemd vermogen gebruikt om het eigen vermogen te laten stijgen.¹⁴²

De EMT zorgt met andere woorden voor een meer uniforme informatiedoorstroom van de ontwikkelaar naar de distributeur. Voor het omgekeerde proces, namelijk informatie die de distributeur terug doorspeelt naar de ontwikkelaar, bestaat er tot op heden nog geen uniforme en gemeenschappelijke template.¹⁴³

3.3.4 Omschrijving van de negatieve doelmarkt

De productontwikkelaar moet niet alleen de potentiële doelmarkt afbakenen, hij moet tegelijkertijd ook de negatieve doelmarkt omschrijven. Hij is er toe gehouden om te omschrijven met welke groepen van cliënten het financieel instrument, wat behoeften, kenmerken en doelstellingen betreft,

¹³⁸ Ibid.

¹³⁹ Ibid.

¹⁴⁰ Ibid.

¹⁴¹ Ibid.

¹⁴² C. VERVLIET, "MiFID II Product Governance: To Boldly Go Where No One Else Has Gone Before?" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (155) 162-164.

¹⁴³ M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 211.

niet overeenstemt.¹⁴⁴ Bij het omschrijven van de negatieve doelmarkt zal men opnieuw dezelfde categorieën hanteren die hierboven al besproken werden. Ook hier zal het bepalen van de negatieve doelmarkt door de productontwikkelaar opnieuw gebaseerd worden op de theoretische kennis van de ontwikkelaar, aangezien hij geen rechtstreekse relatie heeft met de eindcliënt.¹⁴⁵ Het evenredigheidsbeginsel speelt hier eveneens.¹⁴⁶

Tot slot verduidelijken de ESMA-Richtsnoeren dat bepaalde doelmarktkenmerken die gebruikt worden door de productontwikkelaar bij het bepalen van de positieve doelmarkt automatisch leiden tot tegengestelde kenmerken voor beleggers waarmee het product niet verenigbaar is. Zo zal een product dat ontwikkeld is met het beleggingsdoel 'speculatief' uiteraard niet geschikt zijn voor cliënten die een laag risico wensen na te streven. In zulke gevallen volstaat het dat de productontwikkelaar de negatieve doelmarkt definieert door te verklaren dat het product of de dienst niet verenigbaar is met elke cliënt buiten de positieve doelmarkt.¹⁴⁷

3.3.5 Distributie aan de doelgroep

Een volgende stap in het product governance-proces bestaat erin dat de productontwikkelaar redelijke stappen onderneemt om ervoor te zorgen dat het financieel instrument wordt gedistribueerd aan de geïdentificeerde doelgroep.¹⁴⁸ Concreet doet hij dat door ervoor te zorgen dat de strategie voor de distributie van de financiële producten op de geïdentificeerde doelgroep is afgestemd. Daarnaast bestaat deze verplichting er ook in om te kiezen voor distributeurs (indien mogelijk) van wie het type cliënten en de geboden diensten verenigbaar zijn met de doelmarkt van het product en om het type beleggingsdienst voor te stellen waarmee de cliënten binnen de doelgroep het financiële instrument zou moeten of kunnen verwerven.¹⁴⁹

3.3.6 Informatie aan productdistributeur

Vervolgens dient de productontwikkelaar aan de distributeur adequate informatie te verstrekken over het financieel instrument en het productgoedkeuringsproces, met inbegrip van de geïdentificeerde doelgroep van het financieel instrument.¹⁵⁰ Daarnaast dient hij ook informatie te verstrekken over de passende kanalen voor distributie van het betreffende product.¹⁵¹

De productontwikkelaar zorgt ervoor dat de distributeur in staat is het financieel product op passende wijze te begrijpen zodat laatstgenoemde dit kan aanbevelen en verkopen. Wanneer hier precies aan voldaan wordt, is onduidelijk. Noch de wet, noch de ESMA-Richtsnoeren verduidelijken wanneer de distributeur 'in staat is het financieel product op passende wijze te begrijpen'. Ongetwijfeld speelt de informatie over de doelmarkten hier een zeer belangrijke rol. De ontwikkelaar zal derhalve aan de distributeur moeten duidelijk maken voor welke groepen van cliënten het product geschikt is

¹⁴⁴ Art. 9(9) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §9, tweede lid MiFID II-KB.

¹⁴⁵ V. DE SCHRYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 210-211.

¹⁴⁶ ESMA-Richtsnoeren, 19, par. 69.

¹⁴⁷ ESMA-Richtsnoeren, 19, par. 68.

¹⁴⁸ Art. 16(3) MiFID II; art. 9(13) Gedelegeerde Richtlijn; art. 27, §2 *in fine* Wet Financieel Toezicht.

¹⁴⁹ ESMA-Richtsnoeren, 9, par. 25-26.

¹⁵⁰ Art. 27, §2 *in fine* Wet Financieel Toezicht.

¹⁵¹ Art. 16(3) MiFID II; art. 22, §13 MiFID II-KB.

(potentiële/positieve doelmarkt) en voor welke groepen het dat niet is (negatieve doelmarkt), wat betreft zijn kenmerken, doelstellingen en behoeften.¹⁵²

Zoals al werd aangehaald speelt de EMT een belangrijke rol in het proces van de informatiedoorvoer.

3.3.7 Productevaluatie

Een laatste stap in het product governance-proces voor de productontwikkelaar is de productevaluatie. De productontwikkelaar dient de door hem vervaardigde financiële producten regelmatig te evalueren, rekening houdende met gebeurtenissen die het potentiële risico voor de vastgestelde doelmarkt feitelijk kunnen beïnvloeden.¹⁵³ Bovendien onderzoekt hij of het financieel instrument blijft overeenstemmen met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt.¹⁵⁴

De distributeur beschikt anderzijds over belangrijke informatie.¹⁵⁵ Het is dan ook essentieel, en tevens een verplichting voor de distributeur, om zijn informatie mee te delen aan de ontwikkelaar. De distributeur heeft namelijk een goed zicht op verschillende nuttige gegevens voor de ontwikkelaar: het type van cliënteel aan wie producten werden verkocht, het aantal producten dat werd verkocht, hoeveel producten er werden verkocht aan beleggers die niet tot de positieve doelmarkt behoorden, de gebruikte distributiekanaalen, enzovoort.¹⁵⁶

De ESMA-Richtsnoeren bevestigen dit. Uit de richtsnoeren blijkt opnieuw dat de distributeurs de productontwikkelaars moeten ondersteunen bij hun evaluatie en dat ze dat kunnen doen door relevante informatie door te spelen.¹⁵⁷

In de situatie dat de productontwikkelaar op de hoogte is van gebeurtenissen die de potentiële risico's voor beleggers feitelijk kunnen beïnvloeden, zijn zij verplicht om elke verdere uitgifte of nieuwe lancering de financiële instrumenten te (her)evalueren.¹⁵⁸ Gebeurtenissen die de potentiële risico's voor beleggers feitelijk kunnen beïnvloeden zijn onder meer de overschrijding van een drempel die het rendementsprofiel van het financieel instrument beïnvloedt¹⁵⁹ of de solvabiliteit van bepaalde emittenten waarvan de effecten of waarborgen de prestaties van het financieel instrument kunnen beïnvloeden.¹⁶⁰

¹⁵² M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, 207-214.

¹⁵³ Art. 16(3) MiFID II; art. 9(15) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §14-15 MiFID II-KB.

¹⁵⁴ V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, 804-811.

¹⁵⁵ Bijvoorbeeld over het aantal verkopen binnen de negatieve doelmarkt.

¹⁵⁶ ESMA-Richtsnoeren, 16, par. 57.; M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 211.

¹⁵⁷ ESMA-Richtsnoeren, 16, par. 58.

¹⁵⁸ Art. 9(15) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §15 MiFID II-KB.

¹⁵⁹ Art. 9(15), a) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §15, 1° MiFID II-KB.

¹⁶⁰ Art. 9(15), b) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §15, 2° MiFID II-KB.

3.4 Het product governance-proces voor de distributeur

De productgovernancebepalingen voor de distributeur liggen voornamelijk vervat in artikel 10 Gedelegeerde Richtlijn en in het Belgisch recht in artikel 23 van het MiFID II-KB. Net zoals voor de productontwikkelaar geldt het evenredigheidsbeginsel ook voor de distributeur: met betrekking tot de instrumenten en diensten die zij aanbieden en aanbevelen aan cliënten, moeten zij op passende en evenredige wijze aan de productgovernancebepalingen voldoen en dit opnieuw rekening houdend met de aard van het financieel instrument, de beleggingsdienst en de doelmarkt voor het product.¹⁶¹

Een andere gelijkenis is dat ook de distributeur ervoor moet zorgen dat de compliancefunctie binnen zijn organisatie toezicht houdt op de ontwikkelingen en periodieke evaluatie van de productgovernanceregelingen. Hij moet er voor zorgen dat het personeel dat betrokken is bij het aanbieden en aanbevelen van de geleverde diensten, over de nodige deskundigheid beschikt om de kenmerken en risico's hiervan te begrijpen.¹⁶²

3.4.1 Vaststellen van de werkelijke doelmarkt

Waar de productontwikkelaar gehouden is tot het vaststellen van een 'potentiële doelmarkt', rust op de distributeur de verplichting om een werkelijke doelmarkt vast te stellen.¹⁶³ Dit houdt in dat hij gehouden is om producten en diensten aan te bieden en te leveren die in overeenstemming zijn met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de cliënten binnen de doelmarkt.¹⁶⁴ Hierbij dienen zij dezelfde lijst van categorieën te gebruiken (type cliënt, kennis en ervaring, ...) als de productontwikkelaar. De ESMA-Richtsnoeren verduidelijken evenwel dat de distributeur dit op een concreter niveau dient vast te stellen, rekening houdend met het type cliënt waaraan zij beleggingsdiensten verlenen, de aard van de beleggingsproducten en het soort beleggingsdiensten dat zij verlenen.¹⁶⁵ In tegenstelling tot het vaststellen van de potentiële doelmarkt door de productontwikkelaar, dat eerder een abstracte oefening is gebaseerd op theoretische kennis, is het vaststellen van de werkelijke doelmarkt dus een concreter proces.

Een eerste belangrijk aspect in dit proces is dat de distributeur de grenzen, bepaald door de ontwikkelaar, in acht moet nemen en moet respecteren. Distributeurs mogen niet afwijken van de fundamentele beslissingen van ontwikkelaars.¹⁶⁶ Volgens de ESMA-Richtsnoeren is het wel mogelijk voor de distributeur om de doelmarkt strenger in te vullen dan oorspronkelijk door de ontwikkelaar werd gedaan. Zo kan de distributeur onder meer oordelen om bepaalde producten niet aan te bieden aan hun cliënteel of om deze niet aan te bieden door middel van *execution only*-diensten.¹⁶⁷

Onder zeer uitzonderlijke omstandigheden is het echter toch mogelijk dat de distributeur afwijkt van fundamentele beslissingen van de ontwikkelaar. De distributeur hanteert in dat geval een minder voorzichtige benadering ten opzichte van de door de productontwikkelaar vastgestelde

¹⁶¹ Art. 10(1) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §1 MiFID II-KB.

¹⁶² Art. 10(6)-(7) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §6-7 MiFID II-KB.

¹⁶³ Art. 10(2) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §2 MiFID II-KB.

¹⁶⁴ ESMA-Richtsnoeren, 9, par 28.

¹⁶⁵ ESMA-Richtsnoeren, 11, par. 34.

¹⁶⁶ ESMA-Richtsnoeren, 11, par. 36 en 38.

¹⁶⁷ ESMA-Richtsnoeren, 9-10, par. 30 en 32; V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, 804-811.

distributiestrategie. Dit kan bijvoorbeeld wanneer een bepaald product volgens de ontwikkelaar, gezien de specifieke kenmerken daarvan, zou moeten worden aangeboden via beleggingsadvies, maar de distributeur alsnog van oordeel is dat dit ook ter beschikking van de cliënt kan worden gesteld via *execution only*-diensten. De ESMA-Richtsnoeren verduidelijken evenwel dat dit slechts kan in bepaalde, strikt omschreven omstandigheden: het zou enkel mogelijk zijn na een grondige analyse van de kenmerken van de producten en de doelmarkt door de distributeur en daarenboven zou hij deze beslissing ook moeten rapporteren aan de ontwikkelaar.¹⁶⁸

Een tweede belangrijk aspect in dit proces is de eigenlijke vaststelling van de werkelijke doelmarkt. Dat gebeurt onder meer aan de hand van de algemene informatie, doorgespeeld door de productontwikkelaar. De distributeur dient ook een eigen, grondige analyse te maken van zijn cliëntenbestand en dit op een 'prospectieve manier'. Hij dient dus niet alleen zijn bestaand cliëntenbestand te analyseren, ook voor potentiële cliënten die hij wil benaderen met dit product dient hij dit te doen.¹⁶⁹

Naast de analyse van het (potentieel) cliëntenbestand, dient de distributeur ook een eigen analyse te maken van de doelmarkt. De ESMA-Richtsnoeren stellen namelijk dat "*distributeurs niet simpelweg kunnen vertrouwen op de doelmarkt van de ontwikkelaar zonder te bedenken hoe de door de ontwikkelaar vastgestelde doelmarkt bij hun cliëntenbestand zou passen*".¹⁷⁰ Dit komt er in feite op neer dat voor elk product een productgovernanceproces zal moeten worden doorlopen.¹⁷¹ De ESMA-Richtsnoeren stellen wel dat indien de distributeur als resultaat van zijn productgovernanceproces vaststelt dat de doelmarkt van de ontwikkelaar niet hoeft te worden verfijnd, hij de beoordeling van de ontwikkelaar kan gebruiken zoals die is.¹⁷²

Het is mogelijk dat ontwikkelaar en distributeur tegelijkertijd de doelmarkt vaststellen, zoals bijvoorbeeld in het geval dat zij samen een gemeenschappelijke standaard-doelmarkt vaststellen voor de producten die zij doorgaans uitwisselen. In dat geval zullen zowel distributeur als ontwikkelaar nog steeds gehouden zijn een eigen doelmarkt vast te stellen overeenkomstig de vereisten van MiFID II en zijn Gedelegeerde Richtlijn. De ontwikkelaar moet er dus nog steeds voor zorgen dat de producten worden gedistribueerd op de geïdentificeerde doelmarkt en de distributeur zorgt ervoor dat de producten uitsluitend worden aangeboden/aanbevolen wanneer dat in het belang van de cliënt is.¹⁷³

Het is mogelijk dat de distributeurs de doelmarkt niet goed kunnen beoordelen, bijvoorbeeld door het soort diensten dat zij leveren zoals een *execution only*-dienst. De ESMA-Richtsnoeren stellen dat dit vooral belangrijk is voor complexe en/of risicovolle producten en dat in dergelijke gevallen een

¹⁶⁸ V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, 804-811 en ESMA-Richtsnoeren, 15, par 51.

¹⁶⁹ ESMA-Richtsnoeren, 11, par. 37.

¹⁷⁰ ESMA-Richtsnoeren, 11-12, par. 38.

¹⁷¹ V. DE SCHRUYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 207-210.

¹⁷² ESMA-Richtsnoeren, 11-12, par. 38.

¹⁷³ ESMA-Richtsnoeren, 12, par. 39.

bijzondere zorgvuldigheid van de distributeur verwacht wordt en zij voldoende rekening houden met alle relevante informatie die de ontwikkelaar aan hen heeft doorgespeeld.¹⁷⁴

Een laatste belangrijk aspect in het bepalen van de werkelijke doelmarkt is dat de productdistributeurs in ieder geval passende productgovernanceregelingen invoeren om ervoor te zorgen dat de producten en diensten die zij wensen aan te bieden of aan te bevelen, overeenstemmen met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de omschreven doelmarkt en dat de voorgenomen distributiestrategie overeenstemt met die doelmarkt.¹⁷⁵

In de situatie waarin de productontwikkelaar ook als distributeur optreedt, is er slechts één doelmarktbeoordeling vereist.¹⁷⁶ COLAERT stelt dat in dergelijk geval de werkelijke doelmarkt moet worden bepaald, rekening houdend met de informatie die de distributeur heeft over het eigen cliënteel.¹⁷⁷

3.4.2 Vaststellen van de negatieve doelmarkt

Net zoals de ontwikkelaar, is ook de distributeur ertoe gehouden een negatieve doelmarkt te omschrijven en ook hier zal het evenredigheidsbeginsel spelen.¹⁷⁸ Hierbij zal de distributeur zich baseren op de eerdere identificatie van de negatieve doelmarkt door de ontwikkelaar en op de informatie over zijn eigen cliëntenbestand.¹⁷⁹

3.4.3 Gebruik van de verkregen informatie

Een andere verplichting voor de distributeur is dat hij de informatie gebruikt die hij van ontwikkelaars heeft verkregen net als informatie over zijn eigen cliënten om de doelmarkt en de distributiestrategie te omschrijven.¹⁸⁰ Hij dient daartoe regelingen in te voeren die garanderen dat hij voldoende informatie krijgt van de ontwikkelaar. Dit zal vooral van belang zijn wanneer de ontwikkelaar niet onderworpen is aan MiFID II en zijn productgovernancebepalingen.¹⁸¹ Zelfs dan moet de distributeur een werkelijke doelmarkt bepalen: hij is ertoe gehouden alle redelijke stappen te ondernemen om ervoor te zorgen dat zij ook van ontwikkelaars die niet onder MiFID II vallen, passende en betrouwbare informatie verkrijgen zodat de producten worden gedistribueerd in overeenstemming met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt. De Gedelegeerde Richtlijn verduidelijkt dat men hiervoor beroep mag doen op aanvaardbare publiek beschikbare info die duidelijk en betrouwbaar is zoals informatie uit de Transparantierichtlijn (Richtlijn 2004/109/EG).¹⁸²

¹⁷⁴ ESMA-Richtsnoeren, 12, par. 40.

¹⁷⁵ Art. 10(2) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §2 MiFID II-KB.

¹⁷⁶ Art. 23, §2, laatste lid *in fine* MiFID II-KB.

¹⁷⁷ V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, (804) 807.

¹⁷⁸ Art. 10(2) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §2 MiFID II-KB.

¹⁷⁹ V. DE SCHRYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in *INSTITUUT FINANCIËEL RECHT* (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 207-210.

¹⁸⁰ Art. 10(2) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §2, laatste lid MiFID II-KB.

¹⁸¹ Bijvoorbeeld wanneer het gaat om een productontwikkelaar uit een derde land.

¹⁸² Art. 10(2), 3de lid Gedelegeerde Richtlijn; art. 27, §2 *in fine* MiFID II-KB.

3.4.4 Evaluatie

De productdistributeur is ook onderworpen aan een tweeledige evaluatie: een evaluatie van de eigen productgovernanceregelingen enerzijds¹⁸³ en een evaluatie van de door hen aangeboden/aanbevolen beleggingsinstrumenten- en diensten anderzijds.¹⁸⁴

Wat betreft de evaluatie en actualisatie van de eigen productgovernanceregelingen verduidelijkt de Gedelegeerde Richtlijn dat de productdistributeur dit op regelmatige basis dient te doen om er voor te zorgen dat deze robuust en geschikt voor hun doel blijven.¹⁸⁵

Inzake de evaluatie van de door de distributeur aangeboden/aanbevolen beleggingsinstrumenten- en diensten verduidelijkt de Gedelegeerde Richtlijn dan weer dat voor deze evaluatie rekening moet gehouden worden met elke gebeurtenis die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt materieel kan beïnvloeden. De distributeur onderzoekt de doelmarkt opnieuw en actualiseert de productgovernanceregelingen wanneer hij tot de bevinding komt dat hij de doelmarkt voor een specifiek product of dienst verkeerd omschreven heeft of deze niet langer voldoet aan de omstandigheden van de omschreven doelmarkt wanneer bijvoorbeeld het product ten gevolge van marktomstandigheden zeer volatiel is geworden.¹⁸⁶

3.4.5 Doorvoer van informatie naar productontwikkelaar

Een laatste productgovernanceverplichting voor de productdistributeur is de doorvoer van informatie naar de productontwikkelaar: hij dient hem verkoopinformatie te verschaffen en informatie over die hierboven toegelichte evaluaties.¹⁸⁷ Die verkoopinformatie kan onder meer betrekken hebben op de gebruikte distributiekanaalen, het type van cliënteel aan wie de producten werden verkocht, het aandeel van verkopen buiten de doelmarkt enzovoort.¹⁸⁸

De doorvoer van deze informatie naar de productontwikkelaar is essentieel: ze zorgt voor een efficiënte werking van de productgovernancebepalingen. Ontwikkelaars kunnen immers klachten en andere informatie meenemen in het ontwikkelingsproces van hun financiële producten. De distributeur is niet verplicht om elke verkoop aan de ontwikkelaar te melden, maar moet de gegevens verstrekken die de ontwikkelaar nodig heeft om het product te evalueren en om na te gaan of het product blijft overeenstemmen met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt zoals door hem bepaald.¹⁸⁹

¹⁸³ Art. 10(4) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §4 MiFID II-KB.

¹⁸⁴ Art. 10(5) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §5 MiFID II-KB.

¹⁸⁵ Art. 10(4) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §4 MiFID II-KB.

¹⁸⁶ Art. 10(5) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §5 MiFID II-KB.

¹⁸⁷ Art. 10(9) Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §9 MiFID II-KB.

¹⁸⁸ ESMA-Richtsnoeren, 16, par. 57.

¹⁸⁹ Overweging (20) Gedelegeerde Richtlijn.

3.5 Informatiecirkel

Doordat er onder de productgovernanceverplichtingen heel wat informatie moet worden uitgewisseld, van ontwikkelaar naar distributeur en omgekeerd, ontstaat er volgens VERLEYEN als het ware een 'informatiecirkel'.¹⁹⁰

Het is de productontwikkelaar die zijn product het beste kent. Hij heeft het immers zelf ontwikkeld. Aan de andere kant is de distributeur dan weer diegene die de belegger, de cliënt, het beste kan inschatten. Daarbij is het dus belangrijk dat er een onderlinge informatie-uitwisseling tussen de ontwikkelaar en distributeur plaatsvindt.

Het uiteindelijke doel is dat deze onderlinge informatie-uitwisseling er toe leidt dat de ontwikkelaar het product beter kan afstemmen op de cliënt, onder meer op basis van de ervaringen van de distributeur. Een product dat beter op maat is van de cliënt, zorgt er vaak voor dat de cliënt beter beschermd is.

Toch kan men de vraag stellen of er geen tekortkomingen zijn in dit proces van informatie-uitwisseling. De EMT om informatie van ontwikkelaar naar distributeur door te voeren zorgt voor meer uniformiteit en werd in de praktijk warm onthaald. Het is dan ook jammer om vast te stellen dat dit in de omgekeerde richting, van distributeur naar ontwikkelaar, nog niet gerealiseerd is en informatie vrij en minder uniform doorgevoerd wordt.¹⁹¹

3.6 Verkoop buiten de doelmarkt

Zoals hierboven reeds al aangehaald, zijn de productontwikkelaar en distributeur gehouden tot het vaststellen van een positieve doelmarkt en het afbakenen van een negatieve doelmarkt. Deze twee afbakeningen moeten er toe leiden dat de belegger een productaanbod voorgeschoteld krijgt dat op zijn noden, wensen en risico-appetijt afgestemd is. De bedoeling van deze twee afbakeningen is dan ook dat producten enkel verkocht worden aan cliënten die behoren tot de positieve doelmarkt. Verkoop binnen de negatieve doelmarkt is niet wenselijk, want deze negatieve doelmarkt omschrijft immers met welke groepen van cliënteel het financieel instrument wat behoeften, kenmerken en doelstellingen betreft niet overeenstemt.¹⁹²

Toch is het in bepaalde gevallen mogelijk dat er verkocht wordt buiten de doelmarkt. De ESMA-Richtsnoeren bevestigen dit.¹⁹³ Er zijn twee mogelijke scenario's die zich kunnen voordoen: een verkoop buiten de positieve doelmarkt of een verkoop binnen de negatieve doelmarkt.

3.6.1 Verkoop buiten de positieve doelmarkt

De vaststelling van de positieve doelmarkt dient er in te zien voor dat financiële instrumenten aan cliënten binnen deze doelmarkt worden verkocht. Een verkoop buiten de positieve doelmarkt is echter wel mogelijk maar enkel wanneer dit kan worden gerechtvaardigd door de specifieke omstandigheden

¹⁹⁰ M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 210-211.

¹⁹¹ Ibid.

¹⁹² M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 210-211.

¹⁹³ ESMA-Richtsnoeren, par. 52 en 67-74.

van het geval. De redenen voor de afwijkingen dienen bovendien duidelijk te worden gedocumenteerd en indien men ook effectief verkoopt, moet dit in de geschiktheidsrapporten worden opgenomen.¹⁹⁴

Verkoop buiten de positieve doelmarkt zal vooral voorkomen in kader van portefeuillebeheer. Omwille van diversificatie kunnen producten buiten de doelmarkt worden verkocht indien de portefeuille in zijn geheel geschikt is voor de cliënt.¹⁹⁵

Een verkoop buiten de positieve doelmarkt (en binnen de negatieve doelmarkt) die relevant kan zijn voor het productgovernanceproces van de ontwikkelaar (omdat zij vaak voorkomen) dient aan de ontwikkelaar te worden gemeld.¹⁹⁶ Indien het gaat om een verkoop in het kader van diversificatie van een portefeuille is dit niet vereist.¹⁹⁷ Verkopen binnen de negatieve doelmarkt dienen steeds te worden gemeld.¹⁹⁸

Een significant aantal verkopen buiten de positieve doelmarkt is bovendien ook een belangrijke indicator voor de productdistributeur. De ESMA-Richtsnoeren stellen dat in dat geval de distributeur deze input bij de periodieke evaluatie van de geboden producten in overweging moet nemen. Het kan er toe leiden dat de distributeur daardoor vaststelt dat de door hem aanvankelijk bepaalde doelmarkt niet correct en/of nauwkeurig genoeg is of dat bijvoorbeeld de distributiestrategie niet geschikt was. In dat geval dient hij de vastgestelde doelmarkt/gekozen distributiestrategie te herzien.¹⁹⁹

3.6.2 Verkoop binnen de negatieve doelmarkt

Net omdat de negatieve doelmarkt omschrijft met welke groepen van cliënteel het financieel instrument niet verenigbaar is, mag een verkoop binnen de negatieve doelmarkt slechts plaatsvinden in uitzonderlijke omstandigheden. De ESMA-Richtsnoeren verduidelijken dat in dergelijke gevallen er een belangrijke rechtvaardiging moet zijn om toch te verkopen binnen de negatieve doelmarkt. Deze rechtvaardiging moet beter worden onderbouwd dan het geval is bij verkoop buiten de positieve doelmarkt.²⁰⁰

In tegenstelling tot verkoop buiten de positieve doelmarkt, dient een verkoop binnen de negatieve doelmarkt steeds te worden gemeld aan de ontwikkelaar en dient men dit ook steeds mee te delen aan de cliënt zelf. Zelfs in het geval van een verkoop in het kader van diversificatie of hedging moet er melding gemaakt worden.²⁰¹

¹⁹⁴ ESMA-Richtsnoeren, 19, par. 70.

¹⁹⁵ ESMA-Richtsnoeren, 15, par. 52; M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 210-211.

¹⁹⁶ ESMA-Richtsnoeren, 20, par. 73; V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, (804) 807.

¹⁹⁷ ESMA-Richtsnoeren, 15, par. 54.

¹⁹⁸ ESMA-Richtsnoeren, 15, par. 55.

¹⁹⁹ ESMA-Richtsnoeren, 20, par. 73.

²⁰⁰ ESMA-Richtsnoeren, 19, par. 71; V. DE SCHRYVER, "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, (195) 215.

²⁰¹ ESMA-Richtsnoeren, 15, par. 55.

3.7 Product governance: punten van kritiek en tekortkomingen

In principe kan men vanuit beleggersperspectief niet anders dan de productgovernancebepalingen positief onthalen. Ze vormen, naast de eerdere informatieverplichtingen (niveau 1-bescherming) en de *know your customer*-verplichtingen (niveau 2-bescherming), een derde laag van protectie. Toch blijkt dat regels in praktijk nog enkele tekortkomingen vertonen en dat de aan de regels onderworpen partijen niet altijd even positief tegen deze regels aankijken. In wat volgt zal een overzicht gegeven worden van de meest gehoorde punten van kritiek op en tekortkomingen van de productgovernancebepalingen.

3.7.1 Product governance: verweven met andere beleggersbeschermende maatregelen

Men kan zich de vraag stellen of de productgovernancebepalingen niet te sterk verweven zijn met andere beleggersbeschermende maatregelen waardoor deze elkaar mogelijks overlappen. Zo valt het op dat de geschiktheidsbeoordeling onder MiFID II sterke overeenkomsten vertoont met de productgovernancebepalingen.

Zoals hierboven al werd aangehaald, verplicht de geschiktheidsbeoordeling de beleggingsonderneming ertoe om na te gaan of de aangeboden beleggingsdienst in overeenstemming is met de kennis en ervaring van de cliënt met betrekking tot dat specifieke product, of dat product in overeenstemming is met de financiële situatie van de cliënt, met inbegrip van zijn vermogen om verliezen te dragen en of het product in overeenstemming is met de beleggingsdoelstellingen van de cliënt en zijn risicobereidheid.²⁰² Het zijn deze categorieën die ook gebruikt worden ter bepaling van de doelmarkt onder de productgovernanceverplichtingen.

Toch zullen deze twee soorten beleggersbeschermende maatregelen, ondanks de grote gelijkenissen, elkaar niet opheffen. VERLEYEN stelt dat beide toetsingen vereist blijven en dat ze volledig onafhankelijk van elkaar bestaan.²⁰³ De ESMA-Richtsnoeren bevestigen dit: "*De verplichting van de distributeur om de werkelijke doelmarkt vast te stellen en ervoor te zorgen dat een product wordt gedistribueerd in overeenstemming met de werkelijke doelmarkt, wordt niet vervangen door een beoordeling van geschiktheid of passendheid, en moet worden uitgevoerd in aanvulling op en voorafgaand aan een dergelijke beoordeling.*"²⁰⁴ De regels spelen zich dan ook op een verschillend niveau af. Waar de geschiktheidsbeoordeling een onderdeel uitmaakt van de 'ken uw cliënt'-verplichtingen en zich afspeelt op het niveau van de transactie, situeren de regels inzake product governance zich op het niveau van het product zelf.²⁰⁵

Desalniettemin lijkt er toch een mogelijke situatie te zijn waar beide beschermingsmaatregelen met elkaar clashen, namelijk in het geval van een portefeuillebenadering. Zoals hierboven al werd aangehaald kan een product buiten de toegekende doelmarkt aanbevolen of verkocht worden in het kader van diversificatie van een portefeuille/portfolio. Met andere woorden: het product is volgens de productgovernancebepalingen niet geschikt voor de cliënt maar volgens de

²⁰² Art. 25(2) MiFID II; art. 54 Gedelegeerde Verordening; art. 27ter Wet Financieel Toezicht.

²⁰³ M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 212.

²⁰⁴ ESMA-Richtsnoeren, 10-11, par. 33.

²⁰⁵ *Supra*, Titel 3.1.

geschiktheidsbeoordeling wel. De ESMA-Richtsnoeren bevestigen dat dit mogelijk is. Ze verduidelijken dat in dergelijk geval de geschiktheidsbeoordeling als het ware de doorslag geeft.²⁰⁶

3.7.2 Personeel toepassingsgebied te strikt

Een ander punt van kritiek op de productgovernancebepalingen is dat zij een te beperkt personeel toepassingsgebied zouden hebben. Productontwikkelaars uit derde landen ontsnappen aan de Europese regelgeving. Niet alleen productontwikkelaars uit derde landen, maar ook bepaalde Europese productontwikkelaars kunnen eveneens aan het toepassingsgebied van MiFID II ontsnappen. Het uitgangspunt van MiFID II is dat beleggingsondernemingen onder het personeel toepassingsgebied vallen, en dit zijn meer specifiek *“rechtspersonen wiens gewone beroep of bedrijf bestaat uit het beroepsmatig verrichten van een of meer beleggingsdiensten voor derden en/of het uitoefenen van een of meer beleggingsactiviteiten.”*²⁰⁷

Hieruit volgt dat bepaalde Europese productontwikkelaars, zoals beleggingsfondsen en vennootschappen die aandelen of obligaties uitgeven, eveneens buiten het toepassingsgebied vallen.²⁰⁸ Zij verrichten immers geen ‘beleggingsdiensten voor derden’ noch oefenen zij ‘een of meer beleggingsactiviteiten’ uit. Daardoor zijn zij aldus niet onderworpen aan de productgovernancebepalingen.

3.7.3 Een ingeperkt productaanbod

Een veelgehoorde kritiek is dat de productgovernancebepalingen zouden leiden tot een beperking in het productaanbod, een zogenaamde ‘verschraling’.²⁰⁹ Hiervoor zijn twee mogelijke oorzaken aan te wijzen.

Volgens COLAERT heeft dit eerst en vooral te maken met de zware last die de regels op de distributeurs leggen. Zij zijn er immers toe gehouden om *“alle redelijke stappen te ondernemen om ervoor te zorgen dat zij ook van niet onder het MiFID II-toepassingsgebied vallende ontwikkelaars passende en betrouwbare informatie verkrijgen, zodat deze producten worden gedistribueerd in overeenstemming met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt”*.²¹⁰ Slaagt de distributeur hier niet in, dan mag hij deze producten niet in zijn aanbod opnemen.²¹¹ Deze kritiek hangt dus samen met het hierboven vernoemde probleem van het beperkt personeel toepassingsgebied van de productgovernancebepalingen. Productontwikkelaars uit derde landen zullen zich niet meteen geneigd voelen om alle informatie die distributeurs onder MiFID II nodig hebben aan te leveren omdat dit in principe toch geen verplichting vormt voor hen. Het gevolg is dat

²⁰⁶ ESMA-Richtsnoeren, 15, par. 53; M. VERLEYEN, “Product Governance – Wat leert de praktijk?”, *RDC-TBH* 2019, (207) 212.

²⁰⁷ Art. 1(1) en 4(1), 1) MiFID II; S. DE DIJN, “Het toepassingsgebied van MiFID II in België”, *BFR* 2017, (279) 280-281.

²⁰⁸ V. COLAERT, “t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen”, *TRV-RPS* 2018, (804) 808.

²⁰⁹ M. VERLEYEN, “Product Governance – Wat leert de praktijk?”, *RDC-TBH* 2019, (207) 213; V. COLAERT, “t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen”, *TRV-RPS* 2018, (804) 807 – 811.

²¹⁰ Art. 10(2), derde lid Gedelegeerde Richtlijn; art. 23, §2, derde lid MiFID II-KB.

²¹¹ ESMA-Richtsnoeren, 17, par. 63.

Europese distributeurs geen beroep zullen kunnen doen op de producten van dergelijke ontwikkelaars: door het gebrek aan info mag de distributeur dit product niet in zijn aanbod opnemen. Het aanbod zal daardoor mogelijks kleiner worden.²¹²

Een andere oorzaak is het afschrikwekkend effect. De productgovernancebepalingen zijn open regels, in die zin dat er vaak gebruik gemaakt wordt van open normen en categorieën. Dat kan voor onzekerheid zorgen ten aanzien van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen. Zij zullen eerder een (te) voorzichtige aanpak hanteren om het gevaar van zware aansprakelijkheidsvorderingen te vermijden. Zo bestaat er de mogelijkheid dat bepaalde beleggers uitgesloten worden door een te strikte toekenning van de doelmarkt door de productdistributeur. Door die (te) strikte toekenning plaatst de distributeur zich in een veilige positie. Voor de belegger kan dit er echter toe leiden dat een bepaald product voor hem niet beschikbaar is, hoewel dit in werkelijkheid alsnog een geschikt product voor hem kan zijn.²¹³ Het aanbod van beleggingsproducten lijkt hierdoor sterk gereduceerd te worden en lijkt nog enkel te bestaan uit de 'veiligste' producten, vaak diegene met een lager rendement. Volgens COLAERT is er in dat geval sprake van paternalisme: het is niet de belegger die vrij beslist in welk product hij wenst te investeren maar wel de financiële instelling.²¹⁴

Dat is vooral zo bij de *execution only*-diensten. Onder MiFID I had de belegger, in geval van *execution only* nog een keuze. De financiële instelling diende hem wel te waarschuwen voor bepaalde transacties die de bank als risicovol aanschouwde voor de cliënt, maar dat stond de belegger niet in de weg om alsnog dat product te kopen. Zelfs indien er sprake was van een advies kon de cliënt tegen dat advies ingaan. Dat dit niet meer mogelijk is onder MiFID II valt volgens COLAERT te betreuren. Stel dat de cliënt toch tegen dat advies in wenst te gaan, en bijgevolg alle risico's van het desbetreffende product begrijpt en accepteert, dan moet hij er onder het huidige regime op hopen dat de distributeur het product alsnog aan hem wilt verkopen. Dat kan, maar dit is enkel mogelijk in uitzonderlijke omstandigheden en moet grondig gemotiveerd worden.²¹⁵ COLAERT vreest dat de distributeur hiertoe enkel bereid zal zijn voor cliënten met een aanzienlijk vermogen,²¹⁶ waardoor de kleinere, vaak niet-professionele cliënten, slachtoffer dreigen te worden van deze (te) verregaande regulering en bijgevolg slechts nog toegang hebben tot een sterk beperkt aanbod.²¹⁷

3.7.4 MiFID-template

Een andere tekortkoming situeert zich op het vlak van de MiFID-template, de EMT.²¹⁸ Het ontstaan van de EMT is een goede zaak: het zorgt voor een meer uniforme informatieoverdracht van ontwikkelaar naar distributeur en beperkt dat verschillende instellingen een verschillende interpretatie geven aan de daarin gebruikte categorieën. Helaas is er tot op de dag van vandaag nog

²¹² V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, (804) 808.

²¹³ M. VERLEYEN, "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, (207) 213.

²¹⁴ V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, (804) 810.

²¹⁵ *Supra*, Titel 3.5.2.

²¹⁶ Men heeft het dan vaak over vermogens vanaf 1 miljoen euro.

²¹⁷ V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, (804) 810.

²¹⁸ *Supra*, Titel 3.3.3.

steeds geen EMT in de omgekeerde richting, namelijk van distributeur naar ontwikkelaar.²¹⁹ Dat valt te betreuren. Ook hier zou een gemeenschappelijke template zijn nut kunnen bewijzen. De distributeur moet immers essentiële verkoopinformatie doorspelen naar de ontwikkelaar. Wanneer dit op een uniforme wijze zou gebeuren, kan dat alleen maar ten goede komen aan de efficiënte van de productgovernancebepalingen. Uit de afgenomen interviews bleek evenzeer dat hier vanuit de praktijk vraag naar is.²²⁰

²¹⁹ C. VERVLIET, "MiFID II Product Governance: To Boldly Go Where No One Else Has Gone Before?" in A-P. ANDRÉ-DUMONT e.a., *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, (155) 164.

²²⁰ Zie Bijlage III, (14-15), Bijlage V (9-10).

4. Evaluatie van de productgovernancebepalingen

Dit onderzoek tracht de productgovernancebepalingen te evalueren. Er wordt daarom gewerkt met evaluatieve criteria. De nieuwe regels inzake product governance zullen getoetst worden aan de hieronder uiteengezette criteria. Zo kan er nagegaan worden of deze regels hun doel bereiken: een betere bescherming van de belegger.

Het eerste criterium dat in dit onderzoek gebruikt wordt, is het rechtszekerheidsbeginsel. Dit is een intern criterium: een criterium dat aan het rechtssysteem zelf wordt ontleend.²²¹ Interne criteria leggen de nadruk op de coherentie, logica en systematiek van de te evalueren rechtsregel.²²²

Dit onderzoek hanteert echter geen strikt intern-juridische benadering. Het is daarom dat er ook externe criteria in aanmerking genomen worden. Dit zijn criteria die niet ontleend worden aan het rechtssysteem zelf maar resulteren in een beoordeling aan de hand van een externe norm.²²³ De externe criteria in dit onderzoek zijn enerzijds de doeltreffendheid van de regels en anderzijds hun (eventueel) disproportioneel inperkend effect. De keuze voor deze criteria komt deels voort uit de punten van kritiek op en de tekortkomingen van de productgovernancebepalingen.²²⁴

De onderzoeksstrategie van dit onderzoek verduidelijkte dat er gewerkt wordt met diepte-interviews, afgenomen bij de vier grootste Belgische kredietinstellingen.²²⁵ De vragen die tijdens deze interviews gesteld werden, zijn in dit werk opgenomen als bijlage.²²⁶ De vragen werden gericht opgesteld om te peilen naar de door dit onderzoek uiteengezette evaluatieve criteria. Ze vormen als het ware de indicatoren voor de evaluatieve criteria.

4.1 Toelichting criteria

4.1.1 Rechtszekerheid

Het eerste criterium dat dit onderzoek hanteert, is dat van rechtszekerheid. Het begrip rechtszekerheid strekt ertoe de rechtsonderhorige duidelijk te maken dat hij onderworpen is aan een bepaald wetgevend instrument en daarbij ook te wijzen op handelingen, gedragingen of hypothesen die geregeld worden door dat wetgevend instrument. Opdat een wetgevend instrument voldoet aan dit begrip van rechtszekerheid, is het vereist dat er twee onderwerpen duidelijk naar voor komen: de adressaat, namelijk diegene die onderworpen is aan het wetgevend instrument, en het voorwerp van de regeling.²²⁷

²²¹ L. KESTEMONT en P. SCHOUKENS, *Rechtswetenschappelijk schrijven*, Leuven, Acco, 2017, 64-65.

²²² L. KESTEMONT, *Handbook on Legal Methodology: From objective to method*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 60-63.

²²³ Ibid.

²²⁴ *Supra*, Titel 3.6.

²²⁵ *Supra*, Titel 1.5.

²²⁶ Zie Bijlage I – Vragen interviews.

²²⁷ H. COREMANS, M. VAN DAMME, J. DUJARDIN, B. SEUTIN en G. VERMEYLEN, *Beginselen van wetgevingstechniek en behoorlijke regelgeving*, Brugge, die Keure, 2016, 129-132.

In dit onderzoek wordt er nagegaan of de regels inzake product governance van MiFID II voldoen aan het vereiste van rechtszekerheid. Dit onderzoek spitst zich toe op een bepaalde categorie van rechtsonderhorigen onder MiFID II, met name de kredietinstellingen. Zoals hierboven al eerder werd toegelicht, wordt dat begrip gedefinieerd onder MiFID II door artikel 4, 27° MiFID II *jo.* artikel 4(1), 1° Verordening 575/2013. Een kredietinstelling is *“een onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het bij het publiek aantrekken van deposito’s of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening.”* In de Belgische Bankwet wordt verduidelijkt dat onder ‘kredietinstelling’ wordt verstaan een *“Belgische of buitenlandse onderneming waarvan de werkzaamheden bestaan in het van het publiek in ontvangst nemen van gelddeposito’s of van andere terugbetaalbare gelden en het verlenen van kredieten voor eigen rekening.”*²²⁸

Het tweede onderdeel van het criterium rechtszekerheid is het voorwerp van de regeling: in casu zijn dat dus de regels inzake product governance, voornamelijk vervat in de artikelen 9(3), 16(3), 24(2) MiFID II en de artikelen 9 en 10 van de Gedelegeerde Richtlijn.

De twee onderdelen van het criterium rechtszekerheid zijn daarmee toegelicht: het is duidelijk wie de adressaat is en wat het voorwerp van de regeling is. Het criterium maakt het mogelijk om na te gaan of de verplichtingen inzake product governance die onder MiFID II aan de kredietinstellingen worden opgelegd, voldoende duidelijk zijn zodat de instellingen weten welke verplichtingen zij moeten naleven en hoe zij die dienen na te leven. Wanneer de productgovernancebepalingen voldoende duidelijk zijn, en de kredietinstellingen duidelijk weten hoe ze deze dienen toe te passen, komt dat de rechtszekerheid ten goede.

4.1.2 Doeltreffendheid

Het tweede criterium, een extern criterium, is het criterium van doeltreffendheid. Dit criterium gaat na of de regels inzake product governance doeltreffend zijn, met andere woorden, of zij in staat zijn om het centraal doel van de regels te realiseren. Dat centrale doel is, zoals eerder werd aangehaald, het voorkomen van *mis selling*: de regels inzake product governance moeten er voor zorgen dat de beleggingsproducten op maat van de specifieke belegger worden gemaakt, zodat hij in beginsel geen producten koopt die niet bij zijn profiel passen, bijvoorbeeld omdat ze te risicovol en complex zijn.²²⁹

4.1.3 Vermijden van disproportioneel inperkend effect

Het laatste externe criterium is het vermijden van een disproportioneel inperkend effect. Het uitgangspunt voor dit criterium is de wilsautonomie. In zijn meest traditionele vorm betekent dit dat partijen vrij zijn om al dan niet te contracteren en dat ze de inhoud van hun contract vrij kunnen bepalen.²³⁰ Dat volgt uit de gelijkheid van de partijen: partijen worden geacht op voet van gelijkheid te staan en moeten er zelf over kunnen waken wat de inhoud van het contract is en of het aan hun wensen voldoet.²³¹

²²⁸ Art. 1, §3 Bankwet.

²²⁹ Overweging (18) Gedelegeerde Richtlijn; *supra*, Titel 3.1.

²³⁰ S. STIJNS, *Leerboek verbintenissenrecht – Boek 1*, Brugge, die Keure, 2016, 38-39.

²³¹ R. STEENNOT, “De bescherming van de consument van financiële diensten”, *DCCR*, 2013, 174-176.

Toch is er van die gelijkheid niet altijd sprake, en zeker niet in het financieel recht. De consument zal ten opzichte van een kredietinstelling vaak in een ongelijke onderhandelingspositie staan: hij heeft minder informatie, beschikt over minder middelen enzovoort. Om dit te voorkomen, worden er regels opgelegd die er voor zorgen dat beide partijen terug meer op voet van gelijkheid komen te staan.²³² De regels van MiFID zijn hiervan een goed voorbeeld. Zij leggen regels op aan onder andere kredietinstellingen om hun machtspositie ten opzichte van de consument af te zwakken.

De vraag die hierbij rijst, is of deze regels, en dus in het bijzonder de productgovernancebepalingen, soms niet aan hun doel voorbijschieten waardoor zij net een disproportioneel inperkend effect krijgen ten aanzien van de consument. Beleggers hebben mogelijks door de productgovernancebepalingen minder vrijheid en keuze om te beleggen in producten die zij zelf wensen. Zo formuleerde COLAERT reeds kritiek op de productgovernancebepalingen in die zin dat ze tot paternalisme zouden leiden. In dat geval is het de kredietinstelling die beslist in welke producten een (retail)belegger kan investeren in plaats van de belegger zelf. Daarmee zou er van de beoogde wilsautonomie dus ook geen sprake meer zijn.²³³

4.2 Methode van de evaluatie

4.2.1 Rechtszekerheid

De eerste vraag in het interview die een indicator voor het criterium van rechtszekerheid vormt is de volgende: *“De European MiFID Template (EMT) wordt gebruikt om de informatie over de potentiële doelmarkt, bepaald door de productontwikkelaar, door te spelen aan de productdistributeur. De daarin bepaalde categorieën, zoals ‘type cliënt’ en ‘kennis en ervaring’ zijn vrij ruim. Zijn deze niet te ruim?”*²³⁴ Indien de respondenten aangeven dat deze categorieën inderdaad te ruim zijn, kan men stellen dat er sprake is van minder rechtszekerheid omdat er in dat geval mogelijks een vrije en verschillende invulling van deze begrippen door de kredietinstellingen gehanteerd wordt.

De andere vraag die een indicator voor het criterium van rechtszekerheid vormt luidt als volgt: *“Worden de categorieën in de EMT vrij gemeenschappelijk geïnterpreteerd door de productontwikkelaars, of zijn hier nog grote verschillen in?”*²³⁵ Indien de respondenten aangeven dat deze categorieën niet gemeenschappelijk geïnterpreteerd worden, kan men opnieuw stellen dat er sprake is van minder rechtszekerheid.

Deze twee indicatoren richten zich steeds op de EMT. De reden hiervoor is dat één van de belangrijkste productgovernanceverplichtingen van MiFID II vervat zit in de EMT, namelijk het bepalen van de doelmarkt. De EMT verfijnt de door de ESMA in haar richtsnoeren uiteengezette categorieën ter bepaling van de doelmarkt en maakt een verdere onderverdeling in een aantal vast

²³² R. STEENNOT, “De bescherming van de consument van financiële diensten”, *DCCR*, 2013, 174-176.

²³³ *Supra*, Titel 3.6.3.

²³⁴ Zie Bijlage I, vraag 7.

²³⁵ Zie Bijlage I, vraag 8.

omschreven subcategorieën. Daardoor vormt het een goede indicator voor het criterium van rechtszekerheid.

De laatste vraag die een indicator vormt voor dit criterium is de volgende: *"Een van de productgovernancebepalingen stelt dat personeelsleden die betrokken zijn bij het vervaardigen van financiële producten of de distributie ervan, over 'de nodige deskundigheid' beschikken. Hoe gaat dit in zijn werk? Is er een bepaalde opleiding die voorzien wordt door bijvoorbeeld de FSMA/NBB?"*²³⁶ Indien uit het antwoord van de respondenten blijkt dat er geen duidelijke opleiding voorzien is en deze bepaling eerder vrij in te vullen is, is dit een indicator voor minder rechtszekerheid. Het is dan met andere woorden niet geheel duidelijk voor de rechtsonderhorige hoe zij deze verplichting dient na te leven.

4.2.2 Doeltreffendheid

Het interview bevat twee vragen over de doelmarkten die peilen naar het doeltreffendheids criterium. Een daarvan is de volgende: *"Verkoop buiten de doelmarkten (en binnen de negatieve of buiten de positieve) is slechts mogelijk in uitzonderlijke omstandigheden. Komt dit vaak voor? Worden geschiktheidsrapporten nauwkeuring ingevuld en opgevolgd?"*²³⁷ De 'uitzonderlijke omstandigheden' die nodig zijn voor een verkoop buiten de doelmarkten werden al toegelicht onder Titel 3.5. Wanneer uit de antwoorden blijkt dat deze verkopen buiten de doelmarkten wel vaak zouden voorkomen en de geschiktheidsrapporten nauwelijks worden ingevuld, vormt dit een indicator van minder doeltreffende wetgeving en vice versa.

De andere vraag die betrekking heeft op de doelmarkten stelt dat *"afwijkingen van de doelmarkt in principe relevant zijn voor de productontwikkelaar en zouden dan in principe ook gemeld moeten worden. Het stelt de ontwikkelaar namelijk in staat zijn product aan te passen/te verbeteren. Doet men die melding (genoeg)?"*²³⁸ Wanneer zou blijken dat men die melding niet/nauwelijks doet, wordt er essentiële informatie niet doorgespeeld aan de ontwikkelaar waardoor hij dit niet kan meenemen in het proces ter verbetering en/of aanpassing van bepaalde producten. In dat geval vormt dit een indicator van minder doeltreffende wetgeving.

Ook de volgende vragen komen in het interview nog aan bod:

- *"Zowel de productontwikkelaar als de distributeur zijn onder de productgovernancebepalingen gehouden tot een 'regelmatige evaluatie van de producten die zij vervaardigen of aanbieden, rekening houdend met elke gebeurtenis die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt kan beïnvloeden'. Hoe vaak wordt dit gedaan? Er blijken hiervoor geen vaste vormvereisten te zijn, op wat/welke criteria baseert men zich dan om over te gaan tot dergelijke evaluatie?"*²³⁹ Ook deze vraag vormt een indicator voor de doeltreffendheid van de productgovernancebepalingen. Indien blijkt dat dergelijke evaluatie, onder meer vervat in de artikelen 9(14) en 10(5) Gedelegeerde Richtlijn, nauwelijks

²³⁶ Zie Bijlage I, vraag 2.

²³⁷ Zie Bijlage I, vraag 3.

²³⁸ Zie Bijlage I, vraag 4 en de toelichting hierover onder Titel 3.5.1.

²³⁹ Zie Bijlage I, vraag 5.

uitgevoerd wordt en deze tussen de verschillende kredietinstellingen onderling sterk verschilt, is dit een indicatie dat de wetgeving minder doeltreffend is.

- *"Van productdistributeur naar productontwikkelaar is er nog geen MiFID Template. Hoe wordt deze informatie dan verstrekt? Op verzoek? Hoe ervaart u het gebrek aan uniformiteit in deze richting? Leidt dit niet tot een minder efficiënte doorstroom van informatie/evaluatie van distributeur naar ontwikkelaar?"*²⁴⁰ Indien de geïnterviewden aangeven dat dit inderdaad tot een minder efficiënte doorstroom van informatie leidt, vormt dit een indicator van minder doeltreffende wetgeving en vice versa.
- *"Vindt u de productgovernancebepalingen zoals geïntroduceerd in MiFID II effectief? Bereiken zij hun doelstelling, met name een betere bescherming van de belegger door het voorkomen dat hij in een niet voor hem geschikt financieel product belegt? Zo ja, waarom? Zo nee, wat kan er volgens u beter? Overtreffen de baten de kosten?"* zijn de laatste vragen die peilen naar dit criterium.²⁴¹ Ze vormen de meest uitgesproken indicatoren van het criterium van doeltreffendheid en geven duidelijk aan of er sprake is van doeltreffende wetgeving of niet.

4.2.3 Vermijden van disproportioneel inperkend effect

De eerste vraag die een indicator vormt voor het criterium van het vermijden van een disproportioneel inperkend effect is de volgende: *"Een van de punten van kritiek op de productgovernancebepalingen is dat ze tot 'vershraling van het productaanbod' leiden. Zo is er bijvoorbeeld de hypothese dat bepaalde beleggers uitgesloten worden ten gevolge van een te strikte toekenning van de doelmarkt door de productdistributeur. Daardoor is het product voor die belegger niet beschikbaar, hoewel dit in werkelijkheid alsnog een geschikt product voor hem kan zijn. Een andere hypothese stelt dan weer dat productontwikkelaars buiten de EU niet geneigd zijn veel informatie te verschaffen over het product aan de productdistributeur, net omdat ze niet onderworpen zijn aan MiFID II. De distributeur heeft hierdoor op zijn beurt te weinig informatie over het product, waardoor hij het aldus niet kan opnemen in zijn aanbod. Bent u het hier mee eens?"*²⁴² Wanneer blijkt dat de geïnterviewden inderdaad akkoord gaan met het feit dat er een vershraling van het productaanbod is, vormt dit een indicator voor het disproportioneel inperkend effect dat de regels inzake product governance mogelijk hebben. Doordat de productgovernancebepalingen ertoe zouden leiden dat het productaanbod beperkt wordt, is er sprake van een disproportioneel inperkend effect van deze regels. De belegger, en voornamelijk de retailbelegger, is in dat geval niet meer vrij om te beleggen in eender welk product. Het productaanbod wordt dan namelijk sterk ingeperkt, doordat kredietinstellingen zich aan de (te) strikte regels inzake product governance moeten houden.

De andere vraag die een indicator vormt voor dit criterium luidt als volgt: *"Een andere kritiek op de bepalingen is dat zij te verregaand zouden zijn. Beleggingsondernemingen/kredietinstellingen zouden namelijk door de verregaande regels te voorzichtig zijn geworden met hun productaanbod,*

²⁴⁰ Zie Bijlage I, vraag 9.

²⁴¹ Zie Bijlage I, vraag 12 en 13.

²⁴² Zie Bijlage I, vraag 10.

*net om sancties van de toezichthouder te vermijden of aansprakelijkheidsvorderingen te ontlopen. Dit zou op zijn beurt er dan weer toe leiden dat het aanbod enkel maar bestaat uit de veiligste producten, waar het rendement zeer laag is. Het grote probleem hierbij: financiële instellingen beslissen i.p.v. de cliënt in welk instrument ze al dan niet mogen investeren (= paternalisme) Ervaart u dit ook zo?"*²⁴³ Indien de geïnterviewde kredietinstellingen aangeven dat er sprake is van paternalisme is dit opnieuw een indicator die wijst op het mogelijks disproportioneel inperkend effect van de productgovernancebepalingen. In dat geval bepaalt de kredietinstellingen als het ware waarin de retailbelegger kan investeren, doordat zij haar productaanbod voor dat type cliënt zo sterk beperkt, minstens moet beperken ten gevolge van de regels inzake product governance.

4.3 Rechtszekerheid – resultaat

4.3.1 Categorieën ter bepaling van de doelmarkt: te ruim?

Zoals eerder uiteengezet werd, moet de productontwikkelaar bij het bepalen van de potentiële doelmarkt vijf categorieën toetsen: type cliënt, zijn kennis en ervaring, zijn financiële situatie en zijn vermogen om verliezen te dragen, zijn risicotolerantie en de verenigbaarheid van zijn risicoprofiel met het gekozen product en tot slot de doelstellingen en behoeften van de cliënt.²⁴⁴ Om verschillende interpretaties van deze categorieën te vermijden kwam de Europese financiële sector op de proppen met de EMT: een template die de door de ESMA uiteengezette categorieën verder verfijnt. Toch stelt men vast dat deze subcategorieën nog steeds ruim zijn en de EMT mogelijkserwijs nog steeds niet voldoet aan de vereiste granulariteit bij het afbakenen van de potentiële doelmarkt.²⁴⁵

Uit de interviews blijkt dat dit de vier Belgische grootbanken dit ook zo ervaren.²⁴⁶ Zo geeft men onder meer aan dat de categorie van 'type cliënt' en die van 'kennis en ervaring' nog steeds zeer ruim is. Een van de respondenten gaf aan dat wanneer men te maken heeft met een belegger die bijvoorbeeld enkel in vrij veilige fondsen belegt en hij daar dus kennis van heeft, dit meteen tot gevolg heeft dat hij aanzien wordt als een basisbelegger terwijl hij in werkelijkheid ook kennis kan hebben van meer complexe producten maar daar gewoon niet in belegt.²⁴⁷ Een andere respondent gaf bovendien aan dat de categorie van 'beleggingsdoelen' zeer ruim en open is en ook divers wordt geïnterpreteerd.²⁴⁸

Elke respondent geeft aldus aan dat de categorieën ter bepaling van de doelmarkt, ondanks dat ze verder verfijnd worden door de EMT, nog steeds te ruim zijn. Dit vormt een eerste indicator voor minder rechtszekerheid.

²⁴³ Zie Bijlage I, vraag 11.

²⁴⁴ *Supra*, Titel 3.3.3.

²⁴⁵ *Ibid.*

²⁴⁶ Zie Bijlage II, (13), Bijlage III, (11), Bijlage IV, (9) en Bijlage V, (7).

²⁴⁷ Zie Bijlage II, (13).

²⁴⁸ Zie Bijlage V, (7).

4.3.2 Interpretatie van de categorieën ter bepaling van de doelmarkt en in de EMT: een uniforme interpretatie?

De andere vraag die een indicator voor het criterium van rechtszekerheid vormt, peilt naar de interpretatie van de categorieën ter bepaling van de doelmarkt en de categorieën zoals uiteengezet door de EMT: zorgen zij voor een uniforme interpretatie, waardoor een goede doorstroom van informatie van ontwikkelaar naar distributeur mogelijk is? Het is namelijk zo dat wanneer de verschillende productontwikkelaars een uniforme interpretatie van de verschillende categorieën hanteren, dit de rechtszekerheid ten goede komt. Het is in dat geval eenvoudiger voor de distributeur om de juiste info over de verschillende producten terug te vinden om zo het geschikte product aan te bieden aan een bepaald type cliënt.

Uit de afgenomen interviews bleek dat drie van de vier respondenten inderdaad aangaven dat er nog grote verschillen waren in het interpreteren van de EMT-categorieën door de productontwikkelaars.²⁴⁹ Het ontbreekt aan harmonisatie. Het feit dat de categorieën door de ontwikkelaars niet altijd even uniform wordt geïnterpreteerd kan wel voor problemen zorgen. Sommige kenmerken zoals 'leverage' worden door de ene ontwikkelaar verschillend opgevat dan door de andere. Dat maakt het voor de distributeur immers zeer moeilijk om het juiste product aan de man te brengen.

*"We stellen vast dat er nog veel discussies zijn bij de ontwikkelaars over de interpretatie van deze categorieën. Sommige criteria zijn te ruim en dus moeilijk te interpreteren op een evenwichtige manier vanuit de ontwikkelaar. We zouden moeten onderzoeken of alle fabrikanten de EMT op dezelfde manier interpreteren. Als distributeur is het niet gemakkelijk om te begrijpen wat men juist wil zeggen en welke doelgroep wordt beoogd. Het is dus niet altijd gemakkelijk om de juiste match te vinden."*²⁵⁰

Slechts één van de vier respondenten gaf aan dat de categorieën wel gemeenschappelijk geïnterpreteerd worden door de productontwikkelaars en dat de verschillen slechts aankomen op details.²⁵¹ Daaruit kunnen we opnieuw concluderen dat, door het feit dat de productontwikkelaars geen uniforme opvatting en interpretatie geven aan de EMT-categorieën, er sprake is van minder rechtszekerheid.

4.3.3 Vereiste van nodige deskundigheid voor personeelsleden betrokken bij distributie of vervaardiging producten: een vrije invulling door de rechtsonderhorige

Een van de productgovernanceverplichtingen is dat personeelsleden die betrokken zijn bij het vervaardigen van financiële producten of de distributie ervan, 'over de nodige deskundigheid' beschikken.²⁵² Een van de vragen in het interview peilt naar hoe de respondenten deze bepaling in

²⁴⁹ Zie Bijlage II, (15), Bijlage III, (13) en Bijlage IV, (9).

²⁵⁰ Zie Bijlage IV, (9).

²⁵¹ Zie Bijlage V, (8).

²⁵² Art. 9(5) en 10(7) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §5 en 23, §7 MiFID II-KB.

praktijk uitvoeren en toepassen en of er bijvoorbeeld bepaalde opleidingen voorzien worden door toezichthoudende instanties.²⁵³

Uit de resultaten van de afgenomen interviews blijkt dat er voor de toepassing van deze bepaling geen vaste werkwijze is noch wordt er een bepaalde opleiding voorzien om te kunnen voldoen aan deze verplichting.²⁵⁴ Meer nog, alle respondenten gaven aan dat zij een eigen invulling geven aan deze productgovernancebepaling: men voorziet zelf opleidingen voor personeelsleden maar die worden naar eigen inzichten gevormd en zijn niet gebaseerd op een bepaalde standaard uiteengezet door MiFID II of een toezichthoudende autoriteit.²⁵⁵ Het is met andere woorden niet duidelijk voor de rechtsonderhorige, in deze de kredietinstelling, hoe hij deze verplichting dient na te leven. De wetgever laat bovendien na om deze verplichting ergens te concretiseren.

De vrije invulling door de rechtsonderhorige van deze productgovernancebepaling en het feit dat de wetgever en/of toezichthoudende autoriteit geen toelichting en verduidelijking verschaft bij deze specifieke bepaling over hoe deze na te leven, is een duidelijke indicatie van minder rechtszekerheid.

4.4 Doeltreffendheid – resultaat

4.4.1 Verkoop buiten de doelmarkt: geen verkoop binnen de negatieve, uitzonderlijk buiten de positieve

Onder Titel 3.3 en 3.4 werd al toegelicht dat zowel de productontwikkelaar als distributeur gehouden zijn tot het vaststellen van een positieve doelmarkt en negatieve doelmarkt. Deze negatieve doelmarkt omschrijft de groepen cliënteel voor wie het product qua behoeften, kenmerken en doelstellingen niet overeenstemt. Bijgevolg is een verkoop binnen de negatieve doelmarkt niet wenselijk. Toch is het mogelijk dat er verkocht wordt buiten de positieve doelmarkt en zelfs binnen de negatieve doelmarkt. De ESMA-Richtsnoeren bevestigen dit. Net omdat er een afwijking is van de doelmarkt, dient dit steeds gerechtvaardigd en gemotiveerd te worden in de geschiktheidsrapporten.

Alle respondenten gaven aan dat, ondanks de uitzonderlijke mogelijkheid, zij niet verkopen binnen de negatieve doelmarkt.²⁵⁶ Uit de interviews bleek daarentegen dat verkopen buiten de positieve doelmarkt wel voorkomen. Dit komt vooral voor in het geval van de 'portefeuillebenadering', zoals reeds eerder werd aangehaald onder Titel 3.5.1: omwille van diversificatieredenen kunnen producten buiten de doelmarkt toch verkocht worden op voorwaarde dat de portefeuille in zijn geheel ook geschikt is voor de cliënt. De respondenten gaven aan dat indien er een verkoop buiten de positieve doelmarkt is, dit vrijwel altijd in het kader van de portefeuillebenadering is.²⁵⁷

“Verkoop in de negatieve doelmarkt laten we echt niet toe. Uitzonderlijk laten we wel toe dat we buiten de positieve doelmarkt verkopen, maar dan niet in de negatieve, dat is de zogenaamde neutrale doelmarkt. En dat kan wel eens voorkomen, bijvoorbeeld ter spreiding van de portefeuille

²⁵³ Zie Bijlage I, vraag 2.

²⁵⁴ Zie Bijlage II, (5)-(6), Bijlage III, (3)-(4), Bijlage IV, (3) en Bijlage V, (3).

²⁵⁵ Zie Bijlage II, (5) en Bijlage V, (3).

²⁵⁶ Zie Bijlage II, (7)-(8), Bijlage III, (5)-(6), Bijlage IV, (4)-(5), Bijlage V, (4).

²⁵⁷ Ibid.

van een klant. Dat zullen dan een aantal specifieke fondsen zijn die niet 100% bij het bepaald type klant passen, maar omwille van een gespreide portefeuille laten we het dan toch toe om binnen de neutrale doelmarkt te kopen.”²⁵⁸

Uit de interviews bleek tenslotte ook dat indien men buiten de doelmarkt verkoopt, dit steeds vermeld wordt op de geschiktheidsrapporten:²⁵⁹ *“Mocht het toch zijn dat een klant een bepaald product wilt in zijn portefeuille dat niet suitable is, dan wordt er wel op het geschiktheidsverslag een disclaimer gezet om de klant te informeren dat hij zich buiten de doelmarkt bevindt en het product in principe niet geschikt is voor hem.”*²⁶⁰

Op basis van de antwoorden blijkt dat er een eerste indicator is dat de regels inzake product governance doeltreffend zijn: ze dragen bij tot de bescherming van de belegger en proberen *mis selling* te voorkomen. Dit blijkt onder andere uit het feit dat de geïnterviewden nooit verkopen binnen de negatieve doelmarkt, een verkoop buiten de doelmarkt (de neutrale doelmarkt) wel voorkomt - maar vooral in het geval van portefeuillebenadering - en dat indien men binnen de neutrale doelmarkt verkoopt, men hier steeds melding van maakt op het geschiktheidsrapport.

4.4.2 Melding door de distributeur van afwijkingen van de doelmarkt: een dode letter in de wet?

Op de vraag of er (genoeg) melding wordt gemaakt door de distributeur van de afwijkingen van de doelmarkt die relevant kunnen zijn voor het productgovernanceproces van de ontwikkelaar, waren de antwoorden van de respondenten divers.

Zo gaven twee respondenten aan dat zij deze melding doen²⁶¹ maar slechts één ervan gaf aan hoe deze melding concreet gebeurt en met welke frequentie men dit doet, namelijk eenmaal per jaar.²⁶² De andere twee respondenten gaven te kennen dat men als distributeur een afwijking van de doelmarkt die relevant kan zijn voor de ontwikkelaar zeer zelden of zelfs helemaal niet meldt.²⁶³ Een interessante opmerking die een van de respondenten daarbij gaf, is dat dit volgens hem te wijten valt aan het gebrek van een uniforme EMT van distributeur naar ontwikkelaar: *“Zolang die template er niet is, denk ik dat die bepaling, om het cru te stellen, een dode letter in de wet blijft.”*²⁶⁴ Dat is een kritiek die al eerder werd toegelicht onder Titel 3.6.4 en ook hieronder verder aan bod komt.²⁶⁵

Op basis van de antwoorden van de respondenten kunnen we overwegend stellen dat dit een indicator is dat de productgovernancebepalingen minder doeltreffend zijn, minstens dat deze specifieke bepaling doeltreffendheid mist. Twee van de vier respondenten gaven immers aan deze melding zelden tot nooit te doen en slechts één respondent gaf daadwerkelijk aan hoe en met welke frequente men deze melding deed. Doordat men deze melding amper en soms zelfs helemaal niet

²⁵⁸ Zie Bijlage III, (5).

²⁵⁹ Zoals bepaald in de ESMA-Richtsnoeren, 19, par. 70.

²⁶⁰ Zie Bijlage II, (7).

²⁶¹ Zie Bijlage II, (9) en Bijlage V, (5).

²⁶² Zie Bijlage V, (5).

²⁶³ Zie Bijlage III, (7) en Bijlage IV, (6).

²⁶⁴ Zie Bijlage III, (7).

²⁶⁵ *Infra*, Titel 4.4.4.

doet, is het mogelijk dat de ontwikkelaar bepaalde essentiële informatie mist van de distributeur die essentieel kan zijn voor zijn productgovernanceproces en die essentieel is om de door hem op de markt gebrachte producten aan te passen en te verbeteren op basis van de feedback die de distributeur hem doorgeeft over de verkoop buiten de doelmarkt. Het centrale doel van de wetgeving, het voorkomen van *mis selling* en het aanbieden van producten op maat van de specifieke belegger, wordt met de in de praktijk gehanteerde werkwijze daardoor mogelijk niet bereikt.

4.4.3 Regelmatige evaluatie van de vervaardigde en aangeboden producten: jaarlijks, driejaarlijks en ad hoc

Een van de vragen die een indicator vormt voor het doeltreffendheids criterium peilt naar de productgovernancebepalingen inzake evaluatie: zowel de ontwikkelaar als de distributeur zijn verplicht om de door hen vervaardigde en aangeboden producten regelmatig te evalueren, onder meer rekening houdend met gebeurtenissen die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt kunnen beïnvloeden.²⁶⁶

De wet laat echter na om te specificeren hoe vaak deze evaluatie moet gebeuren. Uit de antwoorden van de respondenten blijkt dat hen in de praktijk inderdaad vrij staat om de frequentie van deze evaluatie te bepalen: *“Er zijn inderdaad niet echt wettelijke vormvereisten. Wat ik zelf wel merk in de markt is dat het wel op een soort van ‘risk based approach’ gebeurt.”*²⁶⁷

Hoewel het begrip ‘regelmatige evaluatie’ door de praktijk zelf wordt ingevuld, is er toch een vrij uniforme en gelijkaardige toepassing door de verschillende respondenten.²⁶⁸ Twee respondenten gaven aan dat hun standaardtermijn voor deze regelmatige evaluatie drie jaar is. Hierbij gaven zij wel aan dat voor meer complexe producten er een jaarlijkse evaluatie is.²⁶⁹ De andere twee respondenten gaven aan dat hun standaardtermijn voor deze regelmatige evaluatie jaarlijks is.²⁷⁰

Alle respondenten gaven bovendien aan dat er ook *ad hoc* geëvalueerd wordt wanneer er zich bijvoorbeeld een plotse, drastische wijziging in de markt voordoet waardoor een nieuwe evaluatie van de financiële producten zich opdringt. Zo gaf de coronacrisis bij elk van de respondenten aanleiding tot dergelijke ad hoc-evaluatie: *“Vorig jaar hebben we bijvoorbeeld een specifieke review uitgewerkt naar aanleiding van de instorting van de financiële markt, ten gevolge van het coronavirus. Dit was voor ons een testperiode waarbij we zijn nagegaan of onze aanpak nog steeds de juiste is ten tijde van corona en of het product zich nog steeds voordoet zoals we oorspronkelijk hadden bepaald.”*²⁷¹

Op basis van het bovenstaande kan geconcludeerd worden dat dit een indicator is van een doeltreffende productgovernancebepaling: doordat vervaardigde/aangeboden producten jaarlijks, minstens driejaarlijks en indien nodig ad-hoc geëvalueerd worden, kunnen eventuele tekortkomingen en aanpassingen van producten vrij snel doorgevoerd worden met als doel de producten zo goed

²⁶⁶ Zie art. 9(14) en art. 10(5) Gedelegeerde Richtlijn; art. 22, §14 en art. 23, §5 MIFID II-KB.

²⁶⁷ Zie Bijlage II, (11).

²⁶⁸ Zie Bijlage II, (11)-(12), Bijlage III, (9)-(10), Bijlage IV, (7)-(8), Bijlage V, (6).

²⁶⁹ Zie Bijlage II, (11) en Bijlage III, (9).

²⁷⁰ Zie Bijlage IV, (7) en Bijlage V, (6).

²⁷¹ Zie Bijlage IV, (7)-(8).

mogelijk af te stemmen op de specifieke belegger. Hierdoor wordt de gehele beleggersbescherming bevorderd, wat uiteraard het centrale doel is van de productgovernancebepalingen.

4.4.4 Gebrek aan EMT van distributeur naar ontwikkelaar: een minder efficiënte doorstroom van informatie?

Onder Titel 3.6.4 werd al aangehaald dat er (nog) geen EMT is in de richting van distributeur naar productontwikkelaar. Dit zou kunnen leiden tot een minder efficiënte doorstroom van informatie. Een van de vragen van het interview peilt daarom naar hoe de respondenten dit ontbreken van een EMT van distributeur naar ontwikkelaar ervaren.

Over het algemeen kan er vastgesteld worden dat dit volgens de respondenten inderdaad tot een minder efficiënte doorstroom van informatie leidt en dat het gezien kan worden als een zekere vorm van inefficiëntie. Het is namelijk de distributeur die nuttige informatie heeft over het aantal verkopen buiten de doelmarkt, over bepaalde problemen bij sommige producten enzovoort.²⁷²

Een interessante opmerking die enkele respondenten aanhaalden, is dat het volgens hen moeilijker is om een EMT te ontwikkelen van distributeur naar ontwikkelaar omdat het in dat geval eerder om kwalitatieve in plaats van kwantitatieve feedback gaat. De informatie die de distributeur naar de ontwikkelaar zou moeten doorspelen valt volgens hen moeilijker te implementeren in een template.²⁷³

Slechts een van de respondenten ervaart dit niet als een probleem en gaf aan dat wanneer er veelvuldige verkopen buiten de doelmarkt zijn, de distributeur dit meldt aan de ontwikkelaar. Hij gaf echter te kennen dat hiervoor volgens hem geen EMT nodig was.²⁷⁴

Er kan bijgevolg gesteld worden dat het ontbreken van een EMT van distributeur naar ontwikkelaar een indicator is van minder doeltreffende productgovernancewetgeving: doordat er geen uniform instrument is om essentiële informatie van distributeur naar productontwikkelaar door te spelen, zoals bijvoorbeeld over het aantal verkopen buiten de doelmarkt, dreigt er opnieuw bepaalde essentiële informatie, die het mogelijk maakt om beleggingsproducten beter af te stemmen op de specifieke belegger, niet tot bij de productontwikkelaar te geraken.

“Ik spreek natuurlijk enkel voor onze instelling, maar momenteel bestaat die uitwisseling formeel niet nee. Dat is inderdaad een inefficiëntie: het is nuttige informatie, dat zeker. Maar om het cru te stellen wachten wij gewoon af tot die template er is.”²⁷⁵

4.4.5 Een effectieve betere bescherming van de belegger?

De laatste vragen die een indicator vormen voor het doeltreffendheids criterium gaan na of de respondenten van mening zijn dat de productgovernancebepalingen er effectief toe leiden dat de

²⁷² Zie Bijlage III, (14)-(15), Bijlage IV, (10) en Bijlage V (9)-(11).

²⁷³ Zie Bijlage V, (10) en Bijlage IV, (9).

²⁷⁴ Zie Bijlage II, (17).

²⁷⁵ Zie Bijlage III, (15).

belegger beter beschermd wordt doordat hij een aanbod van financiële producten krijgt dat meer op zijn specifieke kenmerken, eisen en risicobereidheid is afgestemd.

Alle respondenten zijn overwegend positief en zijn ervan overtuigd dat de regels inzake product governance ertoe leiden dat de belegger beter beschermd wordt.²⁷⁶ Een vaak gehoorde uitspraak is dat de regels, gelet op de excessen die zich in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis voordeden, hoognodig waren. Volgens de respondenten hebben de regels inzake product governance er bovendien de financiële instellingen toe aangezet hun producten beter te analyseren en te begrijpen, dit met het oog op het aanbieden van een product dat zo goed mogelijk afgestemd is op het specifieke profiel van een bepaalde belegger.

Toch zijn er ook kritiekpunten te horen op de doeltreffendheid van de bepalingen. Een veelgehoorde kritiek is dat de regels inzake product governance een (te) hoge implementatiekost hebben en dat ze zorgen voor een (te) hoge werklast. Hierover wordt verder ingegaan onder Titel 4.6.1. Een ander belangrijk kritiekpunt is dat sommige respondenten aangeven dat de regels misschien te verregaand zijn, waardoor een belegger zich zal wenden tot de niet-gereguleerde markt zoals de cryptomarkt en zich daardoor alsnog blootstelt aan een hoog risico. Daarop wordt verder ingegaan onder Titel 4.6.2.

Gelet op de overwegend positieve antwoorden die de respondenten gaven op de vraag of zij de productgovernancebepalingen doeltreffend vinden, kan er besloten worden dat dit een indicator is dat de wetgeving doeltreffend is en in staat is om haar centraal doel te bereiken. Hierbij moet er echter wel rekening gehouden worden met de door de respondenten aangehaalde neveneffecten die de productgovernancebepalingen zich meebrengen.

4.5 Vermijden van disproportioneel inperkend effect – resultaat

4.5.1 Verschraling van het productaanbod als gevolg van de productgovernancebepalingen: een te strikte toekenning van de doelmarkt.

Onder Titel 3.6.3 werd toegelicht dat een van de punten van kritiek op product governance ligt in het feit dat zij tot gevolg zou hebben dat het aanbod ingeperkt wordt, door onder andere een te strikte toekenning van de doelmarkt. Dit zou bijgevolg een disproportioneel inperkend effect teweeg brengen: de belegger is in beginsel niet meer vrij om te kiezen in welke producten hij al dan niet wilt beleggen en deze regeling zou vooral de retailbelegger met een kleiner te besteden vermogen treffen. Het interview gaat na of dit disproportioneel inperkend effect ook zo ervaren wordt door de respondenten. Een van de vragen peilt namelijk naar deze mogelijke verschraling van het aanbod door een te strikte toekenning van de doelmarkt.²⁷⁷

De respondenten zijn het er over het algemeen deels mee eens dat er een verschraling van het productaanbod is, maar verduidelijken dat die kritiek niet veralgemeend mag worden.²⁷⁸ De meeste respondenten geven echter impliciet weldegelijk aan dat zij het er mee eens zijn dat vooral de retailbelegger slachtoffer wordt van een te strikte toekenning van de doelmarkt. Uit de interviews

²⁷⁶ Zie Bijlage II, (22), Bijlage III, (19), Bijlage IV, (13) en Bijlage V, (15).

²⁷⁷ Zie Bijlage I, vraag 10.

²⁷⁸ Zie Bijlage II, (18)-(19), Bijlage III, (16)-(17), Bijlage IV, (11) en Bijlage V, (12)-(13).

blijkt meermaals dat het productaanbod voor de retailbelegger beperkt wordt tot de veilige, minder risicovolle financiële producten.

“Wij zien binnen onze instelling dat wij het aanbod sterk versimpelen voor klanten met lagere ‘assets’ zonder management om het zo te zeggen. Omdat de implementatiekosten van MiFID wel zeer hoog zijn en dat we willen vermijden dat de kosten voor de klant hoger gaan liggen dan de baten die hij erbij heeft. Dus voor het lagere klantensegment, om het zo te zeggen, zie je wel dat banken hun productaanbod sterk gaan limiteren om nog te kunnen voldoen aan alle bepalingen binnen MiFID.”²⁷⁹

Toch benadrukken vrijwel alle respondenten dat hun productaanbod voor de retailbelegger, ondanks dat het bestaat uit veiligere producten, niet per se minder rendement oplevert. Gelet op de commerciële functie die de geïnterviewde instellingen uitvoeren, dient men tegenover dergelijke uitspraken natuurlijk wel kritisch te staan.

Dat vooral de retailbelegger slachtoffer wordt van deze verschraling van het productaanbod, wordt door vrijwel alle respondenten impliciet erkend. In de interviews komt namelijk meermaals duidelijk naar voor dat in het geval van cliënten met grote vermogens, de bank vaak wel een extra inspanning doet voor een product dat in principe niet binnen de doelmarkt van de cliënt valt, toch aan te bieden. De kritiek van COLAERT wordt daarmee bevestigd.²⁸⁰

Op basis van de antwoorden kan er gesteld worden dat dit een duidelijke indicatie is dat productgovernancebepalingen een disproportioneel inperkend effect teweeg brengen en dit door een (te) strikte toekenning van de doelmarkt. Zoals blijkt uit de antwoorden zal een kredietinstelling slechts zeer uitzonderlijk een product verkopen dat zich buiten de doelmarkt van de (retail)belegger bevindt, hoewel dat product evenwel toch geschikt kan zijn voor hem. Voor de cliënten met grote vermogens doet men dit wel. Er is daardoor weldegelijk sprake van een verschraling van het productaanbod die, minstens impliciet, erkend wordt door de respondenten. De keuze van de retailbelegger wordt beperkt tot een gelimiteerd aantal veilige producten die duidelijk binnen zijn doelmarkt vallen.

4.5.2 Verschraling van het productaanbod als gevolg van de productgovernancebepalingen: onvoldoende informatie van ontwikkelaars buiten de EU

Onder Titel 3.6.2 werd een ander punt van kritiek aangehaald dat leidt tot een verschraling van het productaanbod. Doordat het toepassingsgebied van de productgovernancebepalingen zich niet uitstrekt tot bijvoorbeeld productontwikkelaars in derde landen, is de kans zeer klein dat een product, ontwikkeld door een productontwikkelaar uit een derde land, opgenomen wordt in het productaanbod. Doordat de ontwikkelaar uit een derde land niet onderworpen is aan de productgovernancebepalingen zal hij niet meteen geneigd zijn om alle informatie die de productgovernanceregels vereisen, door te spelen aan Europese productdistributeurs met als gevolg

²⁷⁹ Zie Bijlage III, (16).

²⁸⁰ *Supra*, Titel 3.6.3.

een beperkter aanbod van laatstgenoemde. Deze beperking in het aanbod zou opnieuw een aanwijzing kunnen zijn van een disproportioneel inperkend effect van de productgovernancebepalingen. Het interview gaat na of dit ook zo ervaren wordt door de respondenten.

Uit de antwoorden van de respondenten blijkt duidelijk dat deze kritiek terecht is. Zij geven immers aan dat zij enkel werken met producten die goedgekeurd zijn binnen de Europese markt. Men haalt aan dat producten ontwikkeld door een ontwikkelaar buiten de EU mogelijks wel in hun aanbod opgenomen kunnen worden maar enkel en alleen indien deze voldoen aan de Europese regelgeving en aldus de regels inzake product governance respecteren.²⁸¹

“Wij zijn namelijk een Europese bank onderworpen aan MiFID II die hoofdzakelijk samenwerkt met Europese ontwikkelaars onder MiFID II en dus de regels van de EMT en product governance volgen.”²⁸²

Opnieuw kan er op basis van de antwoorden gesteld worden dat er sprake is van een verschraling van het productaanbod: de respondenten geven duidelijk aan dat zij niet of amper samenwerken met productontwikkelaars buiten de EU. Dat valt op zijn beurt weer te verklaren doordat productontwikkelaars buiten de EU in beginsel niet onderworpen zijn aan de Europese regels inzake product governance en bijgevolg niet geneigd zijn de nodige informatie te delen met de Europese distributeurs. Dat heeft uiteindelijk tot gevolg dat de distributeur niet over voldoende informatie van het product beschikt, waardoor hij het overeenkomstig de productgovernancebepalingen niet kan opnemen in zijn aanbod.²⁸³ De kritiek van COLAERT wordt hiermee opnieuw bevestigd en vormt opnieuw een duidelijke indicator dat de regels inzake product governance een disproportioneel inperkend effect teweeg brengen.

4.5.3 Paternalisme als gevolg van een te doorgedreven product governance-regeling?

Een van de punten van kritiek van COLAERT op de productgovernancebepalingen is tot slot dat de regels onder MiFID II een paternalistische evolutie hebben ondergaan.²⁸⁴ De kritiek luidt dat de ver doorgedreven regeling ertoe leidt dat beleggingsondernemingen en kredietinstellingen geneigd zijn om zo veilig mogelijk om te gaan met onder andere de toekenning van de doelmarkt, net om aansprakelijkheidsvorderingen te vermijden. Dat uit zich bijvoorbeeld in de hierboven al besproken (te) strikte toekenning van de doelmarkt, waardoor het aanbod slechts nog uit de veiligste producten bestaat, vaak met een laag rendement. Dit is het zogeheten paternalisme waarbij het in feite de kredietinstelling zelf is die beslist in welk product een retailbelegger kan beleggen en het toont aan dat de regels inzake product governance een disproportioneel inperkend effect teweeg brengen. Het interview peilt bij de respondenten of zij dit ook zo ervaren.²⁸⁵

²⁸¹ Zie Bijlage III, (16), Bijlage IV, (11), Bijlage V, (12) en (13).

²⁸² Zie Bijlage IV, (11).

²⁸³ *Supra*, Titel 3.6.2.

²⁸⁴ *Supra*, Titel 3.6.3.

²⁸⁵ Zie Bijlage I, vraag 11.

De respondenten geven allemaal aan dat zij dit niet zo ervaren, maar uit de argumenten die ze geven kan echter impliciet afgeleid worden dat er toch in zekere zin sprake is van paternalisme.²⁸⁶

Een van de respondenten geeft aan dat er in sommige gevallen inderdaad sprake is van paternalisme maar dan voornamelijk bij kleinere kredietinstellingen. De reden hiervoor zijn opnieuw kostenoverwegingen: kleinere instellingen zullen volgens hem inderdaad een zeer strikte toekenning van de doelmarkt hanteren, omdat ze de middelen en mensen niet hebben om uitzonderingen te maken en aansprakelijkheidsvorderingen te allen tijde proberen te vermijden.²⁸⁷

Twee andere respondenten geven te kennen dat er volgens hen geen sprake is van paternalisme. Zij zijn van mening dat een beperkt productaanbod daarom nog niet hoeft te betekenen dat dit enkel uit producten bestaat die nauwelijks opbrengsten opleveren.²⁸⁸ Opvallend is dat bij hen eerder te noteren viel dat zij nooit binnen de negatieve doelmarkt verkopen en in se dus een zeer veilige aanpak hanteren.²⁸⁹ Daarmee erkennen zij impliciet een paternalistische aanpak te hanteren: zij verkopen geen producten aan cliënten die buiten hun doelmarkt zouden vallen, hoewel dat product in principe wel geschikt kan zijn voor de specifieke belegger.

Ook de laatste respondent geeft aan dat er sprake kan zijn van paternalisme en dat een soort van paradox zich voordoet: *“En er zijn zo klanten die bereid zijn om een perfect gereguleerd aandelenproduct te kopen en dat hoger risico te aanvaarden. Maar inderdaad, de wetgever daarentegen, zoals je hier ziet, zal er voor zorgen dat de meest risicovolle producten niet meer in het aanbod komen. En daar zit zo wat een paradox: als je rendement wilt moet je meer risico nemen, maar de echt zware risicovolle producten mogen niet meer aangeboden worden...”*²⁹⁰

Wederom vormen de bovenstaande antwoorden een indicator van een disproportioneel inperkend effect die de productgovernancebepalingen teweeg brengen. De respondenten gaven aan, zij het uitdrukkelijk of impliciet, dat er inderdaad sprake is van paternalisme: de kredietinstelling bepaalt als het ware waarin de retailbelegger kan investeren, doordat zij haar productaanbod voor dat type cliënt zo sterk beperkt, minstens moet beperken ten gevolge van de regels inzake product governance.

4.6 Overige resultaten

4.6.1 Hoge implementatiekost als neveneffect van product governance

Een vaak terugkerende kritiek bij alle respondenten is dat de productgovernancebepalingen een hoge implementatiekost en werklast als neveneffect hebben.²⁹¹ Er wordt door hen terecht de vraag gesteld of minder (zware) regels niet tot juist meer efficiënte zouden kunnen leiden.

²⁸⁶ Zie Bijlage II, (20), Bijlage III, (18), Bijlage IV, (12) en Bijlage V, (14).

²⁸⁷ Zie Bijlage II, (20).

²⁸⁸ Zie Bijlage III, (18) en Bijlage IV, (12).

²⁸⁹ Zie Bijlage III, (5) en Bijlage IV, (4).

²⁹⁰ Zie Bijlage V, (14).

²⁹¹ Zie Bijlage III, (19), Bijlage IV, (13) en Bijlage V, (15).

“De gemiddelde belegger/klant wordt er zeker beter door beschermd, maar het is natuurlijk wel een enorme kost en ‘workload’ voor banken die niet geïnvesteerd kan worden in extra productontwikkeling, of extra innovatie.... Dat vind ik wel een nadeel aan dergelijke zware regulering.”²⁹²

De kritiek van een van de respondenten over het gebrek aan onderscheid van complexe en niet-complexe producten sluit hier bij aan.²⁹³ Onder Titel 3.2.2 werd toegelicht dat de productgovernancebepalingen geen onderscheid maken tussen complexe en niet-complexe producten. Dit valt volgens de respondent te betreuren. Het toepassen van de productgovernanceregels voor niet-complexe producten biedt volgens hem weinig meerwaarde, net omdat er aan deze producten meestal beperkte risico's verbonden zijn en omdat er bij dergelijke producten amper afwijkingen zijn van de doelmarkt:²⁹⁴ *“Voor non-complex products, zoals een beleggingsfonds of een aandeel, vind ik dat persoonlijk ‘overshooting’ in de zin dat het zeer veel administratie vergt. Ik vraag me daar eigenlijk bij af: we zien in de praktijk niet zo vaak dat daar echt problemen mee zijn omdat het ja, ‘plain-vanilla products’ zijn en ik stel me dan de vraag of het dat allemaal wel waard is. Al die ‘regulatory effort’ steken in non-complex products, daar zie ik niet meteen het nut van in.”²⁹⁵*

4.6.2 Minder rendement als gevolg van product governance: een toevlucht naar niet-gereguleerde producten?

Een laatste interessante vaststelling is dat sommige respondenten zich afvragen of de verregaande productgovernancebepalingen ter bescherming van de belegger niet leiden tot een paradox.²⁹⁶ Doordat het productaanbod onvermijdelijk ingeperkt wordt en er meer veilige producten in het aanbod zitten voor de retailbelegger, bestaat de kans dat die laatste zich zal begeven naar niet-gereguleerde producten²⁹⁷ omdat daar een groter rendement mogelijk is. Dat leidt tot een paradox: de productgovernancebepalingen willen meer bescherming bieden voor de (retail)belegger, maar net omdat zij een groot inperkend effect met zich meebrengen, zal de belegger mogelijks andere producten opzoeken die niet gereguleerd zijn om daar (hopelijk) een groter rendement te behalen.

“Dus voor het ‘lagere klantensegment’ om het zo te zeggen, zie je wel dat banken hun productaanbod sterk gaan limiteren om nog te kunnen voldoen aan alle bepalingen binnen MiFID. Dat leidt er dus wel toe dat klanten die nog wél een breder aanbod wensen, meer op zichzelf aangewezen zijn om te gaan handelen. Dat is eigenlijk contradictorisch en frappant: MiFID wilt net voor meer beleggersbescherming maar lijkt nu het omgekeerde te realiseren.”²⁹⁸

²⁹² Zie Bijlage V, (15).

²⁹³ Zie Bijlage II, (2) en (22).

²⁹⁴ Zie Bijlage II, (8) en Bijlage V, (4).

²⁹⁵ Zie Bijlage II, (2).

²⁹⁶ Zie Bijlage III, (16), Bijlage IV, (13) en Bijlage V, (15).

²⁹⁷ Bijvoorbeeld Bitcoin.

²⁹⁸ Zie Bijlage III, (16).

5. Besluit

Dit onderzoek beschrijft hoe de omzetting van de productgovernancebepalingen, nieuw in MiFID II, geïmplementeerd is in het Belgische effectenrecht. Meer specifiek ging dit onderzoek na hoe de regels geïmplementeerd en toegepast worden door de vier grootste Belgische kredietinstellingen. Met hun medewerking werd onderzocht wat het effect is van de productgovernancebepalingen voor de (retail)belegger en welke eventuele tekortkomingen er nog zijn.

In het tweede deel van dit werk werd systematisch de oorsprong van MiFID I en II, het toepassingsgebied van MiFID II en de belangrijkste gedragsregels vevat daarin ter bescherming van de belegger geschetst. In het derde deel werd er dieper ingegaan op de in MiFID II geïntroduceerde productgovernancebepalingen die opnieuw dienen ter bescherming van de belegger. De *ratio legis* van deze bepalingen werd besproken, net als het toepassingsgebied en de concrete werking van het product governance-proces en de specifieke punten van kritiek op deze nieuwe beleggersbeschermende regels. In het laatste deel werden deze productgovernancebepalingen geëvalueerd in het licht van drie criteria: rechtszekerheid, doeltreffendheid en het vermijden van een disproportioneel inperkend effect. De interviews, afgenomen bij de vier grootste Belgische kredietinstellingen, bevatten gerichte vragen om te peilen naar deze criteria.

Wat het eerste criterium betreft, het rechtszekerheids criterium, blijkt uit dit onderzoek dat de productgovernancebepalingen niet voldoen aan dit vereiste van rechtszekerheid. Het is voor de rechtsonderhorige, in deze de vier grootste Belgische kredietinstellingen, niet altijd duidelijk hoe zij aan de verplichtingen inzake product governance moeten voldoen, net omdat deze regels open en ruim geformuleerd zijn. Zij laten (te) veel ruimte toe voor interpretatie.

Dat blijkt onder meer uit het feit dat de categorieën ter bepaling van de doelmarkt zeer ruim en voor diverse interpretatie vatbaar zijn, zelfs ondanks het feit dat ze verder werden verfijnd in de EMT. Daarenboven blijkt uit dit onderzoek dat de categorieën in de EMT door de verschillende productontwikkelaars op verschillende manieren worden geïnterpreteerd. Een andere duidelijke indicatie dat de productgovernancebepalingen niet voldoen aan het criterium van rechtszekerheid, vloeit voort uit het feit dat sommige bepalingen volledig vrij ingevuld en uitgevoerd worden door de rechtsonderhorige, zonder een verdere concretisering of toelichting van die productgovernanceverplichting door de wetgever of een toezichthoudende autoriteit. Zo werd de productgovernancebepaling, die vereist dat personeelsleden, betrokken bij het vervaardigen of distribueren van financiële producten, over de nodige deskundigheid dienen te beschikken, volledig vrij ingevuld door de betrokken kredietinstellingen. Zij verklaarden dat zij in eigen opleidingen voorzien die naar eigen inzichten gevormd worden en die dus niet gebaseerd zijn op een bepaalde standaard uiteengezet door MiFID II, de wetgever of een toezichthoudende autoriteit.

Het tweede criterium onderzocht of de productgovernancebepalingen doeltreffend zijn. Er werd nagegaan of de bepalingen in staat zijn om het centrale doel te realiseren, met name het voorkomen van *mis selling*. Er werd met andere woorden nagegaan of de productgovernancebepalingen ervoor

zorgen dat het aanbod van beleggingsproducten afgestemd wordt op de specifieke belegger zodat hij in beginsel geen producten koopt die niet bij zijn beleggersprofiel passen.

Uit de resultaten van dit onderzoek blijkt dat de productgovernancebepalingen overwegend doeltreffend zijn en dus in staat zijn om hun centraal doel te verwezenlijken. Een duidelijke indicatie hiervan ligt in het feit dat geen enkele van de respondenten aangaf binnen de negatieve doelmarkt te verkopen hoewel dat uitzonderlijk toch mogelijk is. Doordat men niet binnen de negatieve doelmarkt verkoopt, verkoopt men ook geen producten die niet verenigbaar zijn met de specifieke groep van cliënteel en daarmee voorkomt men *mis selling*. Verkoop buiten de positieve doelmarkt, minder problematisch dan een verkoop binnen de negatieve doelmarkt, komt vooral voor in het geval van een portefeuillebenadering en wordt door de respondenten in dat geval steeds op het geschiktheidsrapport vermeld.

Ook uit het feit dat de door de ontwikkelaar vervaardigde en door de distributeur gedistribueerde producten jaarlijks, minstens driejaarlijks en naar omstandigheden vook *ad-hoc* geëvalueerd worden, valt af te leiden dat de productgovernancebepalingen doeltreffend zijn. Producten kunnen door deze consequente evaluatie steeds aangepast en verbeterd worden. Op die manier krijgt de cliënt uiteindelijk een geschikter en meer op zijn noden afgewerkt productaanbod voorgeschoteld.

Tot slot blijkt dat de vier respondenten de productgovernancebepalingen overwegend als doeltreffend ervaren. De regels hebben een positief effect gehad in die zin dat zij de excessen uit het verleden (onder andere de financiële crisis van 2008) een halt toegeroepen hebben. Bovendien heeft het de financiële instellingen ertoe aangezet hun producten beter te analyseren en te begrijpen, waardoor men in een beter op de belegger afgestemd productaanbod kan voorzien dat rekening houdt met zijn specifieke profiel.

Een aantal indicatoren wijst toch op een gebrek aan doeltreffendheid. De productgovernancebepaling die stelt dat de distributeur de afwijkingen van de doelmarkt moet melden die relevant kunnen zijn voor het productgovernanceproces van de productontwikkelaar, mist haar doel. Slechts enkele respondenten doen deze melding, terwijl de andere respondenten van dit onderzoek deze melding amper of zelfs helemaal niet doen. Hierdoor mist de productontwikkelaar mogelijk essentiële informatie van de distributeur en kan hij zijn producten minder goed ontwikkelen op basis van de specifieke noden en wensen van bepaalde groepen van beleggers. De in de praktijk gehanteerde werkwijze zorgt er niet voor dat men het centrale doel van de productgovernancebepalingen bereikt.

Een andere indicatie van minder doeltreffende productgovernancebepalingen vloeit voort uit het ontbreken van een EMT van distributeur naar ontwikkelaar. De respondenten ervaarden dit als een inefficiëntie en legden uit dat er daardoor mogelijks veel essentiële informatie verloren ging die het net mogelijk zou maken voor de ontwikkelaar om de door hem vervaardigde producten beter af te stemmen op de specifieke belegger en zo *mis selling* te voorkomen.

In dit onderzoek kwamen overwegend positieve indicatoren van doeltreffende productgovernancebepalingen aan het licht, waardoor men kan stellen dat deze bepalingen doeltreffend zijn en bijdragen aan het centrale doel. Een aantal negatieve indicatoren, vooral in het

kader van informatie-uitwisseling, dienen aangepakt te worden om zo het centrale doel nog efficiënter te bereiken. Gelet op het feit dat er in dit onderzoek meer indicaties waren van doeltreffende productgovernancebepalingen, kan men concluderend stellen dat deze bepalingen doeltreffend zijn en in staat zijn om hun centrale doel te bereiken.

Het laatste criterium onderzocht of de productgovernancebepalingen een disproportioneel inperkend effect kunnen vermijden. Er werd nagegaan of de bepalingen mogelijks aan hun doel voorbijschieten waardoor zij een disproportioneel inperkend effect zouden teweeg brengen. Door de verregaande productgovernancebepalingen zou het immers mogelijk zijn dat de vrijheid en wilsautonomie van de belegger sterk, misschien zelfs te sterk beperkt wordt. Daardoor zou hij niet meer zelf kunnen bepalen in welke producten hij al dan niet zou willen investeren en het zou er toe kunnen leiden dat kredietinstellingen een paternalistische aanpak hanteren waarbij het vooral de kredietinstelling zelf is die bepaalt waarin men kan investeren.

Uit het onderzoek blijkt duidelijk dat de productgovernancebepalingen een disproportioneel inperkend effect teweeg brengen. Allereerst blijkt, zoals COLAERT al stelde in haar kritiek, dat de doelmarkten te strikt worden toegekend. Daardoor kan een belegger een product dat buiten de doelmarkt ligt mogelijks niet aankopen hoewel dat product in feite toch geschikt kan zijn voor hem. Afwijkingen van de doelmarkt zijn wel mogelijk, maar uit het antwoord van de respondenten blijkt dat kredietinstellingen enkel geneigd zijn dit te doen voor cliënten met grote vermogens. Het productaanbod van de retailbelegger wordt daardoor danig ingeperkt. Zijn keuze wordt gereduceerd tot een beperkt aantal veilige producten met veelal lage rendementen.

Daarnaast blijkt het disproportioneel inperkend effect ook uit het beperkt personeel toepassingsgebied van de productgovernancebepalingen. Zij zijn immers in beginsel niet van toepassing op ontwikkelaars buiten de EU waardoor deze ontwikkelaars niet geneigd zijn de nodige informatie door te spelen aan de distributeurs binnen de EU. De distributeur kan overeenkomstig de regels inzake product governance enkel producten opnemen waarbij hij over voldoende informatie van dat product beschikt. Door dat beperkte personele toepassingsgebied zal het productaanbod opnieuw ingeperkt worden. De resultaten uit de interviews bevestigen dit: de respondenten gaven allemaal aan dat zij voornamelijk samenwerkten met productontwikkelaars binnen de EU, net omdat het verkrijgen van de nodige informatie van ontwikkelaars buiten de EU vaak niet mogelijk is.

Tot slot bevestigt het onderzoek de kritiek van COLAERT inzake paternalisme en daarmee ook het disproportioneel inperkend effect. Uit de resultaten bleek immers zeer duidelijk dat de respondenten hun productaanbod voor de retailbelegger sterk beperken en enkel nog samenstellen uit veilige producten. Bovendien bleek ook dat de respondenten nooit binnen de negatieve doelmarkten verkopen aan retailbeleggers, hoewel het product in kwestie mogelijks toch geschikt is voor de specifieke belegger.

De evaluatie in dit onderzoek beperkte zich tot de drie hierboven vernoemde criteria, maar uit het onderzoek blijkt dat er bij het toepassen van de productgovernancebepalingen ook nog andere problemen en vraagstukken rijzen.

Een van de neveneffecten die de bepalingen meebrengen is de hoge, misschien zelfs te hoge implementatiekost. Er kan terecht de vraag gesteld worden of minder zware regulering niet tot meer efficiëntie zou kunnen leiden. Zo is onder meer het gebrek aan onderscheid tussen complexe en niet-complexe producten, waardoor de productgovernancebepalingen op beide categorieën van producten van toepassing zijn, een doorn in het oog van de kredietinstellingen. De werklast en kost voor het toepassen van de bepalingen op alle producten is zeer hoog, terwijl er zich in praktijk amper problemen voordoen bij niet-complexe producten. Dat geldt kan daardoor ook niet geïnvesteerd worden in bijvoorbeeld extra productontwikkeling, wat te betreuren valt.

Een ander neveneffect die productgovernancebepalingen met zich meebrengen kan het best omschreven worden als een paradox: ze trachten meer bescherming te bieden voor de (retailbelegger), maar net door hun inperkend effect zal de belegger zich mogelijks begeven tot de niet-gereguleerde markten waar hij kans maakt op grotere rendementen. De zware regulering zorgt er immers voor dat het productaanbod sterk ingeperkt wordt en herleid wordt tot een aanbod van veilige producten waarbij het rendement lager ligt. De respondenten vrezen er voor dat dit ertoe leidt dat vele beleggers zich zullen begeven tot de niet-gereguleerde markten en producten waar er een stuk meer rendement behaald zou kunnen worden, zoals de bitcoin.

Het finale antwoord op de centrale onderzoeksvraag, "Hoe zijn de MiFID II-regels rond product governance in het effectenrecht geïmplementeerd in de Belgische rechtsorde en welke tekortkomingen zijn er nog?", luidt dan ook als volgt: de voornaamste Belgische wettelijke instrumenten ter implementatie van de productgovernancebepalingen zijn de Wet Financieel Toezicht, de Bankwet, de Beleggingsdienstenwet en in het bijzonder het MiFID II-KB. Ze werken deels doeltreffend maar vertonen nog duidelijke tekortkomingen. Ze garanderen geen volledige rechtszekerheid en drijven retailbeleggers paradoxaal soms richting risicovolle, niet-gereguleerde beleggingen door een disproportioneel inperkend effect.

Ongetwijfeld zal een hele groep beleggers niet zitten te wachten op een sterk beschermde maar ook sterk beperkte actieradius en zal die groep een ruimer speelveld verkiezen. Of om wijlen John Augustus Shedd te quoten: "*A ship in a harbor is safe, but that is not what ships are built for.*"

Bibliografie

Wetgeving

Richtl.Raad nr. 93/22/EG, 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *Pb.L.* 11 juni 1993, afl. 141, 27.

Richtl.EP en Raad nr. 2004/39/EG, 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb.L.* 30 april 2004, afl. 145, 1.

Richtl.Comm. nr. 2006/73/EG, 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *Pb.L.* 2 september 2006, afl. 241, 26.

Richtl.EP en Raad nr. 2013/36/EU, 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48 EG en 2006/49/EG, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 338.

Richtl.EP en Raad nr. 2013/50/EU, 22 oktober 2013 tot wijziging van Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG Voor de EER relevante tekst, *Pb.L.* 6 november 2013, afl. 294, 13.

Verord.EP en Raad nr. 575/2013, 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, *Pb.L.* 27 juni 2013, afl. 176, 1.

Richtl.EP en Raad nr. 2014/65/EU, 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, *Pb.L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349.

Gedelegeerde Richtl.Comm. nr. 2017/593, 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van

toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen, *Pb. L.* 31 maart 2017, afl. 87, 500.

Voorstel (Comm.) voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad, 20 oktober 2011, COM(2011)0656 def – 2011/0298 (COD).

Wet 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, *BS* 4 september 2002, 39.121.

Wet 25 april 2014 op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen en beursvennootschappen, *BS* 7 mei 2014, 36.794.

Wet 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies, *BS* 18 november 2016, 76.915.

Wet 21 november 2017 over de infrastructuur voor de markten voor financiële instrumenten en houdende omzetting van Richtlijn 2014/65/EU, *BS* 7 december 2017, 107.933.

KB 19 december 2017 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten, *BS* 27 december 2017, 114.825.

Rechtsleer

Boeken

ANDRÉ-DUMONT, A-P., COLAERT, V., DAEMS, C., DE BACKER, A., DE WAELE, N., DEMETS, J., DIEUX, X., DONNEZ, T., DUPLAT, M., FERON, B., FINK, A., GOLLIER, J-M., GRÉGOIRE, M., KIERSZENBAUM, S., PEETERS, M., RYELANDT, S., SERVAIS, J-P., STANDAERT, C., VAN IMPE, A., VANDERSTAPPEN, N. en VERVLIET, C. (eds.), *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Limal, Anthemis, 2018, 374 p.

COLAERT, V., *De rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger*, Brugge, die Keure, 2011, 698 p.

COREMANS, H., VAN DAMME, M., DUJARDIN, J., SEUTIN, B. en VERMEYLEN, G., *Beginnelsen van wetgevingstechniek en behoorlijke regelgeving*, Brugge, die Keure, 2016, 296 p.

DEJONGHE, S., "Overzicht van enkele nationale toezichtpatronen in Europa" in TISON, M., VAN ACKER, C. en CERFONTAINE, J. (eds.), *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten. Volume II*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 287-293.

DE SCHRUYVER, V. "Product governance bij beleggingsproducten" in INSTITUUT FINANCIËEL RECHT (ed.), *Financiële regulering: een dwarsdoorsnede*, Antwerpen, Intersentia, 2019, 195-220.

KESTEMONT, L. en SCHOUKENS, P., *Rechtswetenschappelijk schrijven*, Leuven, Acco, 2017, 144 p.

KESTEMONT, L., *Handbook on Legal Methodology: From Objective to Method*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 98 p.

STIJNS, S., *Leerboek verbintenissenrecht – Boek 1*, Brugge, die Keure, 2016, 590.

WYMEERSCH, E., "Het financiële recht, naar Europese maatstaven herijkt" in TISON, M. (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Mortsel, Intersentia, 2007, 425-440.

Tijdschriften

BUSCH, D., "MiFID II and MiFIR: stricter rules for the EU financial markets", *Financial Markets Review* 2017, 126-142.

COLAERT, V. en VAN DYCK, T., "MiFID en de gedragsregels: een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *RDC-TBH* 2008, 226-279.

COLAERT, V., "t Amendement: Product Governance: paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, 804-811.

DE DIJN, S., "Het toepassingsgebied van MiFID II in België", *BFR* 2017, 279-297.

ELOOT, O. en TILLEY, H., "Beleggersbescherming in MiFID II en MiFIR – Een overzicht en toetsing van enkele recente nationale beleggersbeschermende maatregelen", *BFR* 2014, 179-201.

RAVELINGIEN, F., en VERIS, C., "De MiFID II-gedragsregels inzake beleggingsadvies: een uitbreiding en verstrenging", *BFR* 2017, 371-383.

ROMBOUTS, A., "Investor Protection and Awareness as Essential Pillars of the Post-Crisis Supervisory and Regulatory Agenda – The Way Forward", *Reflets et perspectives de la vie économique*, 2017, 43-49.

STEENNOT, R., "De bescherming van de consument van financiële diensten", *DCCR*, 2013, 165-177.

VAN CAUWENBERGE, A., "Het reglementair landschap voor de Europese financiële markten na MiFID", *BFR* 2008, 63-91.

VERLEYEN, M., "Product Governance – Wat leert de praktijk?", *RDC-TBH* 2019, 207-214.

Beleidsdocumenten

Richtsnoeren voor complexe schuldinstrumenten en gesructureerde deposito's, ESMA/2015/1787, via https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1787_nl.pdf.

Guidelines on MiFID II product governance requirements, 2 juni 2017, ESMA 35-43-620, via https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf.

Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II, 5 februari 2018, ESMA 35-43-620, via https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_nl.pdf

Vragen en antwoorden over de productgovernance en de informatieverstrekking aan cliënten, 17 januari 2018, FSMA, via <https://www.fsma.be/nl/mifid-ii>.

Varia

THALER, R.H. en SUNSTEIN, C., *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, New York, Penguin Putnam Inc, 2017, 312 p.

VERVENNE, W., "Is het stilaan tijd om het feestje op de beurs te verlaten?", *De Tijd*, 2021, <https://www.tijd.be/politiek-economie/internationaal/economie/is-het-stilaan-tijd-om-het-feestje-op-de-beurs-te-verlaten/10285881.html> (consultatie op 12 maart 2021).

DENDOOVEN, P., "Corona dreef Belgen massaal naar de beurs", *De Standaard*, 2021, https://www.standaard.be/cnt/dmf20210104_97397518 (consultatie op 12 maart 2021).

Bijlage I – Vragen interviews

Algemene vragen

1. *Product governance-regels onder MiFID II draaien vooral rond twee partijen: de productontwikkelaar en de productdistributeur. Brengt ... (naam kredietinstelling) zelf financiële producten op de markt of beperkt zij zich tot het distribueren ervan? Met andere woorden, is ... (naam kredietinstelling) een productontwikkelaar²⁹⁹ of productdistributeur?³⁰⁰*

2. *Een van de productgovernancebepalingen stelt dat personeelsleden die betrokken zijn bij het vervaardigen van financiële producten of de distributie ervan, 'over de nodige deskundigheid beschikken'.³⁰¹ Hoe gaat dit in zijn werk? Is er een bepaalde opleiding die voorzien wordt, door bijvoorbeeld de FSMA/NBB?*

Doelmarkten

3. *Verkoop buiten de doelmarkten (binnen de negatieve of buiten de positieve) is slechts mogelijk in uitzonderlijke omstandigheden. Komt dit vaak voor? Worden de geschiktheidsrapporten nauwkeurig ingevuld en opgevolgd?*

4. *Afwijkingen van de doelmarkt zijn in principe relevant voor de productontwikkelaar en zouden dan in principe ook gemeld moeten worden. Het stelt de ontwikkelaar namelijk in staat zijn product aan te passen/te verbeteren. Doet men die melding (genoeg)?*

Informatieverplichtingen en evaluaties

5. *Zowel de productontwikkelaar³⁰² als de distributeur³⁰³ zijn onder de product governance-bepalingen gehouden tot een 'regelmatige evaluatie van de producten die zij vervaardigen of aanbieden, rekening houdend met elke gebeurtenis die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt kan beïnvloeden,'. Hoe vaak wordt dit gedaan? Er blijken hiervoor geen vaste vormvereisten te zijn, op wat/welke criteria baseert men zich dan om over te gaan tot dergelijke evaluatie?*

EMT – European MiFID Template

7. *De European MiFID Template (EMT) wordt gebruikt om de informatie over de potentiële doelmarkt, bepaald door de productontwikkelaar, door te spelen aan de productdistributeur. De daarin bepaalde categorieën, zoals 'type cliënt', 'kennis en ervaring' zijn vrij ruim. Zijn deze niet te ruim?*

²⁹⁹ Voor een definitie van dit begrip kan er verwezen worden naar art. 9, lid 1 Gedelegeerde Richtlijn 2017/593 en de ESMA-richtsnoeren, par. 6.

³⁰⁰ Voor een definitie van dit begrip kan er verwezen worden naar art. 10, lid 1 Gedelegeerde Richtlijn 2017/593 en de ESMA-richtsnoeren, par. 6.

³⁰¹ Zie onder meer artikel 22, §5 en artikel 23, §7 MiFID II-KB.

³⁰² Art. 22, §14 MiFID II-KB.

³⁰³ Art. 23, §5 MiFID II-KB.

8. *Worden de categorieën in de EMT vrij gemeenschappelijk geïnterpreteerd door de productontwikkelaars, of zijn hier nog grote verschillen in?*

9. *In omgekeerde richting, van productdistributeur naar productontwikkelaar, is er nog geen template. Hoe wordt deze informatie dan verstrekt? Op verzoek? Hoe ervaart u het gebrek aan uniformiteit in deze richting? Leidt dit niet tot een minder efficiënte doorstroom van informatie/evaluatie van distributeur naar ontwikkelaar?*

Punten van kritiek op de product governance-bepalingen

10. *Een van de punten van kritiek op de product governance-bepalingen is dat ze tot 'vershraling van het productaanbod' leiden. Zo is er bijvoorbeeld de hypothese dat bepaalde beleggers uitgesloten worden ten gevolge van een te strikte toekenning van de doelmarkt door de productdistributeur. Daardoor is het product voor die belegger niet beschikbaar, hoewel dit in werkelijkheid alsnog een geschikt product voor hem kan zijn. Een andere hypothese stelt dan weer dat productontwikkelaars buiten de EU niet geneigd zijn veel informatie te verschaffen over het product aan de productdistributeur, net omdat ze niet onderworpen zijn aan MiFID II. De distributeur heeft hierdoor op zijn beurt te weinig informatie over het product, waardoor hij het aldus niet kan opnemen in zijn aanbod. Bent u het hier mee eens?*

11. *Een andere kritiek op de bepalingen is dat zij te verregaand zouden zijn. Beleggingsondernemingen/kredietinstellingen zouden namelijk door de verregaande regels te voorzichtig zijn geworden met hun productaanbod, net om sancties van de toezichthouder te vermijden of aansprakelijkheidsvorderingen te ontlopen. Dit zou op zijn beurt er dan weer toe leiden dat het aanbod enkel maar bestaat uit de veiligste producten, waar het rendement zeer laag is. Het grote probleem hierbij: financiële instellingen beslissen i.p.v. de cliënt in welk instrument ze al dan niet mogen investeren (= paternalisme) Ervaart u dit ook zo?*

Divers

12. *Vindt u de product governance-regels zoals geïntroduceerd in MiFID II effectief? Bereiken zij hun doelstelling, met name een betere bescherming van de belegger door het voorkomen dat hij in een niet voor hem geschikt financieel product belegt?*

13. *Zo ja, waarom? Zo nee, wat kan er volgens u beter? Overtreffen de baten de kosten?*

Bijlage II – Transcriptie interview A

Geïnterviewde: X

Interviewer: Korneel Debruyne

Datum: 1 maart 2021

1. K: Eerst en vooral erg bedankt dat u wilt deelnemen aan dit interview en onderzoek.

X: Geen enkel probleem.

2. K: Mijn eerste vraagje, een kleine vraag, is de volgende: product governance is een vrij nieuw concept. Ik weet niet, heeft u daar al veel ervaring mee, hoe kijk je daar zelf tegenaan?

X: Ja ik heb daar eigenlijk vrij veel ervaring mee omdat ik natuurlijk al bij twee banken dat mee heb geïmplementeerd. Persoonlijk vind ik het een beetje *overshooting* voor bepaalde producten. Ik begrijp dat bij zeer complexe producten dat het daar een meerwaarde is: je kijkt aan wat voor type klant willen we dat product distribueren en willen we dat doen. Daar is dat wel belangrijk voor mij. Nu, voor *non-complex products*, zoals een beleggingsfonds of een aandeel, vind ik dat persoonlijk *overshooting* in de zin dat het zeer veel administratie vergt. In het begin was het allemaal wat *floer*, het is echt door de sector en de EMT-template dat het allemaal invulling heeft gekregen. Ik vraag me daar eigenlijk bij af: we zien in de praktijk niet zo vaak dat daar echt problemen mee zijn omdat het ja, *plain-vanilla products* zijn en ik stel me dan de vraag of het dat allemaal wel waard is. Al die *regulatory effort* steken in *non-complex products*, daar zie ik het nut niet meteen van in.

3. K: Oke, ja, dat begrijp ik.

X: Nu, dit is wel mijn persoonlijke mening hé. Ik denk dat er ook sprake is geweest bij MiFID II.1 om dat toch allemaal wat te gaan terugschroeven, het product governance-regime, om dat enkel nog bij de complexe producten toe te passen. Ik heb ook gezien dat ze in het *recovery plan* voor Covid, dat ze deze product governance-verplichtingen hebben stopgezet voor obligaties met een *make whole clause* maarja... Hoeveel klanten hebben een obligatie met een *make whole clause*, haha? Dat komt helemaal niet zo veel voor dus ja, daar zijn we nu niet echt mee geholpen hé.

4. K: Nee, nee haha. Oké, een van die eerste vragen die ik ook graag zou willen stellen is dat ja, de product governance regels, ze draaien rond twee partijen: de productontwikkelaar en de distributeur. Hoe moet ik dat zien? Hoe verhoudt uw instelling zich daarin? Is zij zowel ontwikkelaar als distributeur?

X: Ja, binnen onze wereldwijde groep zijn wij zowel ontwikkelaar als distributeur. We zijn sowieso ontwikkelaar voor bepaalde producten zoals *sprinters* en obligaties die worden uitgegeven. En daarnaast hebben we binnen de *wholesale banking debiteuten*, ja daar gaan wij partijen helpen

met beursintroducties of kapitaalverhogingen of uitgiftes van obligaties waar dat binnen de sector is gezegd van: daar speel je als bank toch ook een rol als ontwikkelaar dus ja. Op groepsniveau zijn we zeker zowel ontwikkelaar en distributeur. Nu, voor onze entiteit echt in België, daar zijn we enkel distributeur. Of ja, toch voor 99%. Voor een heel klein stukje binnen die *wholesale banking*, waar we die obligatie uitgiftes begeleiden, ja daar zijn we ontwikkelaar. Nu dat is echt miniem.

- 5. K:** Oké, top. Dan een meer algemene vraag: één van de product governance-verplichtingen is dat personeelsleden die betrokken zij bij het vervaardigen van financiële producten of de distributie ervan, 'over de nodige deskundigheid beschikken'. Hoe gaat dit in zijn werk? Want ja, 'over de nodige deskundigheid beschikken' is natuurlijk wel een vrij ruim begrip.

X: Wij hebben een product governance policy die wij zelf als instelling hebben gemaakt en die moet sowieso door bepaalde mensen gekend zijn en gevolgd worden. Dat zijn de mensen die echt verantwoordelijk zijn voor financiële producten of verzekeringsproducten. Nu ja, hoe begrijp ik dat 'de nodige deskundigheid'? Volgens mij gaat dat vooral over de producten. Iemand die natuurlijk net van de schoolbanken komt en heel veel theoretische kennis heeft, ja die kan natuurlijk wel op een product werken, maar die ga je niet alleen verantwoordelijk maken om een product echt te vervaardigen of zo. Toen wij die policy lanceerden hebben we echt gekeken of de mensen die dat moeten weten, of zij ook echt op de hoogte zijn.

Nu, dat is op policy-niveau. Daarnaast hebben wij ook wel een vrij uitgebreide interne training. Denk aan e-learnings over MiFID en product governance. Daar volgen wij eigenlijk wat de FSMA en de indeling van de Febelfin Academy-indeling waarbij je eigenlijk drie groepen hebt: de groepen die in contact staan met publiek waarbij je de *split* hebt tussen zij die advies geven en zij die informatie geven. En dan heb je eigenlijk de groep van mensen die niet noodzakelijk in contact staan met de klant maar die wel op producten werken en die dan ook gevormd moeten worden. Een opleiding van de FSMA ofzo, die heb ik nog niet gezien, haha.

- 6. K:** Het is dus echt wel aan de instelling zelf om er voor te zorgen dat hun personeel dat rond dat onderwerp werkt, dat zij over die 'nodige deskundigheid' beschikken?

X: Ja inderdaad. We zien wel dat de FSMA samen met Febelfin gaat bekijken van, hoe kunnen we bijvoorbeeld 'continuous training' invullen. Want ja je moet er een bepaalde certificering voor hebben. Maar echt trainingen ter beschikking gesteld door de toezichthouder, dat is er niet nee. Ongetwijfeld zijn er bij Febelfin Academy daar wel trainingen rond maar dat is dan wel betalend. Nu, gelet op de omvang van de instelling waarin ik werk is er wel een uitgebreid aanbod van trainingen die zij aanbieden/verplichten.

- 7. K:** Wat betreft de doelmarkten: het is zowel de ontwikkelaar als de distributeur moeten een doelmarkt vaststellen. Nu, verkoop buiten die doelmarkt (binnen de negatieve of buiten de positieve) zou slechts mogelijk zijn in uitzonderlijke omstandigheden. Komt dit vaak voor? Er

wordt ook gesproken van een geschiktheidsrapport dat dan zou ingevuld moeten worden. Hoe krijgt dat dan concreet vorm?

X: Het is eigenlijk zo dat je ook moet weten dat dit afhangt van de diensten die je aanbiedt. Bij *execution only*, waarbij de klant gewoon een order ingeeft en wij moeten uitvoeren, daar ga je eigenlijk niets checken buiten de klantclassificatie. Maar wij bieden eigenlijk nooit producten aan die niet geschikt zijn voor een retail-klant. Daar zit je dus altijd *safe*. Daar gaat de klant ook geïnformeerd worden dat wij dat niet kunnen afoetsen.

Dan, wat advies betreft: het grootste deel van onze adviesverlening is *structural advice* waarbij wij op portfolio-niveau advies geven. Daar heb je natuurlijk op basis van de ESMA-Guidelines de uitzondering dat als je binnen een portefeuillesamenstelling werkt, je wel mag afwijken zolang het *suitable* is. Dat is dus eigenlijk iets dat wij wel toepassen.

Nu, mocht het toch zijn dat een klant een bepaald product wilt in zijn portefeuille dat niet *suitable* is, dan wordt er wel op het geschiktheidsverslag een disclaimer gezet om de klant te informeren dat hij zich buiten de doelmarkt bevindt en het product in principe niet geschikt is voor hem.

Dat wilt ook zeggen dat voor de producten, maar dat is echt een minderheid, die wij buiten die portefeuille-aanpak adviseren, dus echt op een *ad hoc-basis*, enkel over de geschiktheid over dat product en die transactie, dat we daar ook wel echt een veel grondigere analyse doen over onder andere: wat zijn de sales buiten de *target market* en waarom is dat zo? Dat is omdat we daar natuurlijk buiten de situatie van portefeuillebenadering zitten, daar gaan we eigenlijk toch wel meer gaan kijken naar de reden waarom die specifieke transactie, door dat type klant, gedaan is. Nu, dat is wel niet iets wat wij zeer vaak vaststellen eerlijk gezegd.

8. K: Dus dat komt niet zo veel voor?

X: Nee, inderdaad. Zeker niet bij de *non-complex products*.

9. K: Nu, afwijkingen van de doelmarkt zijn in principe relevant voor de productontwikkelaar en zouden in principe ook gemeld moeten worden. Het stelt de ontwikkelaar immers in staat zijn product aan te passen/te verbeteren. Doet men die melding (genoeg)?

X: Ja, dat wordt wel gemeld. Daar voldoen wij aan. Natuurlijk moet je wel in het achterhoofd houden dat de meeste productontwikkelaars eigenlijk niet *in scope* zijn van MiFID. Een *asset manager* bijvoorbeeld, valt niet onder de *scope* van MiFID in de strikte zin van het woord. Ik denk dat dat ook iets is dat al aangekaart geweest is door de banken dat op Europees niveau die wetgeving ook van toepassing zou moeten zijn op *asset managers*. Dat is tot heden nog niet gebeurd.

10. K: Dus ik mag er van uitgaan dat binnen uw instelling die melding gemaakt wordt? Want u zei eerder al dat uw instelling zowel ontwikkelaars als distributeur is. Dus uw instelling op nationaal niveau doet dan ook die melding naar de overkoepelende (internationale) vennootschap van uw instelling die ook optreedt als ontwikkelaar?

X: Ja klopt.

11. K: Goed. De volgende vraag dan. Deze gaat over informatieverplichtingen: Zowel de productontwikkelaar als de distributeur zijn onder de product governance-bepalingen gehouden tot een 'regelmatige evaluatie van de producten die zij vervaardigen of aanbieden, rekening houdend met elke gebeurtenis die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt kan beïnvloeden'. Hoe vaak wordt dit gedaan? Want als ik het goed heb zijn hier geen vaste vormvereisten voor? Op wat/welke criteria baseert men zich dan om over te gaan tot dergelijke evaluatie?

X: Ja, er zijn inderdaad niet echt wettelijke vormvereisten. Wat ik zelf wel merk in de markt is dat het wel op een soort van *risk based approach* gebeurt. Dus, je hebt enerzijds de review van de *target market* en de *sales* buiten de *target market*. Dat is iets dat in mijn ogen jaarlijks moet gebeuren.

Daarnaast heb je ook de verplichting, de *product approval* en het *review proces*, om u processen en producten en diensten periodiek te gaan evalueren. Wat ik daar zie in de markt is dat het wel gebeurt afhankelijk van het type product. Bijvoorbeeld bij aandelen als activa-klasse, kan het zijn dat dat één keer om de drie jaar gedaan wordt dat die processen eens herbekeken worden. Maar bij een product dat complexer is of meer gecommmercialiseerd wordt, want dat kan ook een factor zijn (hoe meer je commercialiseert, hoe groter het compliance risico is), bijvoorbeeld een beleggingsfonds, daar kan dat zelfs elk jaar zijn. Je gaat dan echt kijken of het product nog aan alle vereisten voldoet. Dat gaat eigenlijk verder dan product governance alleen, want dat gaat dan ook over *duty of care* van MiFID in het algemeen.

Binnen onze instelling is er ook wel een soort van policy hierrond. Als we zien dat we bijvoorbeeld echt een zware klacht krijgen of er is een incident gebeurd met een product, dan gaan we al *ad hoc* die review doorvoeren. Dan wachten we niet tot het volgende jaar om dat te herbekijken. Dus dat is een soort van extra mechanisme dat we daar hebben. En ja natuurlijk, als daar dan tekortkomingen/problemen/verbeterpunten naar product governance toe naar boven komen, dan gaan we dat ook al delen met de *manufacturer*.

12. K: Neem nu bijvoorbeeld de Corona-crisis: is er daardoor opnieuw een verhoogde alertheid gekomen?

X: Je zag wel bepaalde bewegingen in de markt natuurlijk. In maart zag je dan een verkoopgolf waarbij heel veel jonge beleggers zich op de aandelenmarkten gingen toeleggen. Dat kan wel één van de parameters zijn om bepaalde reviews te doen en bepaalde acties te ondernemen.

Een puur theoretisch voorbeeld: dat je kan zien dat bepaalde mensen in het begin van de Corona-crisis zijn beginnen beleggen, maar dat zij bijvoorbeeld zes maanden later wanneer de markten het weer wat minder doen, plots massaal gaan uitstappen. Dan kan je wel gaan kijken: waarom is dat eigenlijk? Waren die mensen toen echt gedreven door de markt of door meer een populistische insteek? Dat zijn wel tendensen die je kan onderzoeken en die ook verder gaan dan puur product governance.

13. K: Dan wat betreft de MiFID-template. Deze wordt gebruikt om de informatie over de target market, bepaald door de productontwikkelaar, door te spelen aan de productdistributeur. De daarin bepaalde categorieën, zoals 'type cliënt', 'kennis en ervaring' zijn vrij ruim. Zijn deze niet té ruim?

X: Stel, je zit in private banking of er staat u een vermogensadviseur bij, dan kan je dus gezien worden als informed of advanced investor. Nu, persoonlijk, in mijn visie vind ik het spijtig dat er ook vanuit wetgevend perspectief niet meer de vertaalslag is gemaakt naar de kennis- en ervaringstest (*suitability*). Het is heel moeilijk dat als je een klant een set van vragen over verschillende producten voorlegt om te kijken wat de kennis van die klant is over bepaalde type producten, dat je daar dan uit moet opmaken of iemand een basic, informed of advanced investor is.

Stel nu de gemiddelde belegger die enkel beleggingsfondsen in zijn portefeuille neemt. Je zou daar kunnen zeggen dat zo'n fonds wel een vrij simpel product is, maar dan zeg je eigenlijk ook meteen dat als je daar kennis van hebt, je slechts een basic investor bent. Maar is dat dan ook zo? Want die klant gaat misschien nooit vragen beantwoorden over meer complexe producten, omdat hij of zij daar geen behoefte aan heeft, of omdat dat niet in het aanbod zit voor dat type klant. Om dan te zeggen dat die klant geen informed of advanced investor kan zijn, dat vind ik wel moeilijk. Het was pragmatischer geweest als de toezichthouder of zelfs de wetgever meer die link zou maken met knowledge en experience.

14. K: Dus het feit dat deze categorieën er zijn is wel een pluspunt, maar als ik dat zo zie ontbreekt het hen wat aan 'effectieve werking'?

X: Ja en het ontbreekt hen vooral aan harmonisatie. Het is ook altijd de doelstelling op EU-niveau om te harmoniseren en dat is natuurlijk iets dat je wel ziet. Er wordt zelfs gezegd door de FSMA als ik me niet vergis dat je *suitability* en product governance niet met elkaar mag verwarren en dat dat twee losstaande concepten zijn. Dat begrijp ik wel vanuit theoretisch oogpunt, maar in de praktijk heb je de informatie van de *suitability* wel nodig voor uw product governance toe te passen.

Een meer coherente vertaal oefening van beide concepten was misschien interessanter geweest voor de financiële instellingen.

15. K: En worden de categorieën in de EMT vrij gemeenschappelijk geïnterpreteerd door de productontwikkelaars of zijn hier nog grote verschillen in?

X: Wel, ik moet zeggen dat in België we met Febelfin wel een vrij sterk orgaan hebben waar bepaalde banken zoals de onze vrij goed vertegenwoordigd zijn. Ik heb daar ook deel van uitgemaakt. Daar werden zo'n concepten dus wel besproken.

Natuurlijk, wat daar wordt besproken en hoe elk van de financiële instellingen dit toepast, dat is nog een ander zaak. Maar het is ook ruimer dan dat. Veel Belgische grootbanken zijn ook internationale banken die in meerdere markten opereren. Daar zie je dan toch wel dat het dan ook weer afhangt van land tot land, van sectororganisatie tot sectororganisatie en ook van toezichthouder. De Belgische toezichthouder is eerder reactief. Onze toezichthouder laat de markt spelen en gaat kijken wat ze ziet in de markt en wat ze daar goed en niet goed aan vindt. Daarna komen ze met een inspectie en met een verslag. Maar in Nederland bijvoorbeeld, daar heb je een proactieve toezichthouder die in een vroeg stadium tussenkomt met statements.

Die verschillen allemaal, dat is dus volgens mij ook weer iets dat een belemmering vormt voor harmonisatie op Europees gebied. Verschillende actoren met verschillende visies..

16. K: Dat maakt het natuurlijk complexer in zijn geheel, nietwaar? Als ik het goed begrijp, bemoeilijkt dat toch in zekere zin de volledige harmonisatie van product governance in zijn geheel.

X: Ja, ik denk dat dat inderdaad een terecht punt is. Langs de andere kant wil ik daar ook wel een kanttekening bij maken want bijvoorbeeld de EMT-template, is er wel gekomen vanuit Europees-niveau. Dus dat is wel een zeer goed initiatief vanuit de markt.

Natuurlijk, op wetgevend perspectief, als je puur de wetgeving zou volgen, zou je niet altijd de gewenste harmonisaties bereiken. Langs de andere kant is dat ook wel moeilijk voor de Europese Commissie om alles in detail te gaan uitschrijven want er zijn gewoon veel belangen die meespelen.

17. K: In omgekeerde richting, van productdistributeur naar productontwikkelaar, is er nog geen template. Hoe wordt deze informatie dan verstrekt? Op verzoek? Hoe ervaart u het gebrek aan uniformiteit in deze richting? Leidt dit niet tot een minder efficiënte doorstroom van informatie/evaluatie van distributeur naar ontwikkelaar?

X: We ervaren dat niet echt als een probleem. Als wij een *target market* ontvangen van een *manufacturer*, dan gaan wij natuurlijk kijken naar onder meer: binnen welke grenzen moeten

wij blijven voor onze eigen *target market*? En hoe correspondeert dat met de *target market* op productlevel die wij hebben? En dan kan je nog altijd in overleg gaan.

Maar nadien natuurlijk, dan gaan wij enkel de *outliners* gaan rapporteren aan hen, als er echt veel sales buiten *target market* zijn. Maar voor mij persoonlijk is daar niet echt een template voor nodig. Je zal zien dat dat vooral belangrijk is van *manufacturer* naar distributeur en dat ook data-providers, dat ook zij dat hebben geïncorporeerd in hun *datafeed* dus dat is wel positief.

18. K: Oké, dan komen we al tot het laatste en misschien wel belangrijkste deel: kritieken op product governance. Een van de kritieken op de product governance-bepalingen, onder andere geformuleerd door Professor Veerle Colaert, is dat ze tot 'verschraling van het productaanbod' leiden. Zo is er bijvoorbeeld de hypothese dat bepaalde beleggers uitgesloten worden ten gevolge een te strikte toekenning van de doelmarkt door de productdistributeur, waardoor het product voor die belegger niet beschikbaar is hoewel dit in werkelijkheid alsnog een geschikt product voor hem kan zijn. Een andere hypothese stelt dan weer dat productontwikkelaars buiten de EU niet geneigd zijn veel informatie te verschaffen over het product aan de productdistributeur, net omdat ze niet onderworpen zijn aan MiFID II. De distributeur heeft hierdoor op zijn beurt te weinig informatie over het product, waardoor hij het aldus niet kan opnemen in zijn aanbod. Bent u het hier mee eens?

X: Ik denk dat, vanuit een algemeen principe, dat regels ter bescherming van een bepaald persoon, ook beperkingen inhouden. Dat zie je bij alle MiFID-regels, zoals bijvoorbeeld bij geschiktheid-advies. De bescherming van velen houdt een beperking voor enkelen in.

Specifiek voor product governance denk ik dat, voor het productaanbod van mijn instelling, dat we daar relatief weinig impact zien van de regels omdat we ook niet de gewoonte hebben om zeer complexe of exotische producten aan te bieden aan klanten.

Wat je natuurlijk wel ziet is dat je binnen bepaalde klantsegmenten, en ik doel dan meer op de 'private client'-segmenten, dat je daar klanten hebt die zeer doorwinterde beleggers zijn. Die willen gewoon tegen hun bankier zeggen: 'kijk, ik wil die transactie doen'. Maar soms gaat dat ook over producten die wij niet in ons aanbod hebben maar die we wel kunnen aanbieden als een klant dat wil. Daar zie je wel dat product governance een zeer zware last legt op de distributeur. Want als een klant bijvoorbeeld een bepaald beleggingsfonds wilt, en dat is een klant met een grote portefeuille en veel eigen ervaring, dan zou jij eigenlijk tegen die klant moeten zeggen: 'geen probleem, maar we moeten wel eerst een heleboel informatie opvragen en een heleboel gaan checken.' Daar zitten die specifieke klanten natuurlijk niet op te wachten. Ik denk dat daar ook weer het zeer brede toepassingsgebied van product governance er voor zorgt dat in bepaalde situaties je klanten gaat moeten teleurstellen. Ook gewoon omdat het operationeel en naar kosten toe niet meer haalbaar zou zijn.

In die zin vind ik de kritiek dat 'een product voor een belegger niet beschikbaar is hoewel het in werkelijkheid alsnog een geschikt product voor hem kan zijn', zeker terecht.

19. K: Dus de regels schieten soms hun doel wat voorbij? Net omdat het te verre gaand is, gaat het er voor zorgen dat mensen minder vrij zijn om soms in iets te investeren?

X: Ja, dat denk ik wel.

20. K: Een andere kritiek die Prof. dr. Veerle Colaert uit is dus dat de regels inzake product governance te verre gaand zouden zijn. Beleggingsondernemingen/kredietinstellingen zouden namelijk door de verre gaande regels te voorzichtig zijn geworden met hun productaanbod, net om sancties van de toezichthouder te vermijden of aansprakelijkheidsvorderingen te ontlopen. Dit zou op zijn beurt er dan weer toe leiden dat het aanbod enkel maar bestaat uit de veiligste producten, waar het rendement zeer laag is. Het grote probleem hierbij: financiële instellingen beslissen in plaats van de cliënt in welk instrument ze al dan niet mogen investeren (= paternalisme) Ervaart u dit ook zo?

X: Ik volg wel wat zij zegt in haar hypothese, maar ik denk ook weer dat je dat niet kan isoleren tot product governance alleen. Ik denk dat dat een gevolg is van allerlei wetgeving die er is die er natuurlijk voor zorgt dat je voorzichtig moet zijn.

Wat ik wel zie, niet bij onze instelling maar bij andere instellingen, is dat zij inderdaad zeggen dat zij bijvoorbeeld geen niet-geschikte producten aanbieden. Stel, je hebt een portefeuillebenadering (wat er voor zorgt dat de effectieve aftoetsing van uw product governance al een heel stuk terugvalt, want je zit onder het 'excuus' van portefeuillebenadering), als je dan als financiële instelling gaat zeggen dat je enkel nog producten aanbiedt die geschikt zijn op basis van zijn beleggersprofiel, dan moet je eigenlijk geen opvolging gaan doen naar *suitability* toe en je hebt dan ook nooit echte sales binnen de *negative target market*, dat kan je dan ook uitsluiten. Dan ben je natuurlijk heel veilig bezig als financiële instelling hé. Vanuit compliance is dat natuurlijk *heaven on earth*: je moet geen controles doen, je sluit het risico volledig uit, ... Maar ik ben daar echt geen fan van. Dat is echt paternalisme ja. Dat is niet de geest waarin de Europese wetgever die regels heeft opgesteld.

Maar ja, het is dus inderdaad wel zo dat er instellingen zijn die dat paternalisme toepassen. Nu, onze instelling, net zoals andere grootbanken, heeft natuurlijk wel een zeer uitgebreid apparaat aan middelen en mensen om aan al die type wetgeving proberen te voldoen. Dat is niet altijd eenvoudig, zeker niet voor de kleinere spelers in de markt. Daar begrijp ik dus wel dat zij op safe spelen en een soort van paternalistische aanpak hanteren. Al die opvolging kost nu eenmaal veel mankracht, werkuren en geld... .

21. K: Kan ik dan misschien stellen dat de kosten en lasten die de product governance regels impliciet opleggen, dat zij vooral de kleinere spelers treffen?

X: Ja en nee. Gebeurtenissen zoals Corona hebben ook hun effect op grootbanken, wij voelen dat evenzeer. Ik denk anderzijds wel dat het belang hem zit in schaal: als je zoiets moet uitrollen voor tienduizenden transacties per dag, dan is dat wel een belangrijke business. Maar als je als kleine bank, slechts een paar honderd inschrijvingen per week hebt voor een bepaald product, en je moet daar dan nog eens het hele product governance-proces op toepassen, dan is dat natuurlijk een zeer kostelijke zaak.

Dus ik denk dat 'paternalisme' vaak wel een gevolg is van kostenbeheersing van de implementatie van de regelgeving. Dat specifieke punt leidt volgens mij tot alle problemen die Prof. dr. Colaert aanhaalt: verschraling, paternalisme,

22. K: Interessant om te horen. Om af te sluiten, hoe kijkt u zelf naar product governance? Bereikt zij haar doelstellingen?

X: Ik denk dat, zoals ik reeds aanhaalde, het een zeer nuttig instrument is voor complexe producten. Voor niet-complexe producten kan je je er toch vragen bij stellen wat de meerwaarde is. Nu, qua implementatie enzovoort denk ik wel dat je kan stellen dat, ondanks er wel wat kleine problemen en onduidelijkheden zijn, de regels inzake product governance vrij goed in elkaar steken. Er zijn veel initiatieven geweest door de markt zelf dus er is wel een goede manier van werken gevonden nu. Er zijn daarentegen andere regels onder MiFID II waar al veel meer discussie over geweest is binnen onze sector.

Wat ik wel een positief punt vind is dat het ertoe aangezet heeft om veel meer producten te gaan bekijken/analyseren/begrijpen... . Het heeft gezorgd voor een bepaalde structureringen bij het beoordelingsproces van banken inzake financiële producten. Dat is zeker positief.

De opvolging voor niet-complexe producten, tja, dat vind ik *overshooting*. Maar dat is mijn persoonlijke visie.

23. K: Oké, bedankt voor alle antwoorden! Het was zeker interessant om uw ervaring en expertise inzake product governance te kunnen vernemen. Erg bedankt voor uw tijd nogmaals!

X: Geen enkel probleem! Ik had nog een klein vraagje: wat is jouw mening over product governance?

24. K: Haha, wel, ik kan de kritieken van Prof. dr. Colaert zeker begrijpen. Mij lijkt het dat er weer een extra set van regels die wordt opgelegd. De regels van product governance kunnen gezien worden als regels op een derde niveau, op het niveau van het product zelf. Maar ja, daarvoor bestonden er ook al regels die zoveel mogelijk informatie probeerden te verkrijgen over de cliënt zelf. Ik vind product governance zeker wel goed, zeker in geval van zeer complexe producten,

maar langs de andere kant.... De regels die we al hadden (informatie over de cliënt zelf), kunnen die niet volstaan? Er is volgens mij een zekere overlap.

X: Dat is volgens mij een goede conclusie!

Bijlage III – Transcriptie interview B

Geïnterviewde: X

Interviewer: Korneel Debruyn

Datum: 5 maart 2021

1. K: Bedankt dat u even tijd kon vrijmaken

X: Geen enkel probleem.

2. K: Mijn eerste vraag is een algemene vraag: product governance-regels onder MiFID II draaien vooral rond twee partijen: de productontwikkelaar en de productdistributeur. Brengt uw instelling zelf financiële producten op de markt of beperkt zij zich tot het distribueren ervan?

X: Wij hebben dus een grote internationale groep, en daaronder zit eigenlijk de instelling waar ik in werk, meer op nationaal niveau. De instelling waar ik werk beperkt zich dus tot het distribueren van producten, maar onze internationale groep ontwikkelt ook producten ja. En voor het grootste deel nemen wij dus producten af van onze 'moeder'. Wij zelf ontwikkelen ook wel producten, maar dat is zeer beperkt en uitzonderlijk. In beperkte mate nemen wij ook wel producten af van derde-partijen, maar dat doen we enkel wanneer ze een meerwaarde/toevoeging zijn aan ons aanbod.

Dat is misschien al wat vooruitlopend op dit interview, maar die derde-partijen zijn altijd wel fondsen die in de EU goedgekeurd zijn, waardoor zij ook de nodige informatie moeten verstrekken. We laten het niet toe dat er fonds gedistribueerd wordt waarvoor we niet alle info uit de EMT hebben.

3. K: Oké. Nu, een van de product governance-verplichtingen is dat personeelsleden die betrokken zijn bij het vervaardigen van financiële producten of de distributie ervan, 'over de nodige deskundigheid beschikken'. Dat is wel een vrij open begrip natuurlijk. Hoe gaat dit in zijn werk? Is er een bepaalde opleiding die voorzien wordt, door bijvoorbeeld de FSMA/NBB?

X: Die bepaling is inderdaad heel breed. Nu, binnen onze bank werken wij wel met de nodige opleidingen voor die mensen ja.

4. K: En zijn die opleidingen dan gebaseerd op bepaalde *guidelines* van bijvoorbeeld de ESMA/FSMA?

X: Dat weet ik eigenlijk niet. Nu, die bepaling die u aanhaalt, dat is niet echt een bepaling waar we echt veel mee bezig zijn eerlijk gezegd, haha.

5. K: Geen probleem. De volgende vraag die ik had is er een over de doelmarkten onder de product governance-bepalingen. Verkoop buiten de doelmarkten (binnen de negatieve of buiten de positieve) is slechts mogelijk in uitzonderlijke omstandigheden. Komt dit vaak voor? Worden de geschiktheidsrapport nauwkeurig ingevuld en opgevolgd?

X: Verkoop buiten de doelmarkt en binnen de negatieve doelmarkt, dat laten wij niet toe in onze adviesprocessen. In het kader van een advies capteren wij via het risicoprofiel, een beetje om de geschiktheidsbeoordeling te kunnen organiseren op een gestructureerde en voor iedereen uniforme benadering, capteren wij eigenlijk een aantal klantkenmerken. Met die klantkenmerken zullen wij dan ook rekening mee houden of dat deze matchen met de doelmarkt van de klant. Dus, wij capteren informatie omtrent kennis en ervaring, of we te maken hebben met een retailklant, of hij het nodige vermogen heeft om de verliezen te dragen, Op die manier houden we er dus rekening mee dat de producten in de doelmarkt van de klant vallen.

Dus verkoop in de negatieve doelmarkt laten we echt niet toe. Uitzonderlijk laten we wel toe dat we buiten de positieve doelmarkt verkopen, maar dan niet in de negatieve, dat is de zogenaamde 'neutrale doelmarkt'. En dat kan wel eens voorkomen, bijvoorbeeld ter spreiding van de portefeuille van een klant. Dat zullen dan een aantal specifieke fondsen zijn die niet 100% bij het bepaald type klant passen, maar omwille van een gespreide portefeuille laten we het dan toch toe om binnen de neutrale doelmarkt te kopen.

Het kan bijvoorbeeld ook zijn dat de klant zelf op zijn initiatief iets voorstelt om te kopen en dat dan voorlegt aan ons. Wij beoordelen dan of dat geschikt is en dan kan het ook zijn dat dat in de neutrale doelmarkt valt. In zo'n geval geven wij wel een waarschuwing mee aan de cliënt maar we laten dat wel toe.

Wat het geschiktheidsrapport betreft: dat is bij ons volledig geautomatiseerd. Wij capteren in onze systemen klantenkenmerken. Op basis van die kenmerken wordt dan een risicoprofiel opgesteld en afhankelijk daarvan worden bepaalde producten voorgesteld. Dat verschijnt dan automatisch op het geschiktheidsrapport. Ook als het gaat over een product in de neutrale doelmarkt verschijnt dit op dat geschiktheidsrapport. Het is dus een volledig geautomatiseerd proces.

6. K: En heeft u daar een zicht op, op de verkoop buiten de doelmarkt? Komt dat vaak voor?

X: Verkoop binnen de neutrale doelmarkt komt wel al eens voor ja. In de negatieve natuurlijk nooit.

7. K: Nu, wat betreft die doelmarkten: stel er zijn afwijkingen van die doelmarkt, ja die informatie is eigenlijk wel nuttig voor de productontwikkelaar. Ze zouden dan in principe ook gemeld moeten worden. Het stelt de ontwikkelaar namelijk in staat zijn product aan te passen/te verbeteren. Doet men die melding (genoeg)?

X: In praktijk gebeurt dat eigenlijk niet, haha.... Wij hebben één keer eens melding gehad van iemand van onze instelling dat die buiten de doelmarkt van een product van onze instelling had verkocht, maar voor de rest niet nee. Wij doen dat zelf eigenlijk ook niet. Dat komt natuurlijk ook wel wat doordat er nog geen template is (van distributeur naar ontwikkelaar). Ze zijn er momenteel wel mee bezig om die template op te stellen, maar zolang die template er niet is denk ik dat die bepaling, om het cru te stellen, een dode letter in de wet blijft.

8. K: Dat was inderdaad ook één van mijn vragen: er is geen template van distributeur naar ontwikkelaar. Dus ik kan wel stellen dat, door het ontbreken daarvan, er een minder efficiënte doorstroom van informatie is?

X: Ja, als die doorstroom er al überhaupt is, haha. Nu, ad-hoc zal er wel al eens iets gemeld worden. Maar om echt te spreken van gestructureerde en regelmatige meldingen, dat bestaat momenteel nog niet nee.

9. K: Wat betreft de informatieverplichtingen en evaluaties: zowel de productontwikkelaar als de distributeur zijn onder de product governance-bepalingen gehouden tot een 'regelmatige evaluatie van de producten die zij vervaardigen of aanbieden, rekening houdend met elke gebeurtenis die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt kan beïnvloeden,'. Hoe vaak wordt dit gedaan? Er blijken hiervoor geen vaste vormvereisten te zijn, op wat/welke criteria baseert men zich dan om over te gaan tot dergelijke evaluatie?

X: Zowel op ontwikkelaarsniveau als op het niveau van de distributeur hebben wij organen, die in onze productgoedkeuringsprocessen vervat zitten. Dat zijn een soort van vergaderingen die op regelmatige basis alle producten en diensten evalueren. De termijn is standaard drie jaar om het te gaan herbekijken.

Nu, het kan wel zijn dat er wijzigingen zijn in de producten of dat er problemen mee zijn, dan wordt die review wel sneller gedaan.

10. K: Dus dat is iets vanuit uw instelling zelf om dit om de drie jaar te doen?

X: Ja, klopt, dat is onze interne governance.

11. K: Oke. We hadden het al even gehad over de MiFID-template. Die wordt gebruikt om de informatie over de target market, bepaald door de productontwikkelaar, door te spelen aan de productdistributeur. De daarin bepaalde categorieën, zoals 'type cliënt', 'kennis en ervaring' zijn vrij ruim. Zijn deze niet te ruim?

X: Bepaalde categorieën, zoals 'type cliënt' en 'kennis en ervaring' zijn inderdaad wel vrij ruim. Die andere categorieën die ook in de template staan, zoals 'vermogen om verliezen te dragen' zijn naar mijn mening toch al wel vrij concreet en specifiek.

Nu, het is ook wel de bedoeling dat die doelmarkt niet té nauw wordt want anders kunnen we op termijn geen producten meer verkopen aan mensen want je zit ook nog met de geschiktheidsbeoordeling.

Het is eigenlijk de geschiktheidsbeoordeling die op die iets bredere kenmerken van de product governance toch een extra laag gaat leggen. Dus op die manier wordt de doelmarkt toch nog meer beperkt bij de geschiktheidsbeoordeling zelf.

Dat is binnen advies-processen. Je hebt natuurlijk ook nog klanten die op eigen initiatief gaan kopen. Dan blijven die kenmerken inderdaad wel erg breed, want dan gaat er enkel met 'type cliënt' en 'kennis en ervaring' rekening gehouden worden, omdat je dan niet met de geschiktheidsbeoordeling zit omdat de klant op eigen initiatief producten aankoopt. Maar dat is ergens ook wel logisch natuurlijk, want het is op initiatief van de klant zelf, en wij geven dan geen advies.

Dus je kan mijn inziens stellen dat de geschiktheidsbeoordeling een 'extra laag' legt in het kader van een advies/vermogensbeheer, bovenop die product governance-kenmerken.

12. K: Bestaat er een gevaar dat bijvoorbeeld 'kennis en ervaring' door de verschillende banken ook verschillend gaat geïnterpreteerd worden?

X: De categorie 'type cliënt' al zeker niet. Daar heb je onder MiFID maar drie categorieën: professioneel, niet-professioneel en in aanmerking komende tegenpartij. De categorie 'kennis en ervaring' kan in principe wel anders worden ingevuld per instelling, maar eigenlijk zien we daar ook wel een grote uniformiteit. De FSMA doet ook wel veel controles daarop. In de markt zijn die kennis- en ervaringstesten redelijk gelijklopend omdat ze rekening houden met dezelfde criteria. Plus, de kennis die gevraagd is voor bepaalde producten wordt ook gebaseerd op de 'complexiteit', dewelke ook gedefinieerd wordt in MiFID II. Dus daar zie ik eigenlijk weinig kans in dat dat anders geïnterpreteerd zou worden door de sector.

13. K: Dat loopt eigenlijk al wat over in mijn volgende vraag: worden de categorieën in de EMT vrij gemeenschappelijk geïnterpreteerd door de productontwikkelaars, of zijn hier nog grote verschillen in?

X: Er zijn nog wel andere categorieën zoals bijvoorbeeld 'leverage' die niet altijd eenduidig worden geïnterpreteerd in de markt. Bij sommige producten zal 'leverage' op YES staan terwijl het product zelf geen echt leverage-kenmerk heeft. Hoe dat dan komt, weet ik eigenlijk niet, maar dan wordt dat dus eigenlijk gewoon verkeerd ingevuld in de EMT. Dat maakt het wel lastig om het product aan de man te brengen: je ziet dat het product geen leverage-kenmerk heeft, maar het staat dan wel op YES. Ja, als je het dan verkoopt zou je eventueel in de negatieve of

buiten de positieve doelmarkt verkopen. Dus dat brengt in praktijk soms wel moeilijkheden met zich mee.

14. K: Interessant om te horen. We hadden het daarstraks al even over: in omgekeerde richting, van productdistributeur naar productontwikkelaar, is er nog geen MiFID-template.

X: Klopt.

15. K: Dus ik kan wel stellen dat de informatie van distributeur naar ontwikkelaar helemaal niet wordt doorgegeven op basis van wat u al eerder zei?

X: Ik spreek natuurlijk enkel voor onze instelling, maar momenteel bestaat die uitwisseling formeel niet nee. Dat is inderdaad een inefficiëntie: het is nuttige informatie, dat zeker. Maar om het cru te stellen wachten wij gewoon af tot die template er is.

16. K: Het laatste onderdeel van dit interview gaat over kritieken die Prof. dr. Colaert heeft op product governance-bepalingen. Een van de kritieken op de product governance-bepalingen is dat ze tot 'verschraling van het productaanbod' leiden. Zo is er bijvoorbeeld de hypothese dat bepaalde beleggers uitgesloten worden ten gevolge een te strikte toekenning van de doelmarkt door de productdistributeur, waardoor het product voor die belegger niet beschikbaar is hoewel dit in werkelijkheid alsnog een geschikt product voor hem kan zijn. Een andere hypothese stelt dan weer dat productontwikkelaars buiten de EU niet geneigd zijn veel informatie te verschaffen over het product aan de productdistributeur, net omdat ze niet onderworpen zijn aan MiFID II. De distributeur heeft hierdoor op zijn beurt te weinig informatie over het product, waardoor hij het aldus niet kan opnemen in zijn aanbod. Bent u het hier mee eens?

X: Ik zal eerst even ingaan over het stukje 'buiten de EU' in uw vraag. Wij verkopen wel fondsen die buiten de EU zijn gesitueerd, maar het moet wel altijd goedgekeurd zijn binnen de Europese markt. Dus wij verkopen geen fondsen waarvan wij de EMT-criteria niet krijgen. Dat doen we niet.

Je ziet inderdaad wel dat product governance ertoe leidt een specifiek productaanbod per klant, omdat er heel veel elementen zijn waarmee je rekening moet houden voordat je iets mag verkopen aan de klant. Je hebt dan enerzijds inderdaad product governance-bepalingen, maar ja, je zit natuurlijk ook nog met de geschiktheidsbepalingen. Op de duur ga je niet meer met veel producten overblijven die aan alle elementen voldoen voordat je het product mag voorstellen aan klanten....

Voor mij lijkt het dus wel dat de regelgever wil dat er meer verantwoordelijkheid komt te liggen bij de financiële instellingen zelf om de juiste keuzes te maken voor de klant, zeker in het kader van beleggingsadvies.

Natuurlijk, wanneer de klant handelt op basis van *execution-only*, daar houden we enkel rekening met de bredere categorieën van product governance: we gaan niet verkopen aan een retail-klant als we zien dat het niet geschikt is voor een retail-klant. Maar we gaan bijvoorbeeld geen rekening houden met het vermogen van de klant om verlies te dragen, met die specifieke productcriteria, omdat je er over moet waken dat je geen advies gaat geven bij *execution-only*.

Op eigen initiatief zal de klant dus nog wel redelijk wat producten kunnen kiezen. Daarentegen, in het kader van beleggingsadvies, zal het inderdaad wel veel beperkter worden.

Wij zien binnen onze instelling dat wij het aanbod sterk versimpelen voor klanten met lagere *assets* zonder management om het zo te zeggen. Omdat de implementatiekosten van MiFID wel zeer hoog zijn en dat we willen vermijden dat de kosten voor de klant hoger gaan liggen dan de baten die hij erbij heeft.

Dus voor het 'lagere klantensegment' om het zo te zeggen, zie je wel dat banken hun productaanbod sterk gaan limiteren om nog te kunnen voldoen aan alle bepalingen binnen MiFID. Dat leidt er dus wel toe dat klanten die nog wél een breder aanbod wensen, meer op zichzelf aangewezen zijn om te gaan handelen. Dat is eigenlijk contradictorisch en frappant: MiFID wilt net voor meer beleggersbescherming gaan maar lijkt nu het omgekeerde te realiseren. Dus ik ga wel deels akkoord met de kritiek dat de regels inzake product governance tot een verschraving van het productaanbod leiden.

Natuurlijk, het is niet dat we geen aanbod meer hebben voor die klanten binnen dat 'lagere klantensegment'. Maar in dat segment zijn er slechts een 20 producten te vinden in het aanbod.

17. K: Dus een minder groot aanbod voor de retailbelegger, dat dan ook nog eens een zeer 'veilig' aanbod is? Dus bestaande uit producten met lage risico's?

X: Neen, daar ben ik het niet mee eens. Het is niet zo dat we enkel nog heel veilige producten aanbieden. Dat hangt echt af van het risicoprofiel van de klant. Voor een zeer dynamische klant, zullen wij ook een zeer dynamisch fonds/product voorstellen.

18. K: Een andere kritiek op de bepalingen is dat zij te verregaand zouden zijn. Beleggingsondernemingen/kredietinstellingen zouden namelijk door de verregaande regels te voorzichtig zijn geworden met hun productaanbod, net om sancties van de toezichthouder te vermijden of aansprakelijkheidsvorderingen te ontlopen. Dit zou op zijn beurt er dan weer toe leiden dat het aanbod enkel maar bestaat uit de veiligste producten, waar het rendement zeer laag is. Het grote probleem hierbij: financiële instellingen beslissen in plaats van de cliënt in welk instrument ze al dan niet mogen investeren (= paternalisme). Ervaart u dit ook zo?

X: Ik ben het niet mee eens met de kritiek dat wij enkel nog de meest veilige producten zouden voorstellen aan onze klanten.

Ik ben wel akkoord dat ons productaanbod sterk ingeperkt is ten opzichte van vroeger. Je ziet ook dat de verantwoordelijkheid meer en meer bij ons wordt gelegd om te kijken welke producten we nog mogen aanbieden aan bepaalde types klanten. Daar heeft Prof. dr. Colaert dus zeker gelijk in.

Evenwel wil ik nog eens benadrukken dat dit er mijn inziens niet toe leidt dat het aanbod enkel bestaat uit veilige en zeer defensieve producten. Natuurlijk moeten we er wel voor zorgen dat onze processen de juiste informatie gecapteerd hebben van klanten. Dat brengt ons weer bij de hoge implementatiekosten van MiFID.

19. K: Om het interview te eindigen zou ik nog graag van u vernemen of u de product governance-regels zoals geïntroduceerd in MiFID II effectief vindt? Bereikt zij haar doelstelling, met name een betere bescherming van de belegger door het voorkomen dat hij in een niet voor hem geschikt financieel product belegt?

X: MiFID zorgt er volgens mij zeker voor dat de klant beschermd wordt. De praktijken van vroeger waren ook gewoon niet meer aanvaardbaar.

Natuurlijk, meer toegespitst op product governance: naast die product governance regels heb je dus ook nog de geschiktheidsbeoordeling die een extra laag van bescherming oplegt. In praktijk gaan klanten niet veel merken van die product governance-bepalingen merken, omdat dat meer 'achter de schermen' plaatsvindt, bij de financiële instellingen zelf.

Toch zien we dat door al die regels van MiFID, dat er hoge implementatiekosten zijn. En ja, dat zal er indirect toe leiden dat het aanbod beperkt wordt. Deels bereikt het zijn doelstelling wel: alles wordt versimpeld voor de belegger, de belegger moet minder keuzes maken. Maar ja, is dat dan echt het doel van die wetgeving, dat klanten nog zeer weinig keuzes krijgen? Dat kan je wel in vraag stellen natuurlijk. Het is een moeilijke evenwichtsoefening.

20. K: Oké, dat was het dan. Ik heb al mijn vragen kunnen stellen, bedankt voor uw tijd.

X: Geen enkel probleem. Ik kijk uit naar het resultaat van je onderzoek!

Bijlage IV – Transcriptie interview C

Geïnterviewde: X

Interviewer: Korneel Debruyn

Datum: 29 maart 2021

1. K: Goedemorgen. Bedankt dat u tijd kon vrijmaken voor dit interview.

X: Geen enkel probleem hoor.

2. K: Dan kunnen we van start gaan met de eerste vraag. Product governance-regels onder MiFID II draaien vooral rond twee partijen: de productontwikkelaar en de productdistributeur. Brengt uw instelling zelf financiële producten op de markt of beperkt zij zich tot het distribueren ervan?

X: Mijn collega houdt zich bezig met het aspect producent/ontwikkelaar en mijn afdeling met het aspect distributie naar de klanten-retailers. We zijn een grote organisatie en beide partijen zijn duidelijk aanwezig, laat ons zeggen dat 99% van de klanten retail zijn onder MiFID.

3. K: Een van de product governance-verplichtingen is dat personeelsleden die betrokken zijn bij het vervaardigen van financiële producten of de distributie ervan, 'over de nodige deskundigheid beschikken'. Hoe gaat dit in zijn werk? Is er een bepaalde opleiding die voorzien wordt, door bijvoorbeeld de FSMA/NBB? Want 'over de nodige deskundigheid beschikken' is natuurlijk wel een vrij ruim begrip.

X: Verschillende zaken worden in werking gesteld bij onze instelling: eerst en vooral baseren we ons grotendeels op de ervaring van onze specialisten. Opdat zij neutraal kunnen oordelen, hebben zij een onafhankelijke hiërarchische functie binnen onze organisatie. Hun loon is niet afhankelijk van de verkoop. Zij zijn specialist binnen een bepaald verkoop domein, bijvoorbeeld investeringen, beleggingen,... en hierop is onze setup gebaseerd. Dit geldt voor de continue opvolging van de producten door onze investment specialisten. Voor de producten die onder een tijdelijk aanbod vallen zetten we verschillende comités op, waarbij compliance tussenkomt als 'gatekeepers' om de compliance aspecten te behartigen zoals belangenconflicten, de reputatie van de bank, de bescherming van de belangen van de klant. Wij eisen als bank dat deze onafhankelijke specialisten aanwezig zijn in deze comités om die producten te selecteren die het meest performant zijn en volgens de marktsituatie het beste beantwoorden aan de vraag van de klant. Zo integreren we marktkennis en compliance die tussenkomt in de algemene belangenbescherming

4. K: Wat betreft de doelmarkten: voor Product Governance en MiFid moet er een doelmarkt worden vastgesteld. In principe is het verkopen binnen de negatieve of buiten de positieve doelmarkt slechts mogelijk in uitzonderlijke omstandigheden. Komt dat vaak voor en moeten er geschiktheidsrapporten worden ingevuld? Hoe gaat dat concreet in zijn werk?

X: Vanuit het standpunt van de bank willen we niet verkopen in een negatieve doelmarkt. Alles wordt hiervoor in werking gesteld. We zitten nog in een set-up fase voor wat betreft het buiten de positieve doelmarkt verkopen. Deze benadering is op dit ogenblik wat moeilijker. De manuele controles van de afgelopen 2 jaar tonen aan dat op basis van de criteria die we bepaald hebben er geen enkele verkoop gebeurt in een negatieve doelmarkt. Dus hiervoor dienen we geen enkele verkoop te rapporteren.

Wij hebben wel akkoorden met o.a. onze belangrijkste productontwikkelaars die bepaalde producten ontwikkelen op vlak van global markets en fondsbeheerders die deel uitmaken van onze groep en fondsen ontwikkelen voor ons. Hier zijn ook verplichte rapporteringen nodig, maar nogmaals wij verkopen niet in de negatieve doelmarkten.

5. K: Dat is een antwoord dat ik bij de andere banken ook heb zien voorbijkomen.

X: Het leek ons inderdaad gemakkelijker om de verkoop in de negatieve doelmarkt te vermijden dan de verkoop te moeten rapporteren.

6. K: Wanneer er wordt afgeweken van die doelmarkt dan kan dit relevant zijn voor de ontwikkelaar, en dat zou vanuit de distributeur gemeld moeten worden aan de ontwikkelaar zodat hij zijn product kan aanpassen, verbeteren enz. Hoe vaak doen jullie dergelijke melding? Is daar een vastgelegd criterium voor?

X: Dit komt zeer zelden voor. Op dit ogenblik zijn we voor één bepaald product aan het overleggen met één van onze belangrijkste distributeurs over hoe we deze doelmarkt kunnen definiëren want we zijn niet helemaal akkoord. Dit zijn geen formele discussies die vandaag niet zijn opgenomen in een 'template' die bijvoorbeeld systematisch gerapporteerd moeten worden. Maar indien we iets vaststellen via de comités die we op punt hebben gezet of via de reviews die de doelmarkten hebben bepaald dan doen we een verzoek naar de ontwikkelaars. Basisidee is dat we de doelmarkt volgen die bepaald werd door de ontwikkelaar.

7. K: Zowel de ontwikkelaar als de distributeur moeten hun producten regelmatig evalueren en moeten daarmee rekening houden met elke gebeurtenis die het potentiële risico kan beïnvloeden. Zijn er vaste vormvereisten voorzien voor die evaluatie of hanteren jullie daar zelf vaste criteria voor om die producten te evalueren?

X: De reviews vragen veel werk. Er zijn verschillende type reviews, eerst en vooral is er een reguliere opvolging van de klassieke specialisten van de producten uit het vast aanbod. Zij gaan onder andere de evolutie van het risico na in functie van de marktschommelingen en of het product nog steeds beantwoordt aan de initiële vraag van de klant.

Verder zijn er reviews die gebaseerd zijn op de doelmarkt criteria, namelijk type klant, de distributiestrategie, ... deze criteria worden jaarlijks herbekeken. We gaan ook na of er

wijzigingen zijn bij ontwikkelaars waar we minder vaak mee samenwerken en of we nog steeds in de juiste doelmarkt zitten.

Tenslotte zijn er de conceptuele reviews. Deze gaan na of we onze aanpak kunnen standhouden en het proces rond doelmarkten, de vastgelegde procedures en opvolging via verschillende departementen correct zijn afgestemd.

We evalueren minstens één keer per jaar of onze aanpak realistisch is en checken of de situatie stabiel is, of er zaken zijn die niet goed functioneren. Hebben we bijvoorbeeld niet teveel producten in een negatieve doelmarkt? De 2 laatste rapporten tonen echter aan dat dit niet het geval is. Deze reviews zijn, zoals wettelijk verplicht, o.a. gebaseerd op klachten van klanten. Wij analyseren dus alle mogelijke klachten en gaan na of er eventuele indicaties zijn dat de doelmarkt aanvankelijk fout gedefinieerd zou zijn. Verder is er ook een lijst van 'triggers' die ervoor zorgen dat dit soort reviews grondig kan uitgevoerd worden op vlak van de toegepaste methodologie, het proces, de aanpak, enz.

Vorig jaar hebben we bijvoorbeeld een specifieke review uitgewerkt naar aanleiding van de instorting van de financiële markt, ten gevolge van het coronavirus. Dit was voor ons een testperiode waarbij we zijn nagegaan of onze aanpak nog steeds de juiste is ten tijde van corona en of het product zich nog steeds voordoet zoals we oorspronkelijk hadden bepaald. Wanneer we bijvoorbeeld vaststellen dat er teveel klanten afstappen van een bepaald product zonder dat er een duidelijke reden is vanuit de markt, moeten we ons afvragen of dit product nog voldoende beantwoordt aan de behoeften van de klant en of we de doelmarkt initieel wel juist hebben bepaald. Zo zijn er dus verschillende triggers die ervoor zorgen dat we de review soms grondiger moeten uitvoeren.

8. K: Dit was ook één van de vragen die ik wou stellen. Was de coronacrisis één van de gebeurtenissen die dit beïnvloed heeft?

X: Zeker en vast. Vorig jaar was flagrant, de marktcrisis was enorm gedurende drie maanden en dit was de kans om een test te doen. Uiteindelijk was dit een opportuniteit om onze product governance en onze aanpak en processen te evalueren. Onze conclusies waren positief, de producten hebben zich gedragen zoals we gepland hadden.

9. K: Er is ook een EMT European Mifid Template die wordt gebruikt om de informatie van de targetmarket bepaald door de ontwikkelaar door te spelen aan de distributeur. Er zijn bepaalde categorieën in opgenomen : type client, kennis en ervaring. Zijn die categorieën volgens u niet té ruim ? Hoe worden die categorieën geïnterpreteerd? Heeft u de indruk dat deze vrij

gemeenschappelijk worden geïnterpreteerd of bestaan er nog veel verschillen onderling tussen de instellingen?

X: De categorie type klant vind ik persoonlijk niet te uitgebreid. MiFid heeft van bij het begin binnen retail verschillende type klanten bepaald die meer of minder bescherming nodig hebben. Bv omdat ze a priori minder 'expert' zijn.

Het misschien de categorie ervaring en kennis die vrij uitgebreid is. Soms is de klant expert in alles. Wij baseren ons op de kennis van het product, kent hij gestructureerde producten, obligaties, fondsen? En het leek ons juist dat hij ook het mechanisme kent van bijvoorbeeld een gestructureerd aanbod.

Deze ruime categorie, geeft ons de indruk dat we inperken. Maakt dit van hem een expert is moeilijk om in te schatten. Als distributeur kennen we de klant, maar vanuit de ontwikkelaar kan er moeilijk worden geoordeeld of de klant Basic, advanced of informed is.

We stellen vast dat er nog veel discussies zijn bij de ontwikkelaars over de interpretatie van deze categorieën. Sommige criteria zijn te ruim, en dus moeilijk te interpreteren op een evenwichtige manier vanuit de ontwikkelaar. We zouden moeten onderzoeken of alle fabrikanten de EMT op dezelfde manier interpreteren. Als distributeur is het niet gemakkelijk om te begrijpen wat men juist wil zeggen en welke doelgroep wordt beoogd. Het is dus niet altijd gemakkelijk om de juiste match te vinden.

10. K: Volgens mijn informatie is er nog geen gemeenschappelijke template van distributeur naar ontwikkelaar? Hoe wordt die informatie dan verstrekt? Ervaart u dit als een probleem naar uniformiteit toe bijvoorbeeld?

X: Met onze belangrijkste ontwikkelaars hebben we akkoorden i.v.m. rapportage. Rapporteringen over de doelmarkten en als we vaststellen dat de beoogde doelgroep niet voldoende in lijn ligt met de doelmarkt die voorgesteld wordt. De matching is dus in orde. Met ad hoc ontwikkelaars is dit misschien ingewikkelder zoals bij uitgevers van aandelen en fondsen.

We zien dat bij één van onze fabrikanten van fondsen er een reporting template van distributeur naar ontwikkelaar wordt uitgewerkt. Dit is nog een testfase om te kijken hoe die template werkt en of deze beantwoordt aan de objectieven van een interessante reporting. Deze ervaring kan een basis zijn om in de toekomst een reporting te ontwikkelen naar onze fabrikanten.

De EMT template was moeilijk om toe te passen en te interpreteren, maar in de omgekeerde richting zal dit nog moeilijker zijn.

11. K: Het is zo dat ik mijn thesis onder begeleiding van Professor Veerle Collaert voer. Zij heeft bepaalde kritieken op MiFid en Product Governance en ééntje daarvan is dat deze zouden leiden tot verschraving van het productaanbod. Bepaalde beleggers zouden uitgesloten kunnen worden

doordat die doelmarkt te strikt wordt toegekend waardoor die belegger, niet kan investeren in een product dat misschien wel geschikt is voor hem. Een andere hypothese stelt dan weer dat productontwikkelaars buiten de EU niet geneigd zijn veel informatie te verschaffen over het product aan de productdistributeur, net omdat ze niet onderworpen zijn aan MiFID II. De distributeur heeft hierdoor op zijn beurt te weinig informatie over het product waardoor hij het aldus niet kan opnemen in zijn aanbod. Bent u het daar mee eens?

X: Ik ben het daar niet echt mee eens. Product governance komt nadat we bepalen of het product geschikt of adequaat is. Reeds op dat moment werd het aanbod beperkt naar de eindklant omdat wij als bank een grote verantwoordelijkheid hebben bij het correct inschatten of het product wel geschikt is voor de klant op het moment van de transactie. Hier heb ik de indruk dat de Product Governance vooraf gebeurt als ik kijk naar onze situatie.

Wij zijn namelijk een Europese bank onderworpen aan MiFid 2 die hoofdzakelijk samenwerkt met Europese ontwikkelaars onder MiFid 2 en dus de regels van EMT en Product Governance volgen. Ik kan dus niet praten over de niet-Europese producten. Zodra we de suitability test doen limiteren we het aanbod.

Product Governance heeft ervoor gezorgd dat we ons steeds vooraf de vraag stellen of het product geschikt is voor de klant. We willen alle ontsporingen vermijden zoals in de crisis van 2008, dus geen producten verkopen die enkel in het oog van de ontwikkelaar interessant zijn maar niet in het belang zijn van de klant. De ontwikkelaar en de distributeur moet zich de vraag stellen of hij het product ontwikkelt enkel uit eigen winst oogmerk of in belang van de klant.

De bank zoekt in hoofdzaak wat 'conservatievere' producten omdat ons cliënteel vooral een conservatief profiel heeft. We stellen vast dat er veel klanten zijn die weinig financieel risico willen nemen en producten willen die hen elk jaar een voordeel bieden. We gaan dus weinig risico producten verdelen omdat dit klantenprofiel niet het grootste is. Dus we willen steeds nagaan wat de behoeften zijn van de klant en in functie daarvan het product ontwikkelen. Dit verplicht de ontwikkelaar om de juiste producten te maken voor de juiste klant. Het aanbod vermindert volgens mij niet, maar wij werken wel voornamelijk samen met Europese ontwikkelaars onder Mifid 2.

12. K: Een andere kritiek op de bepalingen is dat zij te verregaand zouden zijn. Beleggingsondernemingen/kredietinstellingen zouden namelijk door de verregaande regels te voorzichtig zijn geworden met hun productaanbod, net om sancties van de toezichthouder te vermijden of aansprakelijkheidsvorderingen te ontlopen. Dit zou op zijn beurt er dan weer toe leiden dat het aanbod enkel maar bestaat uit de veiligste producten, waar het rendement zeer laag is. Het grote probleem hierbij: financiële instellingen beslissen i.p.v. de cliënt in welk instrument ze al dan niet mogen investeren (= paternalisme) Ervaart u dit ook zo?

X: Als we producten verdelen kijken we naar de type klant die wil investeren. De grote massa zijn kleine spaarders. Een klein percentage van onze klanten zijn de grote fortuinen, bijgevolg hebben een kleiner aanbod dat specifiek voor die doelgroep is voorzien. Wij hebben weinig klanten die duizenden euro's willen verliezen.. Het grootste aandeel van onze klanten zijn 'voorzichtige' klanten die geen risico willen nemen op hun kapitaal. Zij vragen ook een aparte opvolging.

Ik heb niet het gevoel dat we minder producten ontwikkelen. De markten zijn natuurlijk wat ze wat ze zijn.. vandaar ontwikkelen we gestructureerde producten. We proberen regelmatig in ons aanbod tijdelijke aanbiedingen te lanceren van gestructureerde producten met een marktindicatie die toelaat dat klanten niet zoveel risico moeten nemen maar mogelijks toch kunnen profiteren van een marktvoordeel. We zoeken steeds een evenwicht in het aanbod en onze klanten.

13. K: Ik neem aan en ik merk in het interview dat u veel ervaring heeft met Product Governance. Wat vindt u zelf van de regels, vindt u ze efficiënt of zijn deze misschien te verregaand?

X: Bij nieuwe regels is er steeds een soort 'weegschaaffect'. We hebben in 2008 gemerkt dat MiFid 1 niet performant genoeg was. Dit moest rechtgezet worden. MiFid 2 is er meer intrusief op vlak van wetgeving, zowel voor wat betreft de Product Governance als suitability enz. We gaan dus veel verder.

Er zou wel een onevenwicht kunnen ontstaan tussen het bancaire milieu dat onderhevig is aan MiFID en het extra-bancaire milieu, denk aan de Bitcoin. Vandaag investeren veel mensen in de Bitcoin en dit zorgt voor een totale ontregeling. Het feit dat wij als bank kosten hebben om in regel te zijn met al deze regels zoals MiFID zorgt wel voor een vorm van oneerlijke concurrentie. Wilt u risico's nemen dan kiest u voor de Bitcoins,.. wij hebben een ander profiel.

Er is volgens mij een nieuw evenwicht nodig, misschien gaan we soms te ver in het bepalen van de regels. Sommige ontwikkelaars hebben misschien niet altijd verregaande gedetailleerde rapporten nodig. Hier zal de wetgeving moeten herzien worden. Misschien moeten we minder opdringerige maar meer efficiëntere regels bepalen. Op dit ogenblik zijn er veel richtlijnen maar we moeten ons zeker de vraag stellen of minder opdringerige regels zouden zorgen voor meer efficiëntie.

Regels zijn belangrijk maar onze regels kosten veel geld en zouden er wel voor kunnen zorgen dat het aanbod voor de klant beperkt wordt. We zijn nog een beetje in de fase waarin we dingen proberen en leren van onze fouten. Conceptueel is het in orde, we hebben wel de oneerlijke concurrentie met acteurs die zonder regels werken.

14. K: Oké. Erg bedankt voor uw tijd en expertise, het was zeer interessant om nieuwe meningen en standpunten te ontdekken.

Bijlage V – Transcriptie interview D

Geïnterviewde: X

Interviewer: Korneel Debruyn

Datum: 7 april 2021

1. K: Goedemorgen! Ik zou u eerst en vooral al erg willen bedanken om even tijd vrij te maken voor dit interview.

X: Geen probleem!

2. K: Mijn eerste vraag gaat over de twee partijen waarrond de product governance-regels draaien: de productontwikkelaar en de distributeur. Is uw instelling zowel distributeur als ontwikkelaar?

X: Wij zijn inderdaad zowel ontwikkelaar als distributeur binnen onze grotere 'groep', maar de focus van onze bank zelf ligt wel op de distributie.

3. K: Een van de product governance-verplichtingen is dat personeelsleden die betrokken zijn bij het vervaardigen van financiële producten of de distributie ervan, 'over de nodige deskundigheid beschikken'. Hoe gaat dit in zijn werk? Want dit is toch wel een vrij ruim begrip. Is er een bepaalde opleiding die voorzien wordt, door bijvoorbeeld de FSMA/NBB?

X: Het ligt toch vooral aan onszelf om dit te voorzien. Bij vorige wetgevingen zag ik vaak dat de FSMA, expres of niet expres, een beetje vrijheid toeliet en dat ze dan een beetje ging kijken hoe zij nog bijkomende info kon bieden. De basis zal binnen de banken wel hetzelfde zijn, het zal vooral verschillen qua details hoe ze met deze bepaling omgaan.

Dus daarmee is het zo dat er bij de start van zo'n nieuwe concepten zoals product governance er nog niet zo'n algemene vorming vanuit FSMA/Febelfin/... bestaat. Dat heeft wat tijd nodig.

Hoe komen wij dan aan onze informatie vraagt u zich waarschijnlijk af, hoe gaan wij dan om met zo'n bepaling als 'over de nodige deskundigheid beschikken'? Wel onze info zal enerzijds vooral van onze interne legal & compliance-afdelingen komen en anderzijds zal de marktinfo ook wel van externe advieskantoren komen (Big 4-kantoren). Zij hebben vaak een meer internationale/Europese blik hierop en dat helpt ons wel bij het toepassen van dergelijke bepalingen.

4. K: Oké. Mijn volgende vraag gaat over de doelmarkten. Verkoop buiten de doelmarkten (binnen de negatieve of buiten de positieve) is slechts mogelijk in uitzonderlijke omstandigheden. Komt dit vaak voor? Worden de geschiktheidsrapporten nauwkeurig ingevuld en opgevolgd?

X: Ik spreek nu enkel voor de fondsen (omdat ik hiermee vooral bezig ben in mijn functie). Voor de fondsen is er geen verschil: wij verkopen niet binnen de negatieve markt of buiten de *target market*. Onze honderdtal fondsen zijn allemaal aanzien als 'niet-complex' en dus toegankelijk voor de gewone retail klant. Voorlopig hebben wij daar geen speciale zaken te melden.

Wij hebben een product governance *approach* voor alles wat betreft beleggingsproducten die binnen het adviesgedeelte vallen, en een product governance voor alle beleggingsproducten die buiten advies vallen. Als we in het adviesgedeelte zitten, binnen dat aanbod, hebben wij een permanent aanbod en een tijdelijk aanbod. Bij dat tijdelijk aanbod kan je wel af en toe eens een complex product aantreffen en daar kan het dus wel eens voorkomen dat er afwijkingen zijn van de doelmarkt ja.

- 5. K:** Nu, afwijkingen van de doelmarkt zijn in principe relevant voor de productontwikkelaar en zouden dan in principe ook gemeld moeten worden. Het stelt de ontwikkelaar namelijk in staat zijn product aan te passen/te verbeteren. Doet men die melding (genoeg)? Is daar een bepaalde opgelegde standaard voor of is dat vrij in te vullen.

X: Wij hebben dat vrij ingevuld en hebben vooral gebruik gemaakt van bestaande kanalen om dat daarin mee op te nemen. Bijvoorbeeld bij de fondsen doen we één keer per jaar een controle. Maar wij krijgen de EMT-file van onze belangrijkste productontwikkelaars van onze fondsen maandelijks binnen. Dus er is eigenlijk ook een maandelijks check door onszelf.

Maar als we het echt hebben over het terugkoppelen naar de ontwikkelaar, dat gebeurt bij onze éénmaal per jaar.

- 6. K:** Oké. Wat betreft de informatieverplichtingen en evaluaties onder MiFID II is het zo dat zowel de productontwikkelaar als de distributeur gehouden zijn tot een 'regelmatige evaluatie van de producten die zij vervaardigen of aanbieden, rekening houdend met elke gebeurtenis die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt kan beïnvloeden,'. Hoe vaak wordt dit gedaan? Er blijken hiervoor geen vaste vormvereisten te zijn, op wat/welke criteria baseert men zich dan om over te gaan tot dergelijke evaluatie? Had de corona-crisis bijvoorbeeld ook een impact hierop?

X: Je hebt inderdaad ad-hoc evaluaties, als er een serieuze schok is in de markt zoals de corona-crisis. Over de corona-crisis heeft zelfs de FSMA aangegeven dat we daar best iets rond doen. Dus wij hebben toen ook een check gedaan van welke types klanten en sectoren het meeste zouden kunnen geïmpacted zijn door deze crisis.

Maar daarnaast hebben wij ook een jaarlijkse evaluatie. Dit is wel volgens een eigen ingevuld *format*, criteria door ons bepaald. Ik denk dat dit een typisch voorbeeld is dat binnen elke bank anders kan zijn.

- 7. K:** We hadden het al kort over de MiFID-template gehad. Ze wordt gebruikt om de informatie over de target market, bepaald door de productontwikkelaar, door te spelen aan de

productdistributeur. De daarin bepaalde categorieën, zoals 'type cliënt', 'kennis en ervaring' zijn vrij ruim. Zijn deze niet te ruim?

X: Je merkt wel dat de invulling van die criteria soms wel al eens verschilt ja. Een producent bijvoorbeeld, kan soms een element anders interpreteren dan ons. Bijvoorbeeld 'type investeerder': in MiFID heeft dat een hele andere betekenis dan dat wij gewoon zijn. Wij denken bijvoorbeeld aan een KMO, of een klein bedrijf. Ja, dat is een rechtspersoon dus een professionele klant, maar onder MiFID zal dat daarom nog geen professionele klant zijn. Integendeel, dit zijn vaak retailbeleggers onder MiFID. Maar goed, dat valt nog mee.

Maar als je bijvoorbeeld kijkt naar 'beleggingsdoelen'. Daar zijn veel interpretaties mogelijk. Wij hebben daar nu wel een invulling aan gegeven maar andere instellingen kunnen daar weer andere invullingen aan geven.

8. K: Dus ik ben wel juist als ik zeg dat de categorieën in de EMT door de verschillende partijen wel al eens verschillend geïnterpreteerd worden.

X: Het grootste deel worden in se wel vrij gemeenschappelijk geïnterpreteerd tussen ontwikkelaar en distributeur. Maar ook tussen de verschillende distributeurs onderling is er wel overeenstemming. Maar, er zijn per product denk ik wel details waar het verschilt. Maar bon, zo'n verschillen zijn in principe vaak miniem en zullen er volgens mij nu ook weer niet ineens toe leiden dat uw doelgroep verandert.

9. K: Oké, dan heb ik nog een laatste vraag wat betreft die EMT: In omgekeerde richting, van productdistributeur naar productontwikkelaar, is er nog geen template. Hoe wordt deze informatie dan verstrekt? Op verzoek? Hoe ervaart u het gebrek aan uniformiteit in deze richting? Leidt dit niet tot een minder efficiënte doorstroom van informatie/evaluatie van distributeur naar ontwikkelaar?

X: Ja, dat is een terechte opmerking.

10. K: Ja want als ik er zo over denk, de distributeur heeft het beste beeld van welke producten veel verkocht werden, welke niet, bij welke producten er eventueel problemen waren, Dus ik zou denken, moest er hiervoor ook een gemeenschappelijke template zijn, om de informatie van distributeur terug door te spelen naar de ontwikkelaar, dat zou misschien product governance in zijn geheel alleen maar ten goede komen?

X: Dat is zeker waar, en dat is ook denk ik wel interessant voor uw onderzoek. Nu ben ik wel al aan het nadenken, langs de andere kant, hoe zou die template er dan moeten uitzien? Want ik denk, kan je die info in een template gieten? Ik denk dat dat in deze richting moeilijker gaat,

omdat je in deze richting van distributeur naar ontwikkelaar eerder kwalitatieve in plaats van kwantitatieve feedback nodig hebt. Kwalitatieve feedback is natuurlijk moeilijker in een template te gieten.

11. K: Ik had wel al vernomen vanuit een ander interview dat er momenteel wel een werkgroep is die bezig zou zijn met het maken van deze EMT in omgekeerde richting.

X: Interessant. Dan ben ik benieuwd hoe deze er gaat uitzien.

12. K: Zo, dat gaat vlot. Nu een grote en belangrijke vraag. Professor Veerle Colaert is veel bezig met MiFID en dit soort onderwerpen, maar ze heeft toch ook wel enkele kritieken ten aanzien van de product governance-regels.

Een van de kritieken op de product governance-bepalingen is dat ze tot 'vershraling van het productaanbod' leiden. Zo is er bijvoorbeeld de hypothese dat bepaalde beleggers uitgesloten worden ten gevolge een te strikte toekenning van de doelmarkt door de productdistributeur, waardoor het product voor die belegger niet beschikbaar is hoewel dit in werkelijkheid alsnog een geschikt product voor hem kan zijn. Een andere hypothese stelt dan weer dat productontwikkelaars buiten de EU niet geneigd zijn veel informatie te verschaffen over het product aan de productdistributeur, net omdat ze niet onderworpen zijn aan MiFID II. De distributeur heeft hierdoor op zijn beurt te weinig informatie over het product, waardoor hij het aldus niet kan opnemen in zijn aanbod. Bent u het hier mee eens?

X: Wat betreft dat Europees deeltje in je vraag, daar heb ik eigenlijk minder zicht op en kan ik niet echt een correcte mening over vormen over hoe hard zij al dan niet onderworpen zijn. Als ik moet spreken voor de fondsen, daar hebben wij een regel indien het om adviesverlening gaat, moet het product sowieso goedgekeurd zijn door de FSMA in België. Dus sowieso gaat de internationale aanbieder zich aan een aantal minimum zaken moeten voldoen. Maar er zijn misschien wel andere types van producten waar die goedkeuring van de FSMA niet nodig is?

Nu wat betreft haar algemene kritiek over de vershraling van het productaanbod, ja, ik kan daar wel akkoord mee gaan. Maar het regime heeft daar veel mee te maken. Uw doelgroep kan strikter zijn in een advies-regime dan in een *execution only*-regime.

13. K: En is het ook zo dat jullie zeggen dat wanneer jullie niet genoeg informatie krijgen van een ontwikkelaar buiten de EU, dat jullie het product dan sowieso niet opnemen in jullie aanbod?

X: Ik heb een recente case gehad en daar ontbraken bepaalde juridische elementen. En inderdaad, dat kan wel een *no go* zijn voor het niet opnemen in het aanbod.

Het idee achter veel regulering is goed, maar alleen zorgt de uitwerking in de realiteit misschien soms voor neveneffecten? Zoals hier een vershraling dan. Maar voor de gewone retail klant

zorgt het natuurlijk wel voor een extra bescherming, of je dat nu positief of negatief vindt, want de iets specialere en meer exotische producten gaan er uit.

Maar die producten verdwijnen niet volledig uit beeld natuurlijk. Als je over vermogens spreekt vanaf een miljoen euro, dan is veel mogelijk hoor. Dan is uw doelgroep totaal anders. Dan kan hij aanzien worden als een professionele cliënt en ja die zal ook wel voldoende kennis hebben.

14. K: Een andere kritiek op de bepalingen is dat zij te verregaand zouden zijn. Beleggingsondernemingen/kredietinstellingen zouden namelijk door de verregaande regels te voorzichtig zijn geworden met hun productaanbod, net om sancties van de toezichthouder te vermijden of aansprakelijkheidsvorderingen te ontlopen. Dit zou op zijn beurt er dan weer toe leiden dat het aanbod enkel maar bestaat uit de veiligste producten, waar het rendement zeer laag is. Het grote probleem hierbij: financiële instellingen beslissen i.p.v. de cliënt in welk instrument ze al dan niet mogen investeren (= paternalisme) Ervaart u dit ook zo?

X: Dat is wel cru gesteld en te kort door de bocht. Maar, ja.... Ik denk dat er inderdaad twee tegengestelden zijn, als je het *high level* bekijkt, tegengestelde effecten als je echt naar de klant kijkt die rendement zoekt. De huidige markt van afgelopen jaar met lage rente zorgt ervoor dat er defensievere producten weinig tot geen rendement opleveren. Een spaarboekje niet, een kasbon ook niet, Maar je merkt nu wel bij banken en bij kleine vermogensadviseurs dat de klant die nog rendement wilt, moet bereid zijn om een hoger niveau van risico te accepteren. Ik denk bijvoorbeeld aan aandelen, een volledig aandelenfonds. Ja, daar ligt meer risico maar ook wel meer rendement.

En er zijn zo klanten die bereid zijn om een perfect gereguleerd aandelenproduct te kopen en dat hoger risico te aanvaarden. Maar inderdaad, de wetgever daarentegen, zoals je hier ziet, zal er voor zorgen dat de meest risicovolle producten niet meer in het aanbod komen. En daar zit zo wat een paradox: als je rendement wilt moet je meer risico nemen, maar de echte zware risicovolle producten mogen niet meer aangeboden worden.... Dus daar zit je wel met een paradox.

15. K: Zeer interessant om te horen. En wat is uw eigen mening? Vindt u de product governance-regels zoals geïntroduceerd in MiFID II effectief? Bereikt zij haar doelstelling, met name een betere bescherming van de belegger door het voorkomen dat hij in een niet voor hem geschikt financieel product belegt?

X: Ik denk dat de regulering niet té zwaar mag worden, waarmee je dan beleggers gaat pushen naar zaken die niet gereguleerd zijn. Je moet naar de gulden middenweg gaan. De geest achter de wetgeving is wel goed natuurlijk. De gemiddelde belegger/klant wordt er zeker beter door beschermd maar het is natuurlijk wel een enorme kost en *workload* voor banken die niet

geïnvesteed en gebruikt kan worden voor extra productontwikkeling, of extra innovatie... Dat vind ik wel het nadeel aan dergelijke zware regulering.

Wat er voor mij ook vaak ontbreekt bij die regels: het is een Europese regel, die dan mogelijk ook nog eens door elk land anders wordt geïnterpreteerd, waarbij het in elk land door de verschillende spelers ook nog eens verschillend geïnterpreteerd kan worden.... Ik denk dat het wel efficiënter kan waardoor er minder *overhead*-kosten zijn, waardoor er minder werklast is, Dat kan er misschien wel voor zorgen dat het voor een klant ook eenvoudiger te begrijpen is. Hij doet zijn *onboarding* bijvoorbeeld bij bank X en hij doet dat dan ook bij bank Y en dan ook bij bank Z. En dus in een ideale wereld zou je uw risicoprofiel moeten kunnen overdragen. Maar ja, dat is iets dat wel gevoelig zal liggen ook bijvoorbeeld naar databescherming toe....

16. K: Oké, interessante denkpiste! Dat waren mijn vragen ongeveer! Heeft u zelf nog vragen?

X: Niet meteen nee. Ik ben benieuwd naar het resultaat!