

VOORZITTER:

Hans Copini, MN

DEELNEMERS:

Thijs Aaten, APG Asset Management

Ido de Geus, PGGM Vermogensbeheer

Hans Hintzen, Hintzen Legal Solutions

Pim Rank, NautaDutilh/Universiteit Leiden

Merijn Verschuur, Blue Sky Group

Wim van Zwol, Vanguard

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Vanguard.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



MiFID II: MEER TRANSPARANTIE EN LAGERE KOSTEN

Door Hans Amesz

Het doel van MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), op 3 januari 2018 in werking getreden, is het efficiënter en transparanter maken van de Europese financiële markten en het vergroten van de bescherming van beleggers. Wat zijn de gevolgen van de nieuwe regelgeving?



Hoe is jullie organisatie met het MiFID II-project omgegaan?

Thijs Aaten: 'MiFID II heeft ervoor gezorgd dat een aantal processen moest worden aangepast of opnieuw ingericht worden.'

Ido de Geus: 'Bestaande processen zijn MiFID II-compliant gemaakt, maar we hebben de organisatie als geheel niet anders ingericht.'

Hans Hintzen: 'In het algemeen zie je meer en meer dat bedrijfsmodellen in de financiële sector worden gestuurd door financiële regulering, waaronder nu ook MiFID II.'

Merijn Verschuur: 'In de MiFID II-gap analyse kwam naar voren dat een flink aantal interne processen al aanwezig was; de processen zijn nu helder gedocumenteerd. Voor de invoering hebben we een interne task force opgericht. Vervolgens hebben er kennissessies plaatsgevonden om de bewustwording van MiFID II onder werknemers te vergroten.'

Wim van Zwol: 'MiFID II was bij ons een breed project, ook omdat we als vermogensbeheerder in meerdere landen actief zijn. We praten geregeld met toezichhouders over regelgeving waarbij we letten op klantbelang en praktische implicaties.'

Pim Rank: 'Als advocatenkantoor hebben wij cliënten bijgestaan, met nieuwsbrieven, seminars, workshops en een

> **Hans Copini** is sinds 2006 in dienst bij MN als Hoofd Vastrentende Waarden, waar hij eindverantwoordelijk is voor alle interne beheeractiviteiten op het gebied van vastrentende waarden. Dit omvat Staatsleningen, Credits en EMD. Eerder werkte Copini onder andere bij Lombard Odier, van Lanschot Bankiers en Robeco op het gebied van Fixed Income management en het beheer van beleggingsfondsen. Hij heeft een Bachelor Bedrijfseconomie van de Fontys Hogeschool Eindhoven en is DSI-geregistreerd.





> **Thijs Aaten** is sinds 2010 Managing Director Treasury & Trading bij APG Asset Management. In deze rol heeft hij ook het APG Treasury Center opgezet. Het Treasury Center is een beleggingsonderneming die optreedt als centrale tegenpartij voor pensioenfondsen en FGR's om OTC-derivatentransacties, tegenpartijrisico en onderpand gecentraliseerd te kunnen managen. Naast zijn reguliere werkzaamheden is hij ook lid van de Belegging Advies Commissies van een tweetal pensioenfondsen en board member van ISDA, de 'International Swaps and Derivatives Association'. Aaten heeft Economie gestudeerd aan de Vrije Universiteit in Amsterdam en heeft zijn Bachelor in Business Administration behaald op Nyenrode.

compleet MiFID II-team dat speciaal was opgeleid om vragen te beantwoorden. Voor cliënten die in meerdere landen actief zijn, was het onder andere een uitdaging dat de toezichtregels in het ene land veel strenger zijn dan in het andere. Sprekend als hoogleraar: wij geven ons onderwijs in Leiden al ruim twee jaar volledig op basis van MiFID II.'

Heeft de introductie van MiFID II een gelijk speelveld gecreëerd voor pensioenfondsen en hun deelnemers?

Verschuur: 'Afhankelijk van de pensioenuitvoerder valt het beheer onder verschillende vormen van regelgeving. Niet iedereen valt onder MiFID II en de vereisten en compliance verschillen daardoor. Het is interessant om te zien of dit op termijn verschil uitmaakt in de sector.'

Aaten: 'Je kunt je afvragen of je als pensioenfonds niet beter af bent qua regelgeving als je je eigen vermogen beheert. Dat mag en het enige waar je dan rekening mee moet houden, is de

Pensioenwet. Je hebt dan niet te maken met MiFID II want je verleent geen beleggingsdiensten. Een mooi voorbeeld zijn de kosten waarover je onder MiFID II transparant moet zijn. De pensioenfederatie wil ook dat je transparant bent over dezelfde kosten, maar hanteert een andere definitie. Dubbel werk dus.'

Van Zwol: 'Ik had gehoopt dat er een eenduidige manier voor het berekenen van kosten zou komen, waardoor de eindklant perfect zou kunnen vergelijken. De praktijk laat echter iets anders zien: sommige regelgeving leidt tot negatieve transactiekosten, waarbij de formule wel goed is toegepast.'

Aaten: 'De veelheid aan regelgeving betekent een voordeel voor grotere organisaties, want die kunnen waarschijnlijk toch alles beter overzien en implementeren. De trend naar consolidatie in de asset management industrie wordt hierdoor versterkt.'

Hintzen: 'Daar ben ik het mee eens. Financiële regulering is overweldigend complex geworden en dan is schaalgrootte relevant. Voor een kleinere organisatie is het lastig om alles wat met MiFID II en de financiële regulering in het algemeen samenhangt, te absorberen.'

Verschuur: 'Grotere organisaties hebben meer data te verwerken en zijn complexer. Voor middelgrote organisaties daarentegen is het overzicht en de aanpassing door regelgeving behapbaar.'

Hoe is in de aanloop naar MiFID II de interactie met de toezichthouder geweest?

Hintzen: 'Voor grote delen van MiFID II is ESMA (European Securities & Markets Authority) de primaire toezichthouder en niet langer alleen de AFM (Autoriteit Financiële Markten).'

Rank: 'Dat heel veel regels en interpretaties afkomstig zijn van verschillende toezichthouders maakt het voor de markt ingewikkelder, maar ik vind wel dat de verschillende



toezichthouders heel erg hun best hebben gedaan partijen te helpen MiFID II-compliant te worden.'

Hintzen: 'Dat is ook mijn ervaring.'

De Geus: 'Natuurlijk moeten we aan de regelgeving voldoen. Er is wel degelijk gekeken hoe MiFID II op een zo effectief mogelijke manier kan worden toegepast, zonder het hele businessmodel overhoop te halen of enorme kosten te creëren.'

Aaten: 'Voor de toezichthouders is het ook een zoektocht geweest naar hoe alle regels precies geïmplementeerd zouden moeten worden en om te komen tot exacte definities.'

Van Zwol: 'Het doel van regelgeving is goed, maar de praktijk is soms weerbarstig qua implementatie en dergelijke. Dat we voor MiFID II te maken hadden met verschillende toezichthouders, heeft geleid tot extra kosten.'

In welke mate probeert MiFID II het aandelenhandelsmodel toe te passen op OTC-producten, met name fixed income?

De Geus: 'Ik denk wel dat dat de bedoeling is. Al in 2009 is in Pittsburgh, waar toen de G-20 bijeenkwam, besloten dat de OTC-handel veel transparanter moest worden en zich op een soortgelijke manier zou moeten afspelen als de handel in beursgenoteerde aandelen. Maar de aandelen- en de OTC-markten zijn gewoon niet gelijk. Er zijn andere typen spelers, het zijn andere markten qua liquiditeit en diepgang. Volgens mij komt men er langzamerhand achter dat de route van het aandelenhandelsmodel niet realistisch is, ik hoop dat dit ook wordt erkend door de toezichthouders.'

Rank: 'Je loopt nu al aan tegen de trading obligation, de verplichting om derivaten boven de clearingdrempel op een platform te moeten verhandelen. Die verplichting resulteert vervolgens weer in een transparantieplichting.'



De Geus: 'Handelen op een platform is een positieve ontwikkeling. Waar ik minder voordeel in zie, is dat het echt een volledig transparante markt moet worden waar ieders orders altijd maar zichtbaar moeten zijn. Ik denk dat vele markten daarvoor niet liquide genoeg zijn en dan krijg je ongewenste marktimpact, waar uiteindelijk niemand belang bij heeft.'

Aaten: 'Het lijkt erop dat de toezichthouder transparantie beschouwt als uitsluitend positief. Transparantie heeft echter ook een andere kant. Het kan juist tegen de belegger werken, bijvoorbeeld bij het verhandelen van minder liquide of grote posities.'

Hintzen: 'De trading obligation is onlosmakelijk verbonden met de verplichtingen die op grond van EMIR (European Market Infrastructure Regulation) gelden. De trading obligation voor OTC-derivaten is alleen van toepassing voor zover op grond van EMIR een clearingverplichting geldt. Ik denk dat de trading obligation voor OTC-derivaten een beter

> **Ido de Geus** is Head of Fixed Income bij PGGM Vermogensbeheer. Hij is verantwoordelijk voor de beleggingen in Europese staatsleningen, Investment Grade Credits, Emerging Market Credits en de renteoverlays van PGGM's pensioenfondsklanten. PGGM beheert meer dan € 200 miljard aan vermogen van meerdere pensioenfondsen. De Geus heeft Econometrie gestudeerd aan de Rijksuniversiteit Groningen. Hij is zijn carrière in 1995 begonnen bij Rabobank International. In 2001 is hij overgestapt naar PGGM. Daar heeft hij gewerkt bij de Treasury afdeling, waar hij vanaf 2007 leiding aan heeft gegeven.





> **Hans Hintzen** is Juridisch Adviseur en interim Jurist Financieel Recht bij Hintzen Legal Solutions. Hintzen werkt sinds 2002 als zelfstandige voor banken, asset managers, verzekeraars en pensioenfondsen. Hij is gespecialiseerd in financieel recht, met een voorkeur voor OTC-derivaten, kapitaalreizen, securitisaties en institutioneel vermogensbeheer. De afgelopen jaren is Hintzen bij diverse asset managers betrokken geweest bij de implementatie van EMIR en MiFID II. Hij publiceert met regelmaat, waaronder met betrekking tot EMIR en MiFID II.

initiatief is dan de clearingverplichting onder EMIR, maar zonder de clearingverplichting was de trading obligation niet werkelijk mogelijk geweest.'

Is, na zo'n vier maanden MiFID II, het leven van een fixed income handelaar veranderd?

De Geus: 'Het is meer elektronisch dan vroeger, maar die trend was al voor MiFID II in gang gezet. Een handelaar in fixed income blijft zich zorgen maken over waar hij liquiditeit tegen welke prijs kan vinden. Daar heeft MiFID II niet veel aan veranderd.'

Aaten: 'Ik denk dat de oorspronkelijke ambitie van de regelgever was om ervoor te zorgen dat het overgrote deel van de fixed income markt als liquide zou worden geclassificeerd. Het overgrote deel van de fixed income markt moest transparant worden gemaakt. Daarom zou zeker tachtig procent van wat daar verhandeld zou worden, geclassificeerd moeten worden als liquide. Dat is niet gelukt. Als nu bij implementatie blijkt dat het overgrote deel van de fixed income markt juist niet transparant is, vermoed ik dat hier zeker opnieuw naar zal worden gekeken.'

Verschuur: 'Je kunt stellen dat het leven van een trader nauwelijks veranderd is.'

Het is zuiverder nu trading en research gescheiden zijn. Verder hoop ik dat aan de sell side meer specialisatie gaat plaatsvinden, zodat je echt goede research-huizen krijgt.

Is de OTF (Organised Trading Facility) een goede aanvulling?

Aaten: 'Ik ken eigenlijk maar één partij die iets met een OTF is gaan doen. Ik denk dat er weinig gebruik van wordt gemaakt.'

De Geus: 'Wij doen alles via MTF's en onze tegenpartijen zijn dan SI's (beleggingsondernemingen met systematische internalisatie).'

Rank: 'Het verschil tussen een gereguleerde markt en een MTF aan de ene en een OTF aan de andere kant, is dat op een gereguleerde markt MTF orders op niet-discretionaire basis worden uitgevoerd, terwijl dat op de OTF op discretionaire wijze gebeurt, waarbij de exploitant bepaalde orders niet mag uitvoeren of ze uit het orderboek mag halen. De gedachte achter de creatie van de OTF was dat de toezichthouder de discretionaire handel ook onder toezicht wilde stellen. Het effect is echter miniem, omdat op een OTF geen transacties in aandelen worden verricht en er alleen maar obligaties, derivaten en structured products kunnen worden verhandeld.'

Hintzen: 'Het register van ESMA laat zien dat er momenteel zeventien handelsplatforms beschikbaar zijn in de Europese Unie waar OTC-derivaten kunnen worden verhandeld om aan de trading obligation te voldoen. Negen daarvan zijn OTF. De grootste namen in het ESMA-register zijn allemaal MTF. Er worden dus OTF's opgezet, maar het lijkt erop dat de trading obligation mogelijk was geweest zonder de oprichting van de OTF.'

Rank: 'Voor een SI geldt dat je als beleggingsonderneming zelf wederpartij bent, dus dan handel je op eigen boek. Op een OTF match je orders van verschillende cliënten en ben je zelf geen partij.'

Aaten: 'Je moet kiezen voor een van de handelsplatformen. SI is de enige mogelijkheid om met je eigen kapitaal als tegenpartij te functioneren.'

De Geus: 'Dat is een fundamenteel verschil tussen aandelen- en fixed income markten. Op de aandelenmarkten zijn de brokers echt tussenpartijen die op zoek gaan naar kopers en verkopers en niet of nauwelijks geïnteresseerd zijn om stukken op het eigen boek te hebben of te houden. Op de fixed income markten zijn brokers ook vaak actief als koper of verkoper, dus daar bestaat de neiging om stukken, misschien tijdelijk, op het eigen boek te houden. De scheidslijn tussen broker en tegenpartij is daarmee binnen fixed income veel minder scherp dan op de aandelenmarkten.'

Rank: 'Dan is het eigenlijk ook wel logisch dat aandelen niet op een OTF verhandeld mogen worden.'

Aaten: 'Een fundamenteel verschil tussen de aandelen- en fixed income markten is natuurlijk ook de hoeveelheid securities. Je hebt per onderneming één aandeel maar diezelfde onderneming heeft misschien wel vijfhonderd verschillende obligaties uitstaan. Is het dan logisch dat aandelen niet op een OTF mogen worden verhandeld? Op de OTF gaat het erom dat matches discretionair kan plaatsvinden. Dat is juist iets wat je ook graag zou willen zien in een equity-omgeving, want je wilt eigenlijk discretie hebben over wie je tegenpartij is.'

De uitzondering voor pensioenfondsen met betrekking tot de clearing obligation expireert midden augustus. Wat staat er te gebeuren?

Aaten: 'Het zou zomaar kunnen dat er een situatie ontstaat waarbij pensioenfondsen eigenlijk wel zicht hebben op een verlenging van het uitstel met betrekking tot de clearing obligation, maar dat het niet lukt om die verlenging op tijd in werking te laten treden. Dan krijg je de vreemde situatie



dat de clearingverplichting midden augustus ingaat en dat er wellicht drie maanden later weer een vrijstelling komt.'

De Geus: 'Wat wij horen, duidt op een verlenging van de uitzondering. Ik denk dat Brussel verstandig genoeg is een praktische oplossing te verzinnen. Daar lig ik niet wakker van.'

Aaten: 'Ik ook niet, maar dat komt omdat wij kunnen clearen. Dus die periode overleven we wel. Maar ik weet niet of dat voor alle pensioenfondsen, vooral de kleinere, geldt.'

Van Zwol: 'Hopelijk wordt dat voor de kleinere pensioenfondsen opgelost, want er mag natuurlijk niemand tussen wal en schip vallen. Pensioenfondsen die via fondsen beleggen, hebben overigens geen probleem.'

De Geus: 'Het is natuurlijk zo dat pensioenfondsen grote posities hebben, maar die zijn over het algemeen vrij stabiel. Dus het transactievolume is nog te overzien. Het is bepalend

> **Pim Rank** is hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden en Of Counsel bij NautaDutilh. Zijn expertise betreft in het bijzonder derivaten, repo's, securities lending, de afdwingbaarheid van netting en collateral, custody, clearing & settlement, betaling en verrekening, cash management en financiële toezichtwetgeving. Hij is een veel gevraagd spreker op seminars op het gebied van het financieel recht. Ook schreef hij de nodige boeken, artikelen en bundelbijdragen over financieelrechtelijke onderwerpen. Hij is een P.R.I.M.E. Finance Expert.





> **Merijn Verschuur** is Investment Strategist bij Blue Sky Group. Hij adviseert klanten over strategische beleggingsvraagstukken en was onder andere nauw betrokken bij de implementatie van MiFID II. Voordat hij in 2015 bij Blue Sky Group in dienst trad, werkte hij als Fund Manager bij De Eendragt Pensioen en als Portefeuillebeheerder Aandelen bij Delta Lloyd Asset Management. Verschuur heeft een Master of Financial Economics aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, is gecertificeerd Register Beleggingsanalist (RBA) en Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

hoe lang een mogelijke tussenperiode duurt. Als we het over een paar maanden hebben, valt het voor de meeste pensioenfondsen waarschijnlijk wel mee. Als er echter veel volatiliteit op de markt is, waardoor posities bijgestuurd moeten worden, kan dat tot vervelende situaties leiden.'

Bestaat er iets als Best Execution (BE) voor OTC-producten?

Aaten: 'Conceptueel geldt BE natuurlijk voor elk product dat je verhandelt, je moet zorgvuldig kijken hoe BE moet worden ingevuld. Het lastige met OTC-producten is dat er relatief weinig data zijn om daar kwantitatief iets van te laten zien.'

Van Zwol: 'Wat betreft vergelijkingsdata heb je ook nog eens te maken met fragmentatie in Europa.'

De Geus: 'Wij gebruiken maar liefst twaalf elementen om te sturen op Best Execution. Vanwege MiFID II hebben we een paar aanpassingen moeten doen; de kwaliteit van research is

bijvoorbeeld noodzakelijkerwijs uit ons BE-beleid gehaald, maar daar zijn we tevreden over. Ik heb er vertrouwen in dat het steeds meer elektronisch handelen ertoe kan bijdragen om BE beter aan te tonen: is er op het juiste moment tegen de juiste voorwaarden gehandeld?'

Hintzen: 'Voorheen vielen OTC-derivaten grotendeels buiten de reikwijdte van BE. Onder MiFID II is BE van toepassing als OTC-derivaten worden gesloten met tegenpartijen waarmee een duidelijke cliëntrelatie bestaat.'

Rank: 'Ik heb er moeite mee dat de BE-verplichting ook geldt voor bijvoorbeeld OTC-derivaten. Op het moment dat je zelf wederpartij bent bij het afsluiten van een optie of een swap, vind ik het raar en lastig om daar in BE-termen over te denken.'

Aaten: 'Vanuit het perspectief van een asset manager vind ik dat niet raar, want die doet zaken met een heleboel verschillende tegenpartijen en weet uit ervaring dat hij bij de ene partij grotere volumes kan handelen dan bij de andere. Hij heeft voor zijn klanten de BE-verplichting om erover na te denken hoe hij dat volume in de markt gaat zetten. Ga je dat bijvoorbeeld snel doen of ga je de transactie opknippen in kleinere stukken en wat zijn de beste partijen om mee te handelen?'

Verschuur: 'Een van de factoren om te voldoen aan BE is eisen stellen aan tegenpartijen. Je wilt niet slechts één tegenpartij in de boeken hebben, zelfs niet als die consequent de laagste prijs geeft. Het is dan te overwegen om bij de trade een set van quotes te vragen aan een andere groep partijen. Dan voldoe je nog steeds aan de BE-verplichting.'

Van Zwol: 'Ondanks het feit dat we voor circa tachtig procent indexportefeuilles hebben, verhandelen we zo'n 900 miljard per jaar, waarvan een groot deel fixed income OTC is. Onze portfoliomanagers zijn ook traders, dus die kunnen over een transactie zeggen: dit staat me niet aan, los het anders op. Je moet er goed naar kijken of er partijen zijn die tegenstrijdige



belangen hebben. Het proces van BE is niet aangepast, behalve dat er sprake is van iets meer kosten, iets meer administratie en rapportage.'

Wat is het nut van research unbundling? Is er echt een scheiding tussen trading en research; gebruik je andere partijen voor research dan voor trading of gebruik je nog steeds dezelfde partijen en is er alleen een extra kostenpost omdat voor research betaald moet worden?

Aaten: 'Er zitten een hoop dingen in MiFID II waarvan ik me afvraag of dat nu goed of slecht is. Wat research unbundling betreft: dat vind ik een goede maatregel. Dat had denk ik al eerder moeten gebeuren. Ik houd niet van een pakketprijs, want dan weet ik niet wat ik voor de afzonderlijke onderdelen betaal. Dat er nu een verplichting is om trading en research volledig te scheiden, maakt mijn werk als handelaar alleen maar eenvoudiger. Ik kan me nu uitsluitend focussen op BE, op de hoogte van de commissies die ik moet betalen om trades uit te voeren, op het zoeken naar de beste liquiditeitsprovider, enzovoort.'

Van Zwol: 'Interessant is dat de prijs van research is gedaald. Als research echt zo waardevol is, zou je dat niet verwachten. Overigens zijn wij blij met de unbundling: het scheelt veel emails in de inbox, we kregen veel meer researchrapporten binnen dan we konden gebruiken.'

De Geus: 'De kosten zijn - in ieder geval op korte termijn - omhooggegaan, want je moet nu voor research betalen die je vroeger gratis kreeg, terwijl de bid/offer spreads hetzelfde zijn gebleven. Daar staat tegenover dat je nu makkelijker kunt focussen op een zo goedkoop mogelijke uitvoering zonder dat je er rekening mee hoeft te houden of je ook andere diensten (zoals research) van dezelfde partij afneemt. Dit leidde tot een prikkel om relatief veel transacties te doen met banken die goede research leverden. Het is zuiverder nu trading en

De markt voor research is aan het veranderen, wat kansen biedt voor onafhankelijke, gespecialiseerde research-huizen.

research gescheiden zijn. Ik hoop dat hierdoor op termijn de transactiekosten naar beneden gaan omdat je je meer kunt richten op de goedkoopste partij. Verder hoop ik dat aan de sell side meer specialisatie gaat plaatsvinden, zodat je echt goede research-huizen krijgt.'

Verschuur: 'De lijst van research brokers is niet per se hetzelfde als de lijst van handelsbrokers. Handelskosten zijn gelijk gebleven, terwijl de kosten voor research zijn gestegen. Transparantie is wel verbeterd omdat research niet meetelt bij de afweging voor uitvoering van een order.'

Is het aantal research-providers na de invoering van MiFID II echt gedaald?

De Geus: 'Nog niet, maar ik hoop wel dat dat gaat gebeuren. Dan blijven de echt goede research-huizen over waar veel partijen hun research afnemen en dan kunnen de kosten voor research naar beneden.'

Hintzen: 'Daarin ligt een kans voor boutiques.'

Aaten: 'De markt voor research is aan het veranderen, wat kansen biedt voor onafhankelijke, gespecialiseerde research-huizen.'

De Geus: 'Er ontwikkelen zich, denk ik, twee soorten specialismen. Sommige partijen zullen alle research eruit gooien en zich uitsluitend concentreren op trading. De logische tegenhanger daarvan zijn partijen die zich meer op research concentreren. Dan ontstaan inderdaad research boutiques.'

> **Wim Van Zwol** is Head of Benelux & Nordics van Vanguard, waar hij sinds april 2007 in dienst is. Daarvoor was hij bijna tien jaar werkzaam bij de Nederlandse custodian KAS BANK. Daarnaast is Van Zwol sinds 2002 geregistreerd beleggingsanalist bij de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA).



Aaten: 'Er waren natuurlijk altijd al onafhankelijke research-providers die niets anders deden dan rapporten schrijven en verstrekken. Hun concurrentiepositie is zeker verbeterd.'

Verschuur: 'Wij maken al jaren gebruik van onafhankelijke research-huizen.'

Komt er straks een onderscheid tussen grote brokers, die trading en research blijven doen, en de kleinere, die hun research aan de kant moeten zetten of misschien wel helemaal geen emplooi meer krijgen?

Aaten: 'Dat verwacht ik wel. Als je geen kwalitatief goede research in huis hebt en als je niet groot genoeg bent om goede researchers in dienst te nemen, zul je uiteindelijk niemand bereid vinden om daarvoor te betalen.'

De Geus: 'Van mijn collega's die aandelen doen, begrijp ik dat ze geen research meer kunnen kopen over bepaalde ondernemingen en dus feitelijk zelf research moeten doen.'

Rank: 'Onder MiFID II gelden strengere governance-regels voor beleggingsondernemingen die producten ontwikkelen en voor beleggingsondernemingen die producten aanbieden en distribueren. De vraag is: gaat dit mis-selling reduceren of zal het alleen maar negatieve gevolgen hebben voor de ontwikkeling van bepaalde producten? Mis-selling voorkomen, is zowel in het belang van beleggers als beleggingsondernemingen, want die krijgen dan geen claims van boze of gedupeerde beleggers en geen prudentiële problemen bij massa-claims. Product approval processen zijn dus goed voor beleggers en beleggingsondernemingen, maar het kan er wel toe leiden dat bepaalde producten gewoon niet meer aangeboden zullen worden.'

Is het businessmodel van fondsaanbieders als gevolg van MiFID II veranderd? Zijn bepaalde fondsen gesloten of weggehaald of worden die niet meer aangeboden?

Van Zwol: 'Nee, bij ons niet. Dat komt omdat onze fondsen rechttoe rechtaan zijn. Dat is al jaren het geval, dus wat dat betreft zitten wij wel goed. Aanbieders van te dure of te kleine fondsen zullen het sowieso lastig krijgen, los van MiFID II.'

Je zou kunnen stellen dat MiFID II naast een verplichting tevens een soort certificaat is dat de institutionele klant meer comfort geeft.

MiFID II maakt een onderscheid tussen afhankelijk en onafhankelijk advies. Zorg dat voor toegevoegde waarde?

Rank: 'Het is lastig om dat vanuit juridisch perspectief te beoordelen. Een beleggingsonderneming moet nu aangeven of zij onafhankelijk of niet-onafhankelijk (lees afhankelijk) advies geeft. Onafhankelijk advies moet aan een aantal voorwaarden voldoen, de belangrijkste daarvan is dat je in je advisering ook producten van andere partijen moet betrekken. De gedachte is dat dat toegevoegde waarde zou hebben. Ik vind dat, als gezegd, lastig te beoordelen. Als cliënt wist je toch dat als je van een bepaalde beleggingsonderneming een advies kreeg, die partij er op zijn minst een lichte voorkeur voor zou hebben om haar eigen producten te verkopen. Dan kon je naar een andere partij gaan om ook daar advies te vragen, onder het motto: ik wil weten waar ik aan toe ben. Zo bezien, heeft een verschil tussen onafhankelijk en afhankelijk advies niet verschrikkelijk veel additionele waarde.'

Aaten: 'Als je de beleggingsdienst vermogensbeheer verleent, moet je sowieso handelen in het belang van de klant. Het gaat vooral om de perceptie van de klant. Wij moeten formeel zeggen: dit is een niet-onafhankelijk advies. Vindt de klant dat ook of kijkt hij daar anders tegenaan? Niet-onafhankelijk is vooral een juridische kwalificatie, het advies an sich kan uitstekend zijn.'

Rank: 'Er is nog een MiFID II-verplichting, namelijk dat een advies vergezeld moet gaan van een zogenaamde geschiktheidsverklaring, wat betekent dat het geadviseerde product geschikt moet zijn voor de klant. Is dat wenselijk?'

Aaten: 'Een hoop zaken die wellicht bedoeld zijn als bescherming van retailklanten worden doorgetrokken naar professionele beleggers. Dat zou weleens meer administratieve rompslomp op kunnen leveren dan daadwerkelijke bescherming van de professionele beleggers.'

Hintzen: 'Voor een retailbelegger kan de geschiktheidsverklaring wel degelijk van toegevoegde waarde zijn. In dit licht kan ik me overigens voorstellen dat een retailbelegger zoveel informatie te verstouwen krijgt dat het hem misschien helemaal niet is opgevallen dat het advies, waaraan de geschiktheidsverklaring hangt, op onafhankelijke wijze is verstrekt.'

Er is nogal wat te doen geweest over vakbekwaamheidseisen. Er moeten weer opleidingen worden gevolgd om weer DSI-geregistreerd te worden. Wat zijn de consequenties daarvan?

Aaten: 'Je zult moeten voldoen aan de gestelde eisen. Ik begrijp echter dat daarover nog geen volledige duidelijkheid bestaat.'

Rank: 'Ik ben lid van de accreditatiecommissie DSI en kan zeggen dat we vanaf januari overuren draaien bij het bekijken van allerlei opleidingen en concept-examens. Voor retail is het werk nu zo'n beetje gedaan, maar voor institutionelen is het nog in full swing. Sommige partijen hebben zich wellicht vrij laat gerealiseerd dat hun oude certificaten en breveteringen niet meer voldeden omdat de vakbekwaamheidseisen allemaal zijn aangescherpt.'

Wanneer komt daar meer duidelijkheid over?

Rank: 'De AFM en DSI trekken daarvoor samen op en wel op een prettige manier. De bedoeling is om zo ongeveer in juni/juli het beeld rond te hebben.'

Zijn er nog slotopmerkingen?

Hintzen: 'Er zijn maar weinigen die alles met betrekking tot MiFID II overzien. En naast MiFID II zijn er nog de Banking Union, Capital Markets Union, Bazel III, Solvency II, EMIR, enzovoort. Het financieel recht is veel omvangrijker geworden dan, zeg, zo'n twintig jaar geleden. Toen besloeg het enkele honderden bladzijden, nu omvat het vele duizenden bladzijden.'

De Geus: 'Wat mij zorgen baart, is dat de regelgevers een weg zijn ingeslagen die moet leiden tot compleetheid en



uitputtendheid, maar iedereen weet dat dat nooit zal worden bereikt. Het gevolg is dat regelgevers telkens met meer regels komen om mogelijke mazen in de wet te dichten. Daar komt bij dat de diverse instanties met hun eigen regels komen om hun eigen specifieke problemen aan te pakken. Daar mis ik de regie van bovenaf.'

Verschuur: 'Veel processen verplicht onder MiFID II waren intern al aanwezig. Je zou kunnen stellen dat MiFID II naast een verplichting tevens een soort certificaat is dat de institutionele klant meer comfort geeft.'

CONCLUSIE

Voor grote delen van MiFID II is ESMA de primaire toezichthouder en niet langer alleen de AFM. Dat heel veel regels en interpretaties afkomstig zijn van verschillende toezichthouders maakt het voor de markt ingewikkelder, maar de verschillende toezichthouders hebben hun best gedaan partijen te helpen MiFID II-compliant te worden. MiFID II stelt verplicht dat derivaten boven de clearingdrempel op een platform moeten worden verhandeld. Die verplichting resulteert vervolgens weer in een transparantieplichting. Vroeger vielen OTC-derivaten grotendeels buiten de reikwijdte van Best Execution. Onder MiFID II is dit van toepassing als OTC-derivaten worden gesloten met tegenpartijen waarmee

een duidelijke cliëntrelatie bestaat. Dat er nu een verplichting is om trading en research volledig te scheiden, wordt over het algemeen toegejuicht. De verwachting is dat het aantal research-providers zal afnemen en alleen de echt goede research-huizen overblijven. Volgens MiFID II moet een advies vergezeld gaan van een zogenoemde geschiktheidsverklaring; die kan voor een retailbelegger wel degelijk van toegevoegde waarde zijn. Wat betreft regelgeving in het algemeen geldt dat er steeds meer regels zullen komen om mogelijke mazen in de wet te dichten. Diverse instanties komen met hun eigen regels om hun eigen specifieke problemen aan te passen. Daar is regie van bovenaf wenselijk.