

# De nieuwe provisieregels voor vermogensbeheer en distributie van beleggingsinstellingen en ICBE's

Mr. R.E. Batten<sup>1</sup>

## Samenvatting

In dit artikel worden de provisieregels behandeld die in Nederland gelden voor de distributie van alle soorten beleggingsfondsen door alle denkbare typen beleggingsdienstverleners. Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen het provisieverbod dat in de markt voor particuliere beleggers geldt en de regels welke voor institutionele beleggers gelden. Daarna wordt de interpretatie van enkele bijzondere gevallen door de AFM en door de wetsgeschiedenis in ogenschouw genomen. Vervolgens wordt beknopt vooruitgeblikt op de nieuwe regels die MiFID II in januari 2017 zal introduceren en wordt ingegaan op enkele actuele vragen, namelijk:

1. Mag een medewerker van een beleggingsdienstverlener een bijeenkomst bijwonen die door een fondsaanbieder wordt (mede)gefinancierd?
2. Mag een fondsaanbieder een distributeur mee uit eten nemen?
3. Mag een fondsaanbieder zijn distributeur helpen bij de marketing?
4. Moet een beleggingsdienstverlener transparant zijn over provisies in natura, en zo ja, hoe?
5. Mag een individueel vermogensbeheerder of een onafhankelijke beleggingsadviseur in de toekomst nog wel gratis researchrapporten van brokers ontvangen?

---

<sup>1</sup> Mr. R.E. (Ron) Batten is senior policy adviser bij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS).

## Inleiding

De thans geldende provisieregels zijn nog steeds gebaseerd op hetgeen MiFID I<sup>2</sup> in 2004 bepaalde. In Nederland heeft de wetgever op 1 januari 2014 voor distributie van open-end beleggingsinstellingen (die vallen onder de AIFM-richtlijn) en ICBE's (die vallen onder de UCITS-richtlijn) naar particuliere beleggers (in vaktaal: de retailmarkt ofwel particuliere markt) een 'marktbreed totaal verbod'<sup>3</sup> ingevoerd. Maar in de markt gelden voor anderen dan particuliere beleggers (namelijk professionele beleggers en in aanmerking komende tegenpartijen<sup>4</sup>, oftewel de institutionele markt)<sup>5</sup> nog steeds de normen van MiFID I.<sup>6</sup>

Toezichthouders buigen zich thans over de vraag in hoeverre MiFID I conferenties, seminars, hospitality, (verschijnselen die worden gekwalificeerd als provisie) toestaat. De nieuwe MiFID II-normen werpen hun schaduw nu al vooruit en geven hier nieuwe regels voor. ESMA stelt voor om in het kader van MiFID II de ontvangst van broker research-rapporten ook als provisie te beschouwen. MiFID II zal, na inwerkingtreding op 3 januari 2017 (ervan uitgaande dat de Nederlandse wetgever de richtlijn tijdig implementeert), strengere provisieregels kennen dan MiFID I, ook voor de institutionele markt. MiFID II verbiedt alle provisie voor 'onafhankelijk advies' en voor individueel vermogensbeheer. Execution only-dienstverlening blijft buiten schot.

## Definities

MiFID I definieert 'provisie' niet, maar de Wet op het financieel toezicht (Wft) wel. In artikel 1:1 Wft wordt provisie gedefinieerd als:

*'beloning of vergoeding, in welke vorm dan ook, voor het bemiddelen of adviseren ter zake van een financieel product of het verlenen van een beleggingsdienst of neven-dienst'.*

---

2 Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004, Pb. L 145 van 30 april 2004.

3 Er bestaat een aantal uitzonderingen op dit 'totaal verbod', vandaar dat deze formulering van de wetgever tussen aanhalingstekens is geplaatst.

4 MiFID II zal de categorie 'in aanmerking komende tegenpartijen' schrappen. Zie daarvoor artikel 4, lid 1, onderdelen 10 en 11.

5 Zie artikel 168a, lid 2, onderdeel c, Bgfo.

6 Neergelegd in artikel 168a, Bgfo zoals dit op 31 december 2013 luidde.

Provisie is dus niet alleen geld, maar omvat ook transacties in natura. De term 'bemiddelen of adviseren' verwijst naar dienstverlening door financiële dienstverleners<sup>7</sup> in de zin van de Wft (dat zijn vooral assurantietussenpersonen en kredietbemiddelaars). De provisieregels daarvoor vallen buiten het kader van dit artikel. De term 'verlenen van een beleggingsdienst of nevendienst' is relevant voor de distributie van beleggingsinstellingen en ICBE's/UCITS (hierna: beleggingsfondsen). Er is alleen sprake van door de wet gereuleerde provisie als er een vergunninghoudende beleggingsdienstverlener bij betrokken is.

Maar wat is het verlenen van een beleggingsdienst? Dit wordt gedefinieerd in Annex I van MiFID I (een annex die in MiFID II wordt gehandhaafd) en is overgenomen in artikel 1:1 Wft onder de definitie van 'verlenen van een beleggingsdienst'. Het verlenen van een beleggingsdienst is:

- a. het ontvangen en doorgeven van orders (orderremisiers);
  - b. het uitvoeren van orders;
  - c. het beheren van een individueel vermogen;
  - d. het adviseren over financiële instrumenten; en
- e/f. het overnemen of plaatsen van financiële instrumenten (met en zonder plaatsingsgarantie).<sup>8</sup>

Ondernemingen die één of meer van de hierboven vermelde diensten verlenen zijn beleggingsondernemingen. In het vervolg van dit artikel wordt gesproken van 'beleggingsdienstverlener', en niet van 'beleggingsonderneming'. Dit is omdat bedacht moet worden dat ook een ICBE-vergunning (met Europees paspoort), een AIFM-vergunning (zonder Europees paspoort in de particuliere markt) en een bankvergunning toestaan dat de houder daarvan (onder voorwaarden) activiteiten zoals beleggingsadvies, individueel vermogensbeheer en execution only-diensten mag verrichten voor klanten. Ook financiële dienstverleners hebben onder voorwaarden een beperkte bevoegdheid voor distributie van beleggingsfondsen. De term 'beleggingsdienstverlener' en 'distributeur' worden afwisselend gebruikt als synoniem voor elkaar.

---

7 In dit artikel wordt de term 'financiële dienstverlener' uit artikel 1:1, Wft gebruikt. Deze wettelijk gedefinieerde groep ondernemingen omvat niet alle verleners van financiële diensten, maar slechts een beperkte selectie daaruit (in de praktijk vallen onder financiële dienstverleners-zonder-spate vooral assurantietussenpersonen en kredietbemiddelaars).

8 Voor de goede orde: het 'verrichten van beleggingsactiviteiten' wordt buiten beschouwing gelaten. Dit zijn 'ondersteunende' diensten (ancillary services) die men alleen in combinatie met een beleggingsdienst mag verrichten.

## Provisieregels in MiFID I

Artikel 26 van de MiFID uitvoeringsrichtlijn, behorende bij de MiFID I richtlijn, bepaalt dat provisie verboden is, tenzij een van de uitzonderingen op het provisieverbod van toepassing is. Van 1 november 2007 tot 1 januari 2013 was de MiFID I-regel als zodanig in Nederland geïmplementeerd.<sup>9</sup> Er zijn, bij wijze van uitzondering op dat verbod, drie categorieën van provisies toegestaan. In de eerste plaats is dat provisie die de klant zelf heeft betaald of zelf heeft ontvangen. De tweede categorie bestaat uit vergoedingen die de dienstverlening mogelijk maken of die noodzakelijk zijn voor de dienstverlening, zoals bewaarloon, afwikkelings- en beursvergoedingen, wettelijke heffingen, juridische kosten. Deze categorie heet in jargon 'proper fees'.

De derde categorie van toegestane provisies, en in de praktijk de belangrijkste, is de provisie van of aan een derde onder een drietal voorwaarden. Die 'derde' is in dit verband de beleggingsdienstverlener die de financiële instrumenten (deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en ICBE's zijn ook financiële instrumenten) distribueert. De drie voorwaarden waaronder provisie aan die distributeur is toegestaan zijn (cumulatief):

- de provisie is transparant voor de klant;
- de provisie komt kwaliteit van de dienstverlening ten goede;
- de provisie doet geen afbreuk aan de plicht van de onderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt.

Deze regels gelden in de hele Europese Unie, maar Nederland en het Verenigd Koninkrijk hebben na invoering van MiFID I strengere provisieregels opgesteld voor de particuliere markt. In Nederland gelden de bovenstaande regels daarom nog wel in de institutionele markt, maar niet meer in de particuliere markt.

## Het Nederlandse verbod in de particuliere markt

Sedert 1 januari 2013<sup>10</sup> is volgens artikel 168a Bgfo, het geven en ontvangen van provisie verboden, ongeacht het soort dienstverlening (dus zowel bij beleggingsadvies, individueel vermogensbeheer als bij execution only-dienstverlening) ten aanzien van open-end beleggingsinstellingen en ICBE's. Aanbieders en distributeurs kregen de tijd tot 31 december 2014 om zich aan de nieuwe regels aan te passen, maar zijn wel verplicht om de in die periode ontvangen provisie door te geven aan de klant. In februari 2013

---

9 In artikel 168a, Bgfo. Zie Stb. 2007, nr. 406 (implementatiewet), nr. 407 (AMvB) en nr. 408 (inwerking-tredingsbesluit).

10 Artikel 168aa, lid 2 onder 3, Bgfo.

sloten de vijf grootste banken in Nederland op het gebied van fondsendistributie een 'herenakkoord' met de AFM, waarin zij afspraken om op vrijwillige basis de provisie af te schaffen per 1 januari 2014<sup>11</sup>, één jaar voor de wettelijke deadline.

In geval van reeds vóór 1 januari 2014 aangegane transacties met particuliere klanten in andere financiële instrumenten dan open-end beleggingsinstellingen en ICBE's, die na 1 januari 2014 nog lopen (dat zijn dus financiële instrumenten met een vaste looptijd) geldt eerbiedigende werking.<sup>12</sup> Omdat artikel 168a, Bgfo (oud) nog steeds voor bepaalde groepen transacties geldt, is het opmerkelijk dat de bepaling niet meer in het Bgfo staat. Ook [www.wetten.nl](http://www.wetten.nl) heeft de oude tekst niet meer staan bij het Bgfo zoals dat thans geldt, terwijl de bepaling feitelijk nog wel geldt in de institutionele markt. Alleen voor nieuwe producten met een vaste looptijd geldt het Nederlandse provisieverbod. Daarmee is volgens de wetgever een level playing field geschapen met regels voor provisie bij levensverzekeringen.

### **Uitzonderingen/reikwijdte**

Het Nederlandse provisieverbod is een nationale marketingregel. Het verbod richt zich tot beleggingsdienstverleners<sup>13</sup>, maar niet tot andere typen ondernemingen, dus bijvoorbeeld niet tot beleggingsinstellingen en ICBE's. De fondsaanbieders mogen dus wel provisie blijven aanbieden, maar beleggingsdienstverleners mogen dat in een aantal gevallen niet meer aanvaarden. Dat is van grote praktische betekenis, omdat op deze wijze Nederlandse fondsaanbieders buiten Nederland goed kunnen blijven concurreren in landen waar provisie wel is toegestaan.

Het Nederlandse provisieverbod voor beleggingsfondsen heeft een ruime reikwijdte, maar er bestaat een aantal uitzonderingen. Provisie is verboden, behalve:

- voor activiteiten die niet onder de definitie van 'verlenen van een beleggingsdienst' vallen;
- voor het overnemen en plaatsen van financiële instrumenten met of zonder plaatsingsgarantie;<sup>14</sup>
- indien betaald door de eindklant;<sup>15</sup>

---

11 Zie het Nieuwsbericht van de AFM van 14 feb. 2013, getiteld 'Beleggingsondernemingen schaffen vrijwillig distributievergoeding af'. De tekst van het 'herenakkoord' tussen AFM en de zes betrokken banken (ABN-Amro, BinckBank, ING Bank, Van Lanschot, Rabo, SNS) en de AFM is niet openbaar gemaakt.

12 Artikel 168aa, lid 1, Bgfo.

13 Banken kunnen op grond van hun bankvergunning alle activiteiten verrichten die beleggingsondernemingen ook mogen verrichten. Zie artikel 2:97, Wft.

14 Dit zijn wel beleggingsdiensten, maar deze vallen buiten het bestek van dit artikel, omdat het geen beleggingsadvies, vermogensbeheer of execution only-dienstverlening is.

15 Artikel 168a, lid 2, onder a, Bgfo. Provisie is merkwaardig genoeg niet toegestaan als de klant die zelf ontvangt.

- in geval van vergoedingen die de dienstverlening mogelijk maken of die noodzakelijk zijn voor de dienstverlening, zoals bewaarloon, afwikkelings- en beursvergoedingen, wettelijke heffingen, juridische kosten (proper fees);
- bij dienstverlening aan professionele beleggers of in aanmerking komende tegenpartijen;
- bij verbonden agenten;
- als het closed-end beleggingsinstellingen betreft;<sup>16</sup>
- als het andere financiële instrumenten met een vaste looptijd betreft;
- bij een beleggingsonderneming uit een andere EU-lidstaat met een Europees paspoort (grensoverschrijdende dienstverlening zonder bijkantoor<sup>17</sup>);
- in geval van 'relatiegeschenken' kleiner dan € 100,-.

In geval van deze uitzonderingen gelden de hierboven besproken MiFID I provisieregels.<sup>18</sup>

Oorspronkelijk stelde de Nederlandse wetgever voor om een algeheel provisieverbod bij beleggingsinstellingen en ICBE's voor de hele markt, particulier en institutioneel, in te voeren.<sup>19</sup> Uiteindelijk heeft de wetgever ingezien dat een dergelijk verbod niet wenselijk is. Het zou ervoor zorgen dat pensioenfondsen niet langer kortingen zouden kunnen bedingen op de beheervergoeding die beleggingsfondsen in rekening brengen.

Omdat het provisieverbod niet geldt in de institutionele markt en levensverzekeraars deelnemingsrechten in beleggingsfondsen kopen voor de levensverzekeringen die zij in de particuliere markt aanbieden (waar sedert 1 januari 2013 een provisieverbod geldt), is er thans een discussie gaande over de vraag of levensverzekeraars nog wel provisie zouden moeten kunnen ontvangen van fondsaanbieders. De huidige provisieregels en ook de MiFID II-regels staan dat formeel wel toe. Er is nog geen nieuw standpunt van het ministerie van Financiën bekend over deze provisie van verzekeraars.<sup>20</sup>

---

16 Closed-end beleggingsinstellingen zijn beleggingsinstellingen waarvan de deelnemingsrechten niet op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald. Bij open-end beleggingsinstellingen is dat wel het geval. ICBE's zijn per definitie open-ended.

17 Zie artikel 4:1, lid 1, sub b, en lid 2, Wft.

18 Zoals neergelegd in artikel 168a, (oud) Bgfo.

19 'Actieplan financiële sector' van toenmalig minister van Financiën De Jager (kamerstuk 31.980, nr. 38) van 15 maart 2011. Zie ook de 'provisiebrief' van minister De Jager van 20 oktober 2011 aan de Tweede Kamer (kamerstuk 31.980, nr. 55).

20 Sommige verzekeraars zien hierbij als probleem dat dan een in het verleden afgesloten product, waarvan zij de voorwaarden niet meer ten nadele van de klant kunnen wijzigen, daardoor structureel verlieslatend zou (kunnen) worden.

### Financieel planner

De AFM heeft zich in enkele nieuwsberichten uitgelaten over de wijze waarop het nieuwe Nederlandse provisieverbod voor de particuliere markt geïnterpreteerd moet worden. De eerste vraag was of een fondsaanbieder een onafhankelijke financieel planner mag betalen voor advies aan zijn klanten. De AFM heeft in een nieuwsbericht<sup>21</sup> gezegd dat dit mocht, omdat de financieel planner geen beleggingsonderneming is, maar dat zij de voorkeur geeft aan directe betaling door de klant.

Daarnaast heeft de AFM opgemerkt dat financieel planners niet betaald mogen worden voor 'vergunningplichtige' werkzaamheden. En daarin schuilt de kern van de zaak, want de financieel planner zelf is voor zijn activiteiten als financieel planner niet vergunningplichtig. De aanbieder besteedt hier niet-vergunningplichtige werkzaamheden uit aan een externe financieel planner zonder AFM-vergunning. En dat is geoorloofd. De voorkeur van de AFM voor directe betaling door de klant wordt niet door de wettelijke regels ingegeven, maar door de gedachte dat daardoor de 'agency-problematiek' wordt vermeden. Op deze agency-problematiek wordt verderop in dit artikel nader in gegaan.

### Nationaal regime

Een tweede, en voor de hand liggende, vraag was of het provisieverbod ook zou gelden voor het 'nationaal regime'. Met het nationaal regime wordt bedoeld een uitzondering op de beleggersbeschermingsregels voor gevallen waar de financiëledienstverlener adviseert over beleggingsinstellingen en ICBE's.

De AFM is van mening dat het provisieverbod ook geldt voor financiëledienstverleners onder het nationaal regime. De AFM citeerde daarbij oorspronkelijk het ministerie van Financien, dat vindt dat *'er (...) geen objectieve rechtvaardiging lijkt te zijn om de provisies, die beleggingsondernemingen verschaffen aan financiëledienstverleners, onder het nationaal regime in stand te houden'*. Hier citeert de AFM het ministerie van Financiën, maar dit citaat door de AFM stond echter niet in de nota van toelichting bij de wetsteksten zelf.<sup>22</sup>

Of er eerbiedigende werking is voor provisie ontvangen door financiëledienstverleners (voor contracten van vóór 1-1-2013) hangt volgens de AFM af van de vraag in welke hoedanigheid de bank of verzekeraar de provisie verschaft.<sup>23</sup> De vraag is dus: welke

---

21 AFM nieuwsbericht Provisie en financieel plannen van 7 februari 2014.

22 AFM nieuwsbericht Provisieverbod beleggen geldt ook voor financiële dienstverleners Nationaal regime, van 12 februari 2014. De zinsnede is later door de AFM uit het nieuwsbericht gehaald, waarschijnlijk omdat het geen citaat was uit de Nota van Toelichting in Stb. 2013, nr. 537, maar uit de feedback statement bij de consultatie van het Wijzigingsbesluit financiële markten 2014.

23 AFM nieuwsbericht Provisieverbod beleggen geldt ook voor financiële dienstverleners Nationaal regime, van 12 februari 2014.

activiteiten worden verricht waarvoor de provisie wordt gegeven? Of, in nog andere woorden: wat is de verpakking (in vaktaal: de wrapper) of de gedaante van het financiële product? De wrapper bepaalt dus volgens de AFM welk provisieregime van toepassing is. Als de wrapper een unit linked verzekering is, geldt het provisieverbod van financiële-dienstverleners. Als het gaat om beleggingsdienstverlening door beleggingsondernemingen<sup>24</sup> geldt het provisieverbod dat voor beleggingsondernemingen is geschreven.

Deze interpretatie van de AFM is echter ogenschijnlijk in strijd met wat de wetgever heeft bedoeld. De wetgever heeft financiële dienstverleners die onder het nationaal regime voor beleggingsondernemingen vallen, buiten het provisieverbod voor beleggingsondernemingen gehouden.<sup>25</sup> Financiële dienstverleners die onder het nationaal regime vallen, vallen echter wel onder het provisieverbod voor financiële dienstverleners<sup>26</sup>, ook wanneer zij hun beleggingsdiensten verlenen zonder dat er een combinatie is met een complex product of een hypothecair krediet.<sup>27</sup>

Toch is hetgeen de AFM met zijn interpretatie wil bereiken in lijn met de verdere bedoelingen van de wetgever, omdat deze een 'waterbedeffect' wil vermijden; de wetgever wil niet dat het provisieverbod wordt ontgaan, door de distributie vanwege de provisie te verleggen van beleggingsdienstverleners naar financiële dienstverleners onder het nationaal regime.

### **Algemene marketingvergoedingen bij execution only**

Het Nederlandse provisieverbod staat provisies ook bij execution only niet toe. Dat is omdat ook bij execution only-dienstverlening de selectie van fondsen die 'op de plank' liggen (mede) bepaald kunnen zijn op basis van provisies. En omdat het maken van een uitzondering voor execution only kan leiden tot een 'ongewenst waterbedeffect', waarbij voor dienstverleners een prikkel kan ontstaan om klanten richting het bedieningsconcept te sturen waarvoor nog provisies mogen worden ontvangen.<sup>28</sup>

De AFM is van mening dat, *'als aanbieders betalen voor advertenties op de websites of in de tijdschriften van een distributeur, (...) mogelijk de distributeur economisch afhankelijk wordt van de betaler. Dit kan ertoe leiden dat het assortiment wordt gestuurd door aanbieders die betalen.'*<sup>29</sup> En dat laatste is precies wat ook de wetgever met het provisieverbod wil voorkomen. Het ministerie van Financiën schrijft daarover:

---

24 En banken, ICBE's en beleggingsinstellingen, want die mogen dezelfde diensten verlenen op grond van een andere vergunning.

25 Artikel 11, lid 1 en 2, jo. artikel 35a, lid 1, Vrijstellingsregeling Wft.

26 Artikel 86c, lid 3, Bgfo.

27 Nota van Toelichting in Stb. 2013, nr. 537, p. 47 en 51.

28 Nota van Toelichting in Stb. 2013, nr. 537, p. 30.

29 Een AFM bericht van 12 mrt. 2014.



*'Bij vermogensbeheer kan door provisies een prikkel bestaan voor beleggingsondernemingen om het beleggingsproduct met de hoogste provisie in de portefeuille van de klant op te nemen, terwijl dit niet per sé het beste product is voor de klant. Ook bij beleggingsadvies geldt dat provisies een prikkel kunnen geven om het product met de hoogste provisie te adviseren aan de klant. Daarnaast kunnen provisies ervoor zorgen dat al bij het samenstellen van het assortiment een voorselectie wordt gemaakt op basis van de hoogte van de provisies die de beleggingsonderneming zal ontvangen. Deze voorselectie bepaalt uit welke beleggingsproducten de klant vervolgens kan kiezen.'*<sup>30</sup>

Het is dus niet de bedoeling dat het advies gekleurd wordt door de aanbieder die voor die werkzaamheden betaalt. De overheid wil hiermee het probleem oplossen dat economen de 'agency theory' noemen, in het Nederlands vertaald als de principaalagenttheorie.<sup>31</sup> In deze theorie kijkt men niet alleen naar de belangen van de opdrachtgever (de principaal), maar ook naar de belangen van de uitvoerder (de agent). De opdrachtgever (de belegger) kan denken dat de agent (in ons geval de beleggingsdienstverlener) in zijn belang handelt, omdat hij dat zo met de agent heeft afgesproken. Maar als de belangen van de agent niet gelijk zijn aan die van de klant en als de agent bovendien een (grote) informatievoorsprong heeft, dan kan het handelen van de agent afwijken van de verwachting van de opdrachtgever. Die belangen kunnen veranderen door bepaalde prikkels, zoals bepaalde vormen van beloning. Economen noemen dat perverse prikkels. Pervers is wel heel sterk uitgedrukt, maar onwenselijk is het wel als de perceptie zou kunnen worden gewekt dat de beleggingsdienstverlener niet in het belang van zijn klant zou handelen.

Niet alle marketinguitgaven kwalificeren als (verboden) provisie. De AFM zegt dan ook dat algemene marketinguitgaven die niet kwalificeren als provisie in de zin van de Wft, toegestaan blijven.<sup>32</sup> Dus: als een distributeur een banner of reclame-uiting op een website plaatst van een derde (geen financiële onderneming of aanbieder van financiële instrumenten), valt dit niet onder het provisieverbod. Deze vergoedingen hebben geen relatie met de beleggingsdienst.'

In zo'n geval ontsnapt men dus aan het provisieverbod, omdat de website of het tijdschrift geen vergunning heeft als beleggingsdienstverlener (en men dus geen beleggingsdiensten verleent) en er (daardoor) geen relatie is met individuele transacties of klanten. Immers, als een onderneming diensten wil verrichten met betrekking tot transacties in

---

30 Nota van Toelichting in Stb. 2013, nr. 537, 29-30. De wetgever vindt dit kennelijk een heel belangrijk punt, want op p. 26-27, 28 van de toelichting staan vrijwel identieke teksten.

31 Voor een beschrijving en uitgebreide verkenning van deze economische theorie, zie Kathleen M. Eisenhardt, Agency theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, vol. 14, no. 1. (Jan. 1989), pp. 54-74.

32 Een AFM bericht van 12 mrt. 2014.

beleggingsinstellingen of ICBE's (dat zijn tenslotte financiële instrumenten in de zin van artikel 1:1, Wft), dan is daar een vergunning als beleggingsdienstverlener voor nodig.

### **Aanbrengvergoedingen, genereren van leads**

Als het gaat om het genereren van 'leads', dan is dat tegenwoordig geen beleggingsdienstverlening meer, omdat de 'cliëntremisier' sedert de invoering van MiFID I als vergunningplichtige is geschrappt.<sup>33</sup> Een website die dus voor een beleggingsadviseur, voor een vermogensbeheerder of voor een fondsbeheerder leads genereert mag daarvoor een beloning (ook wel aanbrengvergoeding of tipgeld genoemd) ontvangen die gerelateerd is aan de gegenereerde leads. Een beloning per set naw-gegevens is niet in strijd met het provisieverbod.

Maar het is wel van belang dat de lead generator zich verre houdt van beleggingsadvies, dus niet meer doet dan het aanleveren van naw-gegevens. Aanbrengvergoedingen zijn toegestaan bij beleggingsdienstverlening, als die niet afhankelijk zijn van het al dan niet tot stand komen van een (advies)overeenkomst met een bepaalde klant.<sup>34</sup> De AFM heeft er voor Nederland voor de particuliere markt een hele Q&A<sup>35</sup> aan gewijd. Daaruit blijkt dat aanbrengvergoedingen verboden zijn m.b.t. beleggingsdienstverlening aan een bepaalde belegger. Volgens de AFM mogen aanbrengvergoedingen wel in de Nederlandse particuliere markt als zij eenmalig zijn en geen relatie hebben met de beleggingsdienst. Zij mogen dus bijvoorbeeld niet afhankelijk zijn van een dienstverleningscontract met die aangebrachte klant. De lead generator mag dus wel beloond worden voor duizend leads, maar niet voor duizend leads minus negenhonderd spijtoptanten. Als duizend leads leiden tot honderd klanten, mag er wel beloond worden voor duizend leads, maar niet voor honderd klanten.

### **Welkomstbonussen**

Een welkomstbonus is een methode waarbij de aanbieder de klant betaalt voor het afsluiten/kopen van een product en de klant met dat geld de adviseur betaalt. De aanbieder betaalt dus indirect de adviseur. Deze methode kwam in de praktijk voor in de verzekeringswereld. Maar de provisieregels zijn dusdanig vergelijkbaar, dat de interpretatie van de AFM in dit geval ook van belang kan zijn voor de wereld van de beleggingsproducten. De AFM heeft bepaald<sup>36</sup> dat welkomstbonussen verboden zijn, omdat zij het advies van onafhankelijk adviseurs kunnen beïnvloeden. Onder het provisieverbod mag de

---

33 Zie op de website van de AFM bij 'Veelgestelde vragen' het antwoord op de vraag: Hoe meld ik mij bij de AFM aan als cliëntremisier?

34 Nota van Toelichting (Stb. 2013, nr. 537), p. 51.

35 <[www.afm.nl/nl/professionals/diensten/veelgestelde-vragen/provisieverbod-beleggingsondernemingen/aanbrengvergoedingen.aspx](http://www.afm.nl/nl/professionals/diensten/veelgestelde-vragen/provisieverbod-beleggingsondernemingen/aanbrengvergoedingen.aspx)>

36 AFM nieuwsbericht van 31 mrt. 2014 over welkomstbonussen.

aanbieder de adviseur niet betalen voor advies en/of bemiddeling, niet rechtstreeks en ook niet indirect.

### Verbonden agenten

Betalingen tussen een beleggingsonderneming en een aan deze beleggingsonderneming verbonden agent blijven toegestaan.<sup>37</sup> Verbonden agenten zijn personen die onder volledige en onvoorwaardelijke verantwoordelijkheid van slechts één beleggingsonderneming (zijn principaal) optreden en voor rekening van die beleggingsonderneming bepaalde beleggingsdiensten verlenen.

Verbonden agenten zijn uitgezonderd van de vergunningplicht voor beleggingsondernemingen, onder de voorwaarde dat hun principaal volledig voor hen verantwoordelijk is.<sup>38</sup> De uitzondering voor verbonden agenten is gemaakt, omdat deze volgens de wetgever niet aan ongewenste prikkels bloot staan en omdat zij op grond van artikel 4:89a, Wft verplicht zijn om een cliënt te informeren over de hoedanigheid waarin zij optreden en hoe zij worden beloond.<sup>39</sup>

Uiteraard kunnen ook andere beleggingsdienstverleners, zoals banken, ICBE's, beleggingsinstellingen en zelfs financiële dienstverleners (onder het nationaal regime), werken met verbonden agenten.

### Nieuwe Europese provisieregels van MiFID II

In januari 2017 zal MiFID II aanpassing van de provisieregels in Nederland noodzakelijk maken. MiFID II brengt de provisieregels van de lagere Uitvoeringsrichtlijn ('level 2', vergelijkbaar met een AMvB in Nederland) voor een deel naar het hogere niveau van de richtlijn van de Raad en het Europees Parlement ('level 1', vergelijkbaar met een wet in formele zin in Nederland).

De provisieregels voor execution only-beleggingsdienstverlening en niet-onafhankelijk beleggingsadvies blijven in MiFID II nagenoeg ongewijzigd ten opzichte van MiFID I. Wel is in MiFID II de verplichting opgenomen tot het doorgeven van ontvangen provisie aan de klant in geval van onafhankelijk beleggingsadvies en individueel vermogensbeheer (portfolio management). De tekst luidt: *'met betrekking tot de dienstverlening aan cliënten aanvaardt en behoudt de beleggingsonderneming geen provisies, commissies*

---

37 Artikel 168c, lid 2, onderdeel d, Bgfo.

38 Artikel 2:97, lid 5, Wft.

39 Zie ook de Nota van Toelichting in Stb. 2013, nr. 537, p. 52.

*of geldelijke of niet geldelijke tegemoetkomingen die worden betaald of verstrekt door een derde partij (...)*<sup>40</sup>

Ook hier wordt weer een verband gelegd met beleggingsdienstverlening. De 'derde partij' betekent hier een ander dan de klant of de beleggingsadviseur danwel de vermogensbeheerder.

### **Wat is beleggingsadvies?**

Voor deze nieuwe Europese provisieregels in MiFID II is van belang wat adviseren precies inhoudt. Adviseren betekent volgens de Wft: adviseren m.b.t. specifieke financiële instrumenten aan een bepaalde cliënt. Is het dus een algemeen advies, niet gericht tot een specifieke cliënt of niet met betrekking tot een specifiek instrument, dan valt het niet onder de reikwijdte van het provisieverbod. MiFID II definieert 'beleggingsadvies' als: *'het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt, hetzij op diens verzoek hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming, met betrekking tot één of meer transacties die met financiële instrumenten verband houden'*.<sup>41</sup>

### **Wat is onafhankelijk advies?**

MiFID II koppelt het predikaat 'onafhankelijk' aan een provisieverbod. Wie zegt dat hij onafhankelijk adviseur is, mag geen provisie ontvangen.<sup>42</sup> De richtlijn omschrijft ook wat onafhankelijk advies is:

*'De onderneming beoordeelt een voldoende groot aantal op de markt verkrijgbare financiële instrumenten die voldoende divers moeten zijn wat type en emittenten of productaanbieders betreft om ervoor te zorgen dat de beleggingsdoelstellingen van de cliënt naar behoren kunnen worden gerealiseerd en die niet beperkt mogen zijn tot financiële instrumenten die worden uitgegeven of verstrekt (...) door de beleggingsonderneming zelf of door entiteiten die nauwe banden met de beleggingsonderneming hebben.'*<sup>43</sup>

MiFID II zegt dus dat men een voldoende breed palet aan financiële instrumenten moet analyseren van voldoende verschillende aanbieders en niet alleen uit eigen huis of van gelieerde partijen.

---

40 Artikel 24, lid 7 en 8, MiFID II.

41 Artikel 4, lid 4, MiFID II.

42 Artikel 24, lid 7, MiFID II.

43 Artikel 24, lid 7, MiFID II.

Deze omschrijving is ontleend aan de definitie van onafhankelijk advies uit de richtlijn Verzekeringsbemiddeling.<sup>44</sup> Daar is gebleken dat het heel moeilijk is om die definitie in de praktijk uit te voeren. Immers, wanneer is de analyse breed genoeg, qua aantal financiële instrumenten dat wordt aangeboden? Moet men het hele beleggersuniversum bekijken, inclusief producten die in Nederland nog niet worden aangeboden? Of alleen een deel daarvan? Vermoedelijk is een analyse van wat in de mededingingsregelgeving heet de 'relevante markt' ruim voldoende: men analyseert alleen de aangeboden producten die voor elkaar inwisselbaar zijn (substitueerbaar) en dus met elkaar concurreren.

ESMA zal hierover nog nader advies opstellen ten behoeve van de Europese Commissie, die uiterlijk in juni 2015 een Uitvoeringsrichtlijn zal vaststellen. Het concept ESMA-advies<sup>45</sup> maakt de criteria in MiFID II niet werkelijk operationeel. Wel is het van belang op te merken dat een beleggingsdienstverlener volgens ESMA zowel onafhankelijk als niet-onafhankelijk advies kan geven<sup>46</sup>, dat kan vermoedelijk afhangen van het product waarover geadviseerd wordt, van de business unit, etc. Men kan concluderen dat buiten Nederland en het Verenigd Koninkrijk (waar het provisieverbod voor de particuliere markt alle beleggingsdienstverleners verbiedt provisie te ontvangen) de distributeur voor een belangrijk deel zelf kan bepalen of hij onafhankelijk advies geeft of juist niet, dus of hij provisie mag ontvangen en behouden of niet.

Wanneer is het door de onafhankelijke adviseur geanalyseerde productenscala 'voldoende divers'? Als beleggingsadviseur mag men natuurlijk verzekeringsproducten eruit filteren, omdat men geen vergunning als assurantietussenpersoon heeft. Men mag zich vermoedelijk niet beperken tot een productenscala dat van eigen makelij is, zoals 'huisfondsen'. Maar het is wel logisch dat men zich beperkt tot de categorieën producten waarin men zelf diensten verleent. Adviseert men bijvoorbeeld niet over 'structured notes' of over bepaalde typen obligaties, bepaalde typen fondsen, etc., dan behoeven die ook niet in de analyse betrokken te worden. Een relevante markt kan beperkt worden door de wensen van de klant zelf, als hij/zij bijvoorbeeld graag maatschappelijk verantwoord wil beleggen of islamitisch<sup>47</sup> wil beleggen, beperkt dat de relevante markt.<sup>48</sup>

---

44 Richtlijn 2002/92/EC van het Europese Parlement en de Raad van 9 december 2002, Publicatieblad EG L 009, 15/01/2003, p. 0003-0010.

45 ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549), pagina 126-130.

46 ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549), pagina 128 en 129.

47 Islamitisch beleggen wil zeggen beleggen conform de normen van de Koran en de Sharia, doorgaans onder begeleiding van een panel van islamitische geestelijken. Islamitisch beleggen wordt wel beschouwd als een vorm van maatschappelijk verantwoord beleggen, omdat er belegd wordt op basis van een ethisch/moreel normenkader.

48 Zie ook het Conduct of Business Source Book, guidance van de Britse Financial Conduct Authority, hoofdstuk 6.2A, Describing advice services, artikel 12 (COBS 6.2A.12).

Om aan het criterium 'voldoende divers' te voldoen zal het in veel gevallen echter nog steeds om een behoorlijk aantal producten gaan (ook producten die men nog niet op de plank heeft liggen), dat men moet analyseren. Als een beleggingsdienstverlener in de particuliere markt zich bijvoorbeeld niet specialiseert in bepaalde categorieën producten, zal de relevante markt al snel bestaan uit alle beleggingsproducten waarmee aan de wensen en behoeften van de particuliere belegger kan worden voldaan.<sup>49</sup>

Op basis van de Level 1 tekst van MiFID II zit er bij beleggingsadvies (in tegenstelling tot individueel vermogensbeheer) nog wel wat ruimte voor het ontvangen van provisie. Als het advies namelijk geen betrekking heeft op specifieke financiële instrumenten, maar algemener is, dan is het geen beleggingsadvies. Dan is ook de vraag niet van belang of dat advies onafhankelijk is of niet. Dat betekent overigens niet dat degene die de beleggingsopinie uit, daarvoor niet aansprakelijk zou kunnen zijn; een goede disclaimer blijft noodzakelijk!

### Provisie in natura en 'minor non-monetary benefits'

Het onderwerp van provisie in natura is tot voor kort nauwelijks besproken geweest. In Nederland heeft de wetgever er zich tot nu toe van afgemaakt door te bepalen dat 'relatiegeschenken' zijn toegestaan tot € 100,- per jaar.<sup>50</sup>

### Uitzondering op provisieverbod

Vermoedelijk zal deze uitzonderingsbepaling moeten worden herzien (of in reikwijdte worden beperkt tot de particuliere markt en voor de institutionele markt worden aangevuld) als MiFID II in werking treedt. omdat MiFID II, bepaalt dat:

*'Kleine niet-geldelijke tegemoetkomingen die de kwaliteit van de aan de cliënt geboden dienst kunnen verhogen en van zodanige omvang en aard zijn dat zij niet kunnen worden geacht afbreuk te doen aan de plicht van de beleggingsonderneming om te handelen in het belang van de cliënt, moeten duidelijk bekend worden gemaakt en zijn van deze bepaling uitgesloten'.<sup>51</sup>*

Deze bepaling introduceert vier criteria voor de beoordeling van provisie in natura, namelijk (vrij vertaald):

- I. verbeteren van de kwaliteit van de dienstverlening;
- II. de plicht van de beleggingsonderneming om te handelen in het belang van de klant;

---

49 Zie ook COBS 6.2A.11 en COBS 6.2A.13.

50 Artikel 168a, lid 2, onder e, Bgfo.

51 Artikel 24, lid 7 onder b, en lid 8, MiFID II.

- III. de omvang en aard van de provisie in natura;
- IV. transparant maken van de provisie.

### Conferenties, seminars & hospitality

De Britse Financial Conduct Authority heeft guidelines<sup>52</sup> gegeven voor conferenties, seminars en hospitality, en ESMA<sup>53</sup> doet dat in zijn discussion paper ook. De AFM heeft zich er nog niet over uitgesproken. Conferenties en seminars kunnen naar de mening van de schrijver van dit artikel niet onder het begrip relatiegeschenken worden geschaard. Dit geldt ook voor hospitality. Volgens de Nota van Toelichting gaat het bij relatiegeschenken om 'kleine geschenken die in het normale handelsverkeer gebruikelijk zijn'.<sup>54</sup> Tot € 100,- per persoon per jaar zijn die dus vrijgesteld van het Nederlandse provisieverbod, maar wellicht zal MiFID II die norm verruimen. Dit plafond van € 100,- geldt overigens niet voor de institutionele markt.

In het vervolg van dit artikel zal veelvuldig gerefereerd worden aan de opinie en guidance van de Britse Financial Conduct Authority, de Britse toezichthouder op financiële markten. Daarvoor zijn drie redenen, namelijk:

- I. de provisie-regimes in Nederland en het Verenigd Koninkrijk zijn vergelijkbaar;
- II. de Britse toezichthouder liep al in de tijd dat ESMA nog CESR was, voorop in provisie-discussies en is daarin heel invloedrijk en vernieuwend;
- III. het feit dat vanuit Londen 36%<sup>55</sup> van de Europese markt wordt bedient.

Aanbieders die vanuit het Verenigd Koninkrijk de Nederlandse markt bedienen, hoeven zich in Nederland niet aan de FCA-interpretaties te houden, maar aan die van de AFM, omdat marketingregels een bevoegdheid van het 'host country' is. Toch is zo'n Britse interpretatie voor Nederland ook van belang zolang de AFM er geen uitspraak over heeft gedaan, omdat de basis ervoor in dezelfde MiFID I regels ligt. Los hiervan vraagt de Britse moederonderneming van zo'n aanbieder vaak wel van dergelijke ondernemingen dat zij één lijn trekken in hun marktwerking in Europa. Zeker in een markt als de Nederlandse met een vergelijkbaar provisieregime.

Zowel de Britse toezichthouder FCA als ESMA zijn van mening dat ook conferenties, seminars en hospitality vormen van provisie zijn. En dus vallen zij onder de provisieregels, maar komen zij ook redelijk snel in aanmerking voor de uitzondering op het verbod.

---

52 Zie Financial Conduct Authority, Supervising retail investment advice: inducements and conflicts of interest, FG14/1.

53 ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549).

54 Stb. 2013, nr. 537, p. 52.

55 Financial Conduct Authority, Discussion on the use of dealing commission regime: Feedback on our thematic supervisory review and policy debate on the market for research, July 2014 (DP14/3), p. 44.

De Britse FCA heeft hierover in januari 2014 voor de Britse markt nieuwe regels vastgesteld.<sup>56</sup> De Britse branchevereniging van vermogensbeheerders IMA heeft zijn misnoegen over deze nieuwe regels geuit. Volgens hen kunnen hierdoor Engelse vermogensbeheerders geen culturele- of sportevenementen meer sponsoren.

ESMA stelt in navolging van de FCA nu voor om te komen tot een lijst van redelijke en proportionele provisie in natura<sup>57</sup>, waarop ESMA vervolgens voorstelt te plaatsen:

- I. information or documentation relating to a financial instrument (including financial research) or an investment service. This information could be generic in nature or personalised to reflect the circumstances of an individual client;
- II. participation in conferences, seminars and other training events on the benefits and features of a specific financial instrument or an investment service; and
- III. hospitality of a reasonable de minimis value, this could for example include food and drink during a business meeting or a conference, seminar or other training events mentioned under II.

Hospitality is volgens de Oxford dictionary: 'the friendly and generous reception and entertainment of guests, visitors, or strangers'. In verband met het woord generous (gul) is het vooral van belang wat bedoeld wordt met redelijke de minimiswaarde, en vooral wat 'de minimis' wil zeggen. Volgens de Oxford dictionary betekent de minimis: 'too trivial or minor to merit consideration', te gering dus om aandacht waard te zijn. Men mag dus wel gul zijn, maar op een zo kleine schaal dat het niet van belang is. Het spanningsveld is duidelijk. Het is maar de vraag of deze interpretatie en implementatie van de regelgeving door een lagere wetgever veel praktische soelaas zal bieden.

Wanneer is een provisie in natura, zoals een conferentie, seminar of hospitality, redelijk en proportioneel? ESMA laat zich er in zijn consultation paper inzake MiFID II (een concept advies aan de Europese Commissie over de MiFID II uitvoeringsrichtlijn) niet over uit. Maar de Britse FCA heeft zich er al wel over uitgelaten in zijn meergenoemde Finalised Guidance (FG14/1).

Het mag volgens de FCA niet gaan om pure entertainment (puur amusement) en de inhoud mag geen excuus zijn voor amusement. De aanbieder mag een bijdrage geven in de werkelijke, redelijke kosten van een evenement waar medewerkers van zijn klanten komen, indien (kort samengevat):

---

<sup>56</sup> Zie Financial Conduct Authority, Supervising retail investment advice: inducements and conflicts of interest, FG14/1.

<sup>57</sup> ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549), pagina 123.



- a. de aanbieder een actieve rol vervult op het evenement;
- b. de distributeur het leeuwendeel van de kosten betaalt;
- c. de aanbieder slechts datgene betaalt wat in verhouding staat tot de tijd die hij krijgt en het aantal aanwezigen op het evenement;
- d. de aanbieder een bijdrage geeft in de werkelijke, redelijke kosten van de bijeenkomst;
- e. deelname aan de bijeenkomst een redelijke (financiële) waarde heeft, die proportioneel is en niet extravagant;
- f. de lokatie niet in het buitenland is;
- g. distributeurs gelijk behandeld worden (dus commercieel belang van bepaalde klanten boven andere is geen criterium voor de behandeling).

Dit hoeft waarschijnlijk niet het einde te betekenen van sponsoring van sport en cultuur door aanbieders (zoals fondsbeheerders en individueel vermogensbeheerders), maar het betekent wel dat het moeilijker, zo niet onmogelijk, wordt om zakelijke relaties (zoals een distributeur van fondsen) bij wijze van *hospitality* gratis een bezoek aan een concert, wedstrijd of museum aan te bieden. Dat is immers puur amusement. Het zou het aantal zakelijke redenen die een financiële onderneming heeft om kunst, cultuur en sport te sponsoren, beperken<sup>58</sup> en daarom moet er rekening mee worden gehouden dat de sponsoring ook in volume afneemt.

Of de AFM deze interpretatie in Nederland overneemt is op het moment van schrijven van dit artikel niet duidelijk. Maar in de Nederlandse context, waarin de rijksoverheid steeds meer bezuinigt op cultuur<sup>59</sup> en sport<sup>60</sup>, zou het wellicht maatschappelijk onwenselijk zijn als de cultuursector en de sportsector extra moeilijkheden ondervinden indien naast de liquiditeitsstroom uit overheidssubsidie, ook de sponsoring uit een deel van het bedrijfsleven zou opdrogen. Wat in ieder geval is toegestaan, is de situatie waarin de fondsaanbieder de kaartjes voor een puur amusement-evenement regelt voor de medewerker van de beleggingsdienstverlener en de medewerker of zijn werkgever de kosten ervan vergoedt aan de aanbieder (of rechtstreeks zelf betaalt).

De Britse FCA bespreekt alleen evenementen georganiseerd door de distributeur, waar de (fonds)aanbieder aan bijdraagt. Andersom gelden vermoedelijk *mutatis mutandis* dezelfde regels en criteria, als de (fonds)aanbieder iets organiseert voor zijn distributeurs. Als het evenement echter wordt georganiseerd door een onderneming of instelling die

---

58 Die redenen zijn vaak op hoofdlijnen een combinatie van amusement en *hospitality* (sky boxen en VIP-plaatsen) met reclame en netwerk mogelijkheden. Alleen de laatste twee redenen blijven over, zodat er voor de sponsor uit de financiële sector geen reden is om extra zitplaatsen voor het evenement te kopen voor zijn klanten, omdat hij die toch niet meer gratis mag uitdelen.

59 Zie de beleidsnota Meer dan kwaliteit: een nieuwe visie op cultuurbeleid, kamerstuk 32.820, nr. 1.

60 Zie Mulier instituut sociaal-wetenschappelijk sportonderzoek, Recessiepeiling gemeenten 2013, Doorwerking economische recessie op gemeentelijk sportbudget, juli 2013.

geen vergunning heeft als financiële onderneming en die ook niet hoeft te hebben (een mediabedrijf of een financiële planner), dan zijn de provisieregels niet van toepassing. Pas wel op dat dit geen ontduiking wordt van het provisieverbod.

De Britse FCA bespreekt in zijn guidance niet de vraag of aanbieders ook potentiële klanten mogen uitnodigen voor een conferentie, seminar en hospitality. Dat is goed verklaarbaar als men op het standpunt staat dat bij potentiële klanten een conferentie, seminar en hospitality niet kan worden gekwalificeerd als provisie, omdat er geen verband is met een transactie in één of meer specifieke financiële instrumenten en ook niet met een dienstverleningscontract.

Een complicatie voor het toepassen van de redeneringen van ESMA en de FCA op de Nederlandse particuliere markt is dat het Bgfo niet toestaat dat provisie aan de eindklant zélf (de particuliere belegger) wordt uitbetaald.<sup>61</sup> Dat zou betekenen dat als conferenties, seminars en hospitality als provisie worden gekwalificeerd, men ook de eindklant die particuliere belegger is, niet zonder meer zou mogen uitnodigen voor dergelijke evenementen en ook niet voor puur amusement.

### Verbetering van de dienstverlening

ESMA stelt in zijn in mei 2014 verschenen consultation paper over MiFID II<sup>62</sup> voor, om conferenties, seminars en hospitality te rekenen tot de toegelaten 'minor non-monetary benefits'. De bijbehorende randvoorwaarden van 'verbetering van de kwaliteit van de dienstverlening' en 'handelen in het belang van de klant'<sup>63</sup> worden door de Britse FCA nader ingevuld in het hierboven genoemde document. ESMA interpreteert in zijn advies over MiFID II 'verbetering van de kwaliteit van de dienstverlening' op een verrassende manier. ESMA is van mening dat de kwaliteit van de dienstverlening verbetert als men door dergelijke provisies in natura een breder productenpallet kan aanbieden. Maar er is volgens ESMA géén sprake van verbetering van de kwaliteit van de dienstverlening, indien provisie:<sup>64</sup>

1. gebruikt wordt om goederen of diensten te betalen die essentieel zijn voor de ontvangende onderneming in zijn gewone activiteiten;
2. niet zorgt voor een aanvullende of hogere kwaliteit van dienstverlening boven de wettelijke eisen;

---

61 Artikel 168a, lid 2 onder a, Bgfo. In de institutionele markt mag dat wel, want daar geldt de MiFID I norm van artikel 168a, lid 2, onder a (oud), Wft, waar wordt gesproken van 'provisies die worden verschaft door of aan de cliënt'.

62 ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549).

63 Artikel 26, Uitvoeringsrichtlijn MiFID I en overweging 74 van MiFID II.

64 ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549), pagina 124.

3. de onderneming direct bevoordeelt zonder tastbaar voordeel of waarde voor de eindklant;
4. geen symmetrie vertoont met de dienstverlening, met andere woorden: 'an ongoing inducement is not related to an ongoing service'.

Op basis van het definitieve advies van ESMA, dat in december 2014 zal verschijnen, zal de Europese Commissie een Uitvoeringsrichtlijn opstellen met de definitieve regels. Intussen is vanuit diverse kanten kritiek geleverd op deze voorstellen van ESMA. Om met het laatste punt te beginnen: afwezigheid van dergelijke symmetrie (doorlopende beloning voor doorlopende dienstverlening) kan transactiegeoriënteerd advies (ook wel 'hit and run advies' genoemd) in de hand werken.

Bij het criterium genoemd onder 1 kan men zich afvragen waar die provisie in natura dan wél voor mag worden gebruikt, als de kernactiviteiten er niet mee betaald mogen worden. Overigens wordt opgemerkt dat in de praktijk voor dienstverlening door derden gewoon met giraal of chartaal geld wordt betaald; weinig toeleveranciers accepteren betaling in natura.

In criterium genoemd onder 2 stelt ESMA zwaardere wettelijke eisen voor dan de richtlijn m.i. toelaat. Als de Europese Commissie deze eisen zou overnemen, zou zij buiten haar bevoegdheden treden die zij als instelling van de Europese Unie heeft. Zo ontstaat het risico op een aanvaring met het Europees Parlement, die de Uitvoeringsrichtlijn moet goedkeuren.

Het derde criterium betekent dat de provisie in natura ook nut moet hebben voor de klant. Dat is een goed hanteerbaar criterium, omdat provisie in geld kan (en vaak moet) worden doorgegeven aan de klant. Tevens leidt het bijwonen van conferenties en seminars tot vergroting van kennis en inzicht bij de beleggingsdienstverleners, die vervolgens wordt ingezet ten gunste van de eindklant.

### **Mag een fondsaanbieder een distributeur mee uit eten nemen?**

Een zeer praktische vraag voor medewerkers van fondsaanbieders en hun gesprekspartners bij de banken en andere distributeurs van fondsen aan particuliere beleggers is, of zij nog wel met elkaar mogen lunchen, dineren of een kopje koffie drinken. De wetgever interpreteert het Nederlandse relatiegeschenkenplafond (€ 100,-)<sup>65</sup> zo dat het gaat om 'kleine geschenken die in het normale handelsverkeer gebruikelijk zijn'. De wetgever zegt verder dat 'hierbij kan worden gedacht aan de jaarlijkse kerstgeschenken of kleine promotieartikelen die incidenteel worden verstrekt aan relaties'.<sup>66</sup> Het relatie-

---

65 Artikel 168a, lid 2, sub e, Bgfo.

66 Stb. 2013, nr. 537, p. 52.

geschenkenplafond komt ook voor in het provisieverbod in de verzekeringsmarkt.<sup>67</sup> Daar wordt gezegd dat: *'hierbij moet worden gedacht aan het op incidentele basis verschaffen van kleine promotieartikelen of het verschaffen van een fles wijn als kerstgeschenk aan het einde van het jaar'*.<sup>68</sup>

Een belangrijk verschil tussen een relatiegeschenk enerzijds, en een lunch, een diner of kopje koffie anderzijds, is dat het genot van een relatiegeschenk niet met de gever gedeeld wordt. Dit doet vermoeden dat een lunch, diner of kopje koffie niet zonder meer valt onder relatiegeschenken en dus niet gebonden is aan het Nederlandse relatiegeschenkenplafond voor de distributie van fondsen in de particuliere markt.

Een zakelijke afspraak tussen een medewerker van een aanbieder en van een distributeur, die (uiteraard) gaat over de zakelijke aspecten van de relatie en eventuele vragen en problemen die zich in die context voordoen, zouden naar de mening van de schrijver in elk geval moeten mogen worden besproken gedurende een lunch of diner. Soms is een vergaderzaal met systeemplafond, formica tafels en vergaderkoffie te prefereren en soms een horecagelegenheid. Zolang de inhoud van de bespreking maar zakelijk is en gezelligheid niet voorop staat, zou dat geoorloofd moeten zijn. Het kan dan wel verstandig zijn om per lunch/diner/kopje koffie een gespreksverslag te maken, waaruit blijkt dat de bespreking ging over zakelijke aangelegenheden en niet over koetjes en kalfjes.

Of de aanbieder of de beleggingsdienstverlener de rekening van de horecagelegenheid betaalt, zou dan niet meer van belang hoeven te zijn in het kader van ongewenste prikkels. Maar om elke twijfel uit te sluiten kan iedere deelnemer aan de lunch/het diner voor zichzelf betalen. Of men kan de rekening delen of met elkaar afspreken beurtelings de horecarekening te betalen.

Het is wellicht cultuurgebonden, maar in Nederland zou men kunnen zeggen dat lunchen of dineren in een restaurant met één of meer Michelinsterren als extravagant kan worden beschouwd. Of zou de grens pas bij twee Michelinsterren liggen? Wellicht geldt in de Belgische cultuur dat lunchen of dineren in een restaurant met zelfs drie Michelinsterren niet als extravagant moet worden beoordeeld. Hoewel het relatiegeschenkenplafond naar mijn mening niet van toepassing is, is een andere mogelijke benaderingswijze om het Britse criterium van 'niet extravagant' te vervangen door een grensbedrag in euro's per persoon.

---

67 Artikel 86c, lid 2, onder d, en 86d, lid 1, onder d, Bgfo.

68 Stb. 2012, nr. 695, p. 89.

Een andere randvoorwaarde over de kostenverdeling bij conferenties en seminars van de Britse FCA zou ertoe leiden dat de fonds aanbieder de medewerker van zijn klant wel mag uitnodigen, maar de rekening moet delen c.q. ieder zijn eigen consumpties moet betalen. Maar die randvoorwaarde is voor wat betreft lunches, diners, etc. niet te rijmen met de voorgaande interpretatie over 'extravagant'.

Het is nog niet duidelijk wat het standpunt is van de AFM en ook is niet bekend wat de Britse FCA ervan vindt. Dergelijke vragen zijn door de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) bij de AFM neergelegd en door de Britse Investment Management Association bij de FCA.

### Hulp bij marketing door distributeur

Als de fonds aanbieder de distributeur zou helpen bij de marketing van zijn product, valt dat ook onder provisie in de zin van de Wft (als de distributeur een beleggingsdienstverlener is). De Britse FCA beschouwt het ook als provisie. In de meer besproken Finalised Guidance FG14/1 heeft de Britse FCA ook hiervoor enkele criteria aangedragen.

In de eerste plaats mag de aanbieder hier niet overdreven royaal in zijn. In de tweede plaats mag de aanbieder zijn distributeur geen vergoeding geven voor bijeenkomsten tussen distributeur en aanbieder. Tenslotte is het aanleveren van conceptartikelen toegestaan en mogen de kosten van plaatsing worden vergoed. Maar slechts tegen marktcondities, exclusief distributiekosten en zonder dat de distributeur als gevolg van kostenvergoedingen een significante winst boekt.

De Britse FCA is verder van mening dat de aanbieder de distributeur mag betalen voor marketinginformatie (dat kan kennelijk ook als provisie gekwalificeerd worden), maar alleen kostendekkend en het moet zakelijk bruikbare informatie betreffen. Daarnaast moet de aanbieder aannemelijk maken dat de kwaliteit van de dienstverlening wordt verbeterd.

### Transparantie over provisies in natura

ESMA stelt voor dat beleggingsondernemingen een lijst moeten gaan bijhouden met alle ontvangen en verstrekte provisies.<sup>69</sup> Het bijhouden van zo'n lijst maakt het toezicht op de naleving door de toezichthouder eenvoudiger en maakt het voor de beleggingsdienstverlener eenvoudiger om te laten zien en zelf te controleren dat hij de regels naleeft.

---

69 ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549), pagina 123. Vermoedelijk zouden ook andere beleggingsdienstverleners dit moeten doen.

Ook de hierboven besproken kleine provisie in natura moeten transparant gemaakt worden door de beleggingsdienstverlener. Hoe dat moet is een (nog) niet geregelde kwestie, maar de website van de onderneming lijkt de uitgelezen plek. ESMA gaat daar in zijn consultation paper ook niet op in.

Als een medewerker van een beleggingsdienstverlener deelneemt aan een conferentie of seminar die door een aanbieder is georganiseerd, zal hij doorgaans geen idee hebben van de financiële tegenwaarde. Maar hij kan in elk geval op zijn lijst zetten dat hij heeft deelgenomen aan een conferentie of seminar op een bepaalde datum, met een bepaalde naam of over een bepaald onderwerp, georganiseerd door een bepaalde (fonds)aanbieder. Als daar alle zakelijke besprekingen van alle medewerkers van de beleggingsdienstverlener tijdens lunches, diners en kopjes koffie bij komen, wordt de transparantie een onleesbare exercitie. Een goede oplossing zou zijn om zo'n lijst op aanvraag beschikbaar te stellen en daarvan mededeling te doen richting de klant van de beleggingsdienstverlener.

De besproken inhoud en de aanwezige marktpartijen, met name tijdens een kopje koffie, lunch of diner, kan vaak concurrentiegevoelige informatie zijn, en hoeft naar mijn mening niet te worden vermeld in zo'n transparante lijst. De informatie moet uiteraard wel ter beschikking van de toezichthouder staan, zodat die kan verifiëren dat de doelstelling zakelijk was.

### Researchrapporten

ESMA is van mening dat broker-researchrapporten een vorm van provisie in natura zijn.<sup>70</sup> ESMA constateert ook dat beleggingsdienstverleners in de praktijk researchrapporten vaak ontvangen van de brokers waarbij zij orders voor klanten uitvoeren en ziet daar een belangentegenstelling. Dat geldt niet alleen bij researchrapporten, maar ook bij maatwerkrapporten, analytische modellen, excursies voor beleggers, 'corporate access'<sup>71</sup> en dienstverlening inzake marktdata.

Een beleggingsdienstverlener zou in de verleiding kunnen komen om de orderstroom meer richting een bepaalde broker te sturen. Bijvoorbeeld om steeds waardevollere extra diensten, zoals broker-researchrapporten, gratis te kunnen krijgen. En hij zou volgens ESMA zelfs in de verleiding kunnen komen om nodeloze transacties uit te voeren op de cliëntportefeuilles om maar aan die researchrapporten te komen (churning). Daarnaast zou de beleggingsdienstverlener lagere tarieven met zijn broker kunnen afspreken, zodat de extra diensten expliciet kruislings gesubsidieerd worden door de transactietarieven die

---

70 ESMA Consultation paper inzake MiFID II/MiFIR (ESMA/2014/549), pagina 121.

71 Bij *corporate access* regelt de broker voor de beleggingsdienstverlener toegang tot de hoogste leiding van een onderneming waarin wordt belegd of kan worden belegd.

de eindklant uiteindelijk betaalt. Dat laatste is uiteraard juist, maar de eindklant is degene die profiteert van de kennis die in de researchrapporten zit. Daarnaast is churning al langer verboden dan MiFID I bestaat.

En tenslotte staat MiFID II toe dat beleggingsdienstverleners in hun best-execution-verplichtingen andere overwegingen betrekken dan alleen maar de prijs, dus ook eventuele extra diensten. Als beleggingsdienstverleners via de provisie aan de broker betalen voor researchrapporten is in de meeste 'Commission Sharing Agreements' geregeld dat beide componenten (orderuitvoering en andere diensten) van elkaar gescheiden zijn en alle transacties volgens de best-executioncriteria verlopen. De beleggingsdienstverlener zet een bepaald deel van de aan de broker te betalen provisie opzij om voor research e.d. te betalen. Daardoor wordt elke broker betaald in overeenstemming met de kwaliteit van de research en voldoen alle transacties aan de best-executioneisen.

De oplossing die ESMA voorstelt is problematisch. ESMA stelt voor dat de ontvangst door beleggingsdienstverleners van dergelijke broker-researchrapporten alleen aanvaardbaar is als zij bedoeld zijn voor verdere verspreiding c.q. wijd verspreid wordt. Als dat na de eerste uitgifte gebeurd is, kan de broker datzelfde rapport niet meer opnieuw aanbieden als waardevolle informatie voor zijn klanten; de informatie bevindt zich immers inmiddels in het publieke domein. In ESMA's redenering is alle research die niet openbaar gemaakt wordt en waarvoor niet separaat betaald wordt, bruikbaar om beleggingsdienstverleners mee te verleiden tot ongeoorloofde zaken en moet dus verboden worden.

ESMA wil daarnaast dat beleggingsdienstverleners separaat gaan betalen voor dergelijke diensten en er tegelijkertijd voor zorgen dat *'the terms of such arrangements with a third party are not influenced by other services they acquire directly on behalf of their clients in their provision of independent investment advice or portfolio management services where they acquire these from the same third party.'* En dat probleem wordt in de hierboven genoemde Commission Sharing Agreements al opgelost.

Afgewacht zal moeten worden of de Europese Commissie het advies van ESMA hierover naast zich neer legt of overneemt. Medio 2015 publiceert de Europese Commissie de Uitvoeringsrichtlijn, behorende bij MiFID II, waaruit dit zal blijken.

