

## GEBUNDELDE DIENSTVERLENING

Een kernelement van MiFID II is de ontvlechting van analistenonderzoek en beleggingsdienstverlening. Met de invoering van MiFID II heeft analistenonderzoek een zichtbaar prijskaartje gekregen. Vóór MiFID II werden onderzoekskosten vaak 'gebundeld' in de transactiekosten, waarbij onduidelijk was hoeveel van het geld van de (eind) beleggers werd gebruikt om voor onderzoek te betalen.

Vanaf 3 januari 2018 moeten vermogensbeheerders voor onderzoek afzonderlijk van uitvoeringsdiensten betalen en ofwel transparant aan klanten in rekening brengen ofwel onderzoek zelf betalen. Dit om ervoor te zorgen dat vermogensbeheerders handelen in het belang van hun klanten en dat hun beleggingsbeslissingen niet onnodig worden beïnvloed door te verwachten provisies (de zogenaemde 'kickbackfees'). De Britse toezichthouder liet in september 2019 weten dat deze "research unbundling rules have improved asset managers' accountability over costs, saving millions for investors".

De afgelopen jaren is in Brussel veel geklaagd dat analisten zich sinds de invoering van MiFID II meer zijn gaan toeleggen op grote beursgenoteerde ondernemingen en de kleinere en middelgrote ondernemingen (SMEs) negeren omdat daar veel minder vraag naar is. Om onderzoek naar SMEs te stimuleren, stelt de EC nu voor om bij die bedrijven toch een bepaalde bundeling van de kosten van onderzoek en handel in deze effecten toe te staan. Dit is een opmerkelijk betoog van de EC. Ten eerste is er geen bewijs dat de nieuwe regels inzake ontvlechting onder MiFID II hebben geleid tot minder spreiding van analistenonderzoeken. Het is geen nieuwe trend, want ook voor invoering van MiFID II was de aandacht van analisten al aan het verschuiven. Sterker nog, in het *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* van september 2020 presenteert de *European Securities and Markets Authority* ('ESMA') de uitkomsten

van een grootschalige data-analyse van analistenonderzoeken. ESMA concludeert dat de kwaliteit van het analistenonderzoek naar EU-bedrijven sinds januari 2018 niet is verslechterd en zelfs is verbeterd voor grote bedrijven en dat "SMEs do not appear to be disproportionately affected in terms of research intensity, research coverage, and research quality". Ten tweede moeten we oppassen dat vereenvoudiging en versoepeling van deze belangrijke regel vergaande invloed heeft op de transparantie en de bescherming van de belegger. Als de kosten voor analistenonderzoek weer op de grote hoop van fondskosten mogen worden gegooid, zijn beleggers terug bij af. Er is dan geen transparantie over de kosten dus een goed geïnformeerde beleggingskeuze wordt onmogelijk. Er is geen efficiënte markt omdat bepaalde effecten gepusht gaan worden en er ontstaat een neerwaartse druk op het rendement. Kortom, het versoepelen van deze regel zal meer nadelen dan voordelen opleveren.

## PRODUCTGOVERNANCE

In het Europees Parlement (EP) hebben lobbyisten van de financiële industrie veel ingangen. De laatste gelekte voorstellen van Europarlementariërs omvatten vergaande voorstellen die de beleggersbescherming nog verder afbreken door te morrelen aan de productgovernan-

ce regels. Deze regels zijn er om te toetsen of een nieuw beleggingsproduct wel in het belang van de klant is. Het moet beleggers beschermen door slechte producten van de markt te weren en onbehoorlijk marktgedrag te voorkomen.

De EC wil een bepaalde soort obligaties vrijstellen van deze regels. In het EP wordt nu voorgesteld de vrijstelling van productgovernance vereisten uit te breiden tot andere niet-complexe producten, zoals UCITS-fondsen. Dat is zeer schadelijk voor beleggers. UCITS-fondsen zijn door de invoering van PRIIPs vaak het enige alternatief voor Amerikaanse ETF's. Helaas is een Europees fonds vaak duurder en complexer dan de Amerikaanse evenknie (voor meer uitleg over de wereld achter deze afkortingen zie Effect nr. 1, 2020 en nr. 11, 2018). Als deze vrijstelling wordt aangenomen, voorziet European Investors-VEB dat beleggers nog duurder uit zullen zijn als zij in beleggingsfondsen willen beleggen. Daarnaast zullen fondsaanbieders minder drempels over hoeven voordat ze een nieuw fonds in de markt zetten. Het gevaar dat het belang van de belegger ondergeschikt wordt gemaakt aan de winstgevendheid van de aanbieder of andere partijen gelieerd aan zo'n fonds, neemt dan toe. Dat kan niet de bedoeling zijn van een 'Quick Fix' en daartegen strijden heeft prioriteit.

## ONDERZOEK NAAR TRANSACTIERAPPORTAGE EURONEXT AMSTERDAM

Begin oktober werd publiek bekend dat Euronext Amsterdam marktpartijen met verschillende snelheden informeert over afgewikkelde effectentransacties. Zulke ongelijkheid leidt tot onzekerheid of de Nederlandse kapitaalmarkt wel efficiënt, eerlijk en transparant is. European Investors-VEB heeft de Autoriteit Financiële Markten gevraagd te onderzoeken of (i) beleggers of andere marktpartijen schade hebben geleden als gevolg van de vertraging in het beschikbaar hebben van transactierapportage, en of (ii) mogelijk marktmisbruik ten gevolge van de verschillende informatiesnelheden in de transactierapportage heeft plaatsgevonden. In een gesprek met Euronext Amsterdam zullen beide vragen ook aan de orde komen. Voor European Investors-VEB is de beleggersbescherming die van deze Europese transparantieverplichtingen uitgaat van eminent belang voor het vertrouwen in een beurs of handelsplatform.

DOOR DE  
CORONACRISIS  
DREIGT  
AFBRAAK VAN  
BELEGGER-  
BESCHERMING  
IN EUROPA