

# De gevolgen van MiFID voor de beleggingsinstellingenindustrie

mr. G.A.M. Verwilt\*

Op het eerste gezicht heeft de Markets in Financial Instruments Directive ('MiFID') misschien geen gevolgen voor beleggingsinstellingen. De MiFID ziet immers op beleggingsondernemingen en aan het begin van de MiFID staat ook met zoveel woorden dat de MiFID niet van toepassing is op beleggingsinstellingen. Zoals zal blijken is de realiteit echter genuanceerder.

Dit artikel bespreekt de belangrijkste gevolgen van de MiFID voor de beleggingsinstellingenindustrie<sup>1</sup>. Hierbij wordt aandacht besteed aan de gevolgen van de MiFID voor beleggingsinstellingen en activiteiten die (binnen een groep) betrekking hebben op beleggingsinstellingen. Waar relevant zal daarbij een onderscheid worden gemaakt tussen de (beheerder van een) beleggingsinstelling die optreedt als speler op de financiële markt en tussen de rechten van deelneming in een beleggingsinstelling als beleggingsproduct.

Allereerst zal de reikwijdte van MiFID ten opzichte van beleggingsinstellingen worden besproken. Daarna zal kort worden ingegaan op de juridische kwalificatie van de (beheerder van de) beleggingsinstelling. Vervolgens worden de meest belangrijke onderwerpen besproken die invloed hebben op de beleggingsinstellingenindustrie: uitbesteden, best execution, transactierapportage, provisie en informatieverstrekking.

## 1. Reikwijdte

### Hoofregel

Art. 2, eerste lid, onderdeel h, MiFID bepaalt dat de MiFID niet van toepassing is op instellingen voor collectieve beleggingen en pensioenfondsen, ongeacht of zij op communautair niveau gecoördineerd zijn, alsmede de bewaarders en beheerders van deze instellingen.

Art. 2, eerste lid, onderdeel h, MiFID wordt (gedeeltelijk) geïmplementeerd in art. 1:15<sup>2</sup> en 1:19 van de Wet op het financieel toezicht ('Wft'). Ik schrijf 'gedeeltelijk' omdat de reikwijdte wordt bepaald door art. 1:19 Wft en het verschil tussen collectief vermogensbeheer en individueel vermogensbeheer. Collectief vermogensbeheer (collectief beleggen<sup>3</sup>) is in tegenstelling tot individueel vermogensbeheer geen beleggingsdienst in de zin van art. 1:1 Wft. Art. 1:19 Wft bepaalt dat beheerders van beleggingsinstellingen zijn uitgezonderd van de regels met betrekking tot het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten (onderdeel a en b van de definitie van het begrip 'verlenen van een beleggingsdienst' in art. 1:1 Wft) voor zover het de in- en verkoop van rechten van deelneming in

door hen beheerde beleggingsinstellingen betreft. Behalve een aanpassing aan de definitie van 'verlenen van beleggingsdiensten' verandert er feitelijk niets ten opzichte van het 'oude' art. 1:19 Wft<sup>4</sup>.

Het plaatsen van een order in een recht van deelneming in een open-endbeleggingsinstelling heeft tot gevolg dat de beleggingsinstelling rechten van deelneming zal inkopen of uitvoeren. De Europese Commissie (Commissie) heeft duidelijk gemaakt dat bij het plaatsen van een order direct bij de (beheerder van de) beleggingsinstelling, de beleggingsinstelling moet worden gezien als de plaats van uitvoering<sup>5</sup> (execution venue). Dit betekent dat het inkopen of uitvoeren van rechten van deelneming door een beleggingsinstelling niet wordt gezien als het uitvoeren van een order en daarom niet kwalificeert als het verlenen van een beleggingsdienst.

De Commissie verwijst voor uitleg van het begrip 'collectief vermogensbeheer' naar Bijlage II van de Icbbe-richtlijn<sup>6</sup>; hieronder wordt begrepen: beheer van beleggingen, administratie en verkoop (marketing)<sup>7</sup>. Hierbij vermeldt de Commissie wel dat ook andere activiteiten onder de uitzondering van art. 2, eerste lid, onderdeel h, MiFID kunnen vallen mits ze worden uitgevoerd als onderdeel van het collectieve vermogensbeheer. Het bovenstaande betekent dat activiteiten van een (beheerder van een) beleggingsinstelling<sup>8</sup> in de hoedanigheid van (beheerder van een) beleggingsinstelling

\* Gijs Verwilt is werkzaam bij de Autoriteit Financiële Markten. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

1. Ik ga uit van de wettekst van de Wet op het financieel toezicht ('Wft') van het Besluit gedragtoezicht financiële ondernemingen ('Bgfo') zoals die geldt op 1 november 2007.
2. De reikwijdte met betrekking tot pensioenfondsen is neergelegd in art. 1:15 Wft.
3. Ik hanteer hier het begrip 'collectief vermogensbeheer' zoals dat wordt gebruikt door de Commissie. Dit begrip is geen Wft-begrip.
4. Art. 1:19 Wft zoals in werking getreden op 1 januari 2007 is overgenomen uit art. 7, tweede lid, onderdeel f, Wte 1995. De toegevoegde waarde van art. 1:19 Wft is mijn inziens beperkt omdat het bepaalde in art. 1:19 Wft al wordt gedekt door het 'collectief vermogensbeheer'.
5. Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie, vraag 55.
6. Richtlijn 85/611/EG.
7. Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie, vraag 21A ([ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/questions/questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf)).
8. Het gaat hier zowel om icbe's als om niet-icbe's.

niet onder de regels voor het verlenen van beleggingsdiensten of het verrichten van beleggingsactiviteiten vallen<sup>9</sup>.

Voor activiteiten die het collectieve vermogensbeheer te buiten gaan moet een onderscheid worden gemaakt tussen icbe's en niet-icbe's (voor icbe's zie de paragraaf hierna). Indien een beheerder van een niet-icbe andere activiteiten gaat verrichten dan het beheren van het collectieve vermogen zal aan de hand van de feitelijke situatie moeten worden beoordeeld of deze activiteiten nog worden uitgevoerd als onderdeel van het collectieve vermogensbeheer of dat ze verder gaan. Als de activiteiten verder gaan dan collectief vermogensbeheer kan het zijn dat de activiteiten kwalificeren als het verlenen van beleggingdiensten als bedoeld in art. 1:1 Wft. Echter, op grond van art. 2:97, vierde lid Wft hoeft de beheerder van een niet-icbe geen vergunning te hebben voor het verlenen van beleggingsdiensten voor zover het betreft het adviseren over de rechten van deelneming in door die beheerder beheerde beleggingsinstelling. Hierbij moet wel rekening worden gehouden met het feit dat de bepalingen uit Deel 4 van de Wft van toepassing zijn op het adviseren met uitzondering van art. 4:9, tweede lid, 4:15, eerste lid, 4:17, eerste lid, aanhef en onderdeel b en 4:20 Wft<sup>10</sup>.

### Niet gereguleerde beleggingsinstellingen

Overweging 15 bij MiFID lijkt op het eerste gezicht een beperking van het bovenstaande. Deze overweging zegt dat de MiFID niet van toepassing is op instellingen voor collectieve beleggingen ongeacht of deze al dan niet op communautair niveau gecoördineerd zijn. Met andere woorden, de MiFID is ook niet van toepassing op nationale beleggingsinstellingen, zijnde niet-icbe's. Hierbij staat echter dat dit alleen het geval is indien deze beleggingsinstellingen zijn onderworpen aan een specifieke regelgeving die direct op hun werkzaamheden is toegespitst.

De overweging roept de vraag op hoe moet worden omgegaan met beleggingsinstellingen die geen vergunning hebben omdat de Wft niet op hen van toepassing is (art. 1:12 Wft) of die zijn vrijgesteld op grond van de Vrijstellingsregeling Wft.

Voor beleggingsinstellingen die zijn vrijgesteld kan worden gesteld dat zij wel zijn onderworpen aan een specifieke regelgeving; de Wft is immers van toepassing alleen zijn zij vrijgesteld van de vergunning en de gedragseisen door een Ministeriële regeling.

Beleggingsinstellingen waar de Wft op grond van art. 1:12 Wft niet op van toepassing is worden niet geraakt door de implementatie van MiFID mits de verrichte activiteiten niet verder gaan dan het collectieve vermogensbeheer en de inkoop of uitgifte van rechten van deelneming. Art. 1:19 Wft bepaalt immers dat de Wft (ook) niet van toepassing is op beheerders van beleggingsinstellingen voor zover het gaat om het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders van cliënten met betrekking tot het de in- en verkoop van rechten van deelneming in door hen beheerde beleggingsinstellingen.

### Icbe's

De werkzaamheden van beheerders van icbe's hoeven niet beperkt te zijn tot het beheer van beleggingsinstellingen. Beheerders van icbe's mogen ook individuele vermogens beheren en (als nevendienst) adviseren over financiële instrumenten. Voor het beheren van individuele vermogens en het als nevendienst adviseren over financiële instrumenten is dan ook geen vergunning vereist voor het verlenen van beleggingsdiensten als bedoeld in art. 2:96 Wft. Dit volgt uit art. 5, tweede en derde lid van de Icbe-richtlijn<sup>11</sup>, geïmplementeerd in de Wft in art. 2:97, derde lid en 4:59, tweede lid, Wft<sup>12</sup>.

Art. 66 MiFID wijzigt art. 5, vierde lid van de Icbe-richtlijn. Deze wijziging heeft tot gevolg dat een aantal MiFID-bepalingen<sup>13</sup> wel van toepassing is op beheerders van icbe's die individueel vermogen beheren, (als nevendienst) adviseren over financiële instrumenten of financiële instrumenten voor rekening van cliënten bewaren of beheren. Indien de beheerder van een icbe een van de voornoemde beleggingsdiensten verleent zal hij zich moeten houden aan de kapitaal-eisen, organisatorische eisen en gedragseisen zoals die voor die beleggingsdiensten volgen uit MiFID en zijn geïmplementeerd in deel 4 van de Wft, met uitzondering van art. 4:9, tweede lid, 4:15, eerste lid, 4:17, eerste lid, aanhef en onderdeel b en 4:20.

## 2. De positie van een beleggingsinstelling

Voor de toepassing van de MiFID kan een beleggingsinstelling worden bekeken als speler op de financiële markt maar ook als beleggingsproduct (de rechten van deelneming in een beleggingsinstelling).

### De rechten van deelneming in een beleggingsinstelling als product

Een recht van deelneming in een beleggingsinstelling kwalificeert als een financieel instrument als bedoeld in art. 1:1 Wft. Hier verandert niets ten opzichte van de situatie voor de implementatie van MiFID. Echter, het begrip 'effect' uit art. 1:1 Wft is wel aangepast en omvat na de implementatie van MiFID in de Wft ook open-endbeleggingsinstellingen omdat de zinsnede 'niet zijnde een recht van deelneming in een beleggingsinstelling dat op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect wordt ingekocht of terugbetaald' is geschrapt<sup>14</sup>. Hoewel met de wijziging van het begrip 'effect' er geen materiële wijzigingen met betrekking tot beleggingsinstellingen beoogd lijken te zijn, heeft de wijziging op dit moment nog enkele onvoorziene gevolgen.

9. Kamerstukken II 2007/08, 31 086, nr. 3, p.12 (MvT).

10. Art. 46, tweede lid, Vrijstellingsregeling Wft.

11. Richtlijn 85/611/EG.

12. Bij het schrijven van dit artikel lijkt dit nog niet juist verwerkt in het wetsvoorstel. Art. 4:59 Wft spreekt algemeen nog over nevendiensten en niet over de nevendiensten zoals bedoeld in art. 5, derde lid, Icbe-richtlijn.

13. Het gaat hier om art. 12, 13 en 19 MiFID.

14. Kamerstukken II 2007/08, 31 086, nr. 10, p. 1, tweede nota van wijziging.

Zo is art. 1:12, derde en vierde lid, Wft nu formeel niet meer toepasbaar omdat daar wordt gesproken over 'niet zijnde effecten'. Dit onvoorziene gevolg zal waarschijnlijk op korte termijn worden aangepast.

### De beleggingsinstelling als speler

Op grond van art. 1:1 Wft kan een (beheerder van een) beleggingsinstelling kwalificeren als zowel een in aanmerking komende tegenpartij, een professionele belegger als niet-professionele belegger. Deze zogenoemde cliëntclassificatie is van belang voor het bepalen van de mate van bescherming en voor de vraag welke gedragsregels de beleggingsonderneming die de dienst verleent aan de beleggingsinstelling in acht moet nemen. De in aanmerking komende tegenpartij geniet het laagste niveau van bescherming. Een beleggingsinstelling wordt automatisch behandeld als een in aanmerking komende tegenpartij<sup>15</sup>. Art. 4:18b, eerste lid, Wft bepaalt welke gedragsregels niet van toepassing zijn op het ontvangen en doorgeven van orders of rechtstreeks daarmee verband houdende nevendiensten met in aanmerking komende tegenpartijen. Bijvoorbeeld de zorgplichtbepalingen, art. 4:23 en 4:24 Wft, en het vereiste van best execution van art. 4:90a Wft, zijn niet van toepassing.

Een beleggingsonderneming kan er echter voor kiezen een in aanmerking komende tegenpartij in het algemeen of per transactie aan te merken als professionele belegger of niet-professionele belegger waardoor een hoger beschermingsniveau wordt geboden. Ook kan de in aanmerking komende tegenpartij zelf verzoeken om als professionele of niet-professionele belegger te worden aangemerkt. De beleggingsonderneming is echter niet verplicht om af te wijken van de classificatie van in aanmerking komende tegenpartij.

### 3. Uitbesteding

Een beheerder van een beleggingsinstelling kan activiteiten die eigen zijn aan het beheer ook uitbesteden; bijvoorbeeld activiteiten met betrekking tot de inkoop en verkoop van deelnemingsrechten maar ook activiteiten die betrekking hebben op het daadwerkelijke beheer van de beleggingen. De vraag is hierbij hoe ver de hiervoor besproken uitzondering dat MiFID niet van toepassing is op collectief vermogensbeheer reikt indien een beheerder activiteiten uitbestedt. Voor het beantwoorden van deze vraag moet een onderscheid gemaakt worden tussen de positie van de beheerder en de positie van de instelling aan wie wordt uitbested.

#### De beheerder van de beleggingsinstelling

De regels met betrekking tot uitbesteden van werkzaamheden door een beheerder of bewaarder zijn geregeld in art. 4:16 Wft en art. 38 Bgfo. De beheerder die werkzaamheden uitbestedt aan een derde blijft ervoor verantwoordelijk dat deze derde de regels naleeft die gelden voor de uitbestede activiteit. De MiFID brengt hier geen verandering in aan. Het uitbesteden heeft dan ook niet tot gevolg dat er geen sprake meer is van collectief vermogensbeheer. Immers, de beheerder blijft verantwoordelijk en mag het bepalen van het beleggingsbeleid ook niet uitbesteden op grond van art.

38, derde lid, Bgfo. Voor de volledigheid: art. 4:16 Wft en art. 38 Bgfo zijn (uiteraard) niet van toepassing op niet-gereguleerde beleggingsinstellingen.

#### De instelling aan wie wordt uitbested

Vanuit het perspectief van de instelling aan wie wordt uitbested moet worden beoordeeld of er door deze instelling een beleggingsdienst in de zin van art. 1:1 Wft wordt verricht. Indien het daadwerkelijke beheer van de beleggingen wordt uitbested zullen de activiteiten van de instelling aan wie wordt uitbested volgens de Commissie kwalificeren als individueel vermogensbeheer<sup>16</sup>. Dit heeft tot gevolg dat de instelling waaraan wordt uitbested kwalificeert als een beleggingsonderneming en zich moet houden aan alle eisen die betrekking hebben op individueel vermogensbeheer.

Indien de uitbestede activiteit tot gevolg heeft dat de beleggingsdienst 'individueel vermogensbeheer' wordt verleent aan de beleggingsinstelling, heeft dit ook direct gevolgen voor de gedragsregels die de beleggingsonderneming in acht moet nemen. Hiervoor is uiteengezet dat een beleggingsinstelling kwalificeert als 'in aanmerking komende tegenpartij', wat weer tot gevolg heeft dat bepaalde gedragsregels op grond van art. 4:18b, eerste lid, Wft niet van toepassing zijn.

Echter, de uitzondering van art. 4:18b, eerste lid, Wft ziet niet op de situatie waarin de beleggingsdienst individueel vermogensbeheer aan een in aanmerking komende tegenpartij wordt verleend. Dit heeft tot gevolg dat de beleggingsonderneming de beleggingsinstelling feitelijk moet behandelen als een professionele belegger en derhalve meer gedragsregels in acht moet nemen; lees meer bescherming moet bieden<sup>17</sup>. Bijvoorbeeld het vereiste van best execution, art. 4:90a Wft, is nu wel van toepassing.

#### Uitzondering – intragroep

Een uitzondering is neergelegd in art. 1:18, onderdeel a, Wft. Hieruit volgt dat de Wft (met uitzondering van Deel 5) niet van toepassing is op het verlenen van beleggingsdiensten of verrichten van beleggingsactiviteiten voor zover deze worden verleend aan haar moedermaatschappij, haar dochtermaatschappij of een dochtermaatschappij van haar moedermaatschappij (intragroep). Deze uitzondering lijkt dan ook van toepassing te zijn indien het beheer wordt uitbested aan een dochtermaatschappij of een dochtermaatschappij van de moedermaatschappij van de beheerder. Hier is zichtbaar dat vanuit het perspectief van de beleggingsinstelling en beleggingsonderneming moet worden gekeken. De uitbestedingsregels blijven van toepassing op de beheerder; het doel hiervan is de beleggers ook bij uitbesteding dezelfde bescherming te blijven bieden. In het geval van uitbesteden van werkzaamheden in het kader het beheer van een icbe, moet worden voldaan aan de eisen van art. 38,

15. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 23 en 115.

16. Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie, vraag 70 en 97.

17. Zie ook: Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie, vraag 97.

eerste lid, onderdeel d, Bgfo. Hier wordt expliciet de eis gesteld dat de instelling aan wie wordt uitbesteed een vergunning of erkenning heeft voor het beheer van een beleggingsinstelling of individueel vermogensbeheer. Deze eis vloeit voort uit de Icbе-richtlijn en niet uit de MiFID. Art. 1:18, onderdeel a, Wft heeft dan ook geen toegevoegde waarde in het geval van icbe's. Echter, bij intragroepuitbesteding door beheerders van niet-icbe's lijkt art. 1:18, onderdeel a, Wft wel toepassing te kunnen vinden omdat er geen eisen worden gesteld door de nationale uitbestedingsregels (art. 38, eerste lid, onderdelen a, b en c, Wft) aan de vergunning van de instelling aan wie wordt uitbesteed<sup>18</sup>.

#### De passieve effectengiro

Er zit echter een (waarschijnlijk) onvoorzien gevolg aan bovenstaande redenering; namelijk wanneer de beleggingsinstelling gebruikmaakt van een zogenoemde 'passieve' of 'lijdelijke' effectengiro. Dit is een effectengiro die alleen voor de beleggingsinstelling werkt als een administratief vehikel en zich bezighoudt met de administratie van de inkoop en uitgifte van rechten van deelneming. Zoals hiervoor vermeld geldt er voor beleggingsinstellingen op grond van art. 1:19 Wft een uitzondering op de vergunningplicht voor het verlenen van beleggingsdiensten met betrekking tot het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders. Onder de Wte 1995 en de Wft voor implementatie van MiFID was de 'passieve' effectengiro uitgezonderd van de vergunningplicht. In de praktijk is deze 'passieve' effectengiro een van de (beheerder van de) beleggingsinstelling onafhankelijke entiteit.

Volgens de redenering van de Commissie zou het gebruik van de 'passieve' effectengiro als uitbesteden kwalificeren en zou deze effectengiro onder de MiFID een beleggingdienst verlenen en derhalve vergunningplichtig zijn. Immers, de uitzondering van art. 1:19 Wft geldt alleen voor de (beheerder van de) beleggingsinstelling. Dit lijkt mij een onnodige en daarom ook niet wenselijke wijziging. Een soortgelijke problematiek geldt overigens ook voor andere (onafhankelijke) entiteiten die administratieve functies vervullen voor de (beheerder van de) beleggingsinstelling, zoals een transfer agent die de orderstromen bundelt en administreert.

Voor voornoemde situaties kan art. 3, eerste lid, MiFID uitkomst bieden. Dit artikel geeft lidstaten de mogelijkheid de MiFID niet toe te passen op personen die onder andere geen gelden van cliënten mogen aanhouden, geen andere beleggingsdiensten mogen verrichten met uitzondering van het ontvangen en doorgeven van orders in effecten en rechten van deelneming en alleen orders mogen doorgeven aan bepaalde instellingen zoals (beheerders van) beleggingsinstellingen. De Minister van Financiën zou van deze uitzondering gebruik kunnen maken door deze op te nemen in de Vrijstellingsregeling Wft.

#### 4. Best execution en uitdrukkelijke toestemming

Met de implementatie van MiFID zijn de vereisten voor het behalen van het best mogelijke resultaat (het 'best execution'-vereiste<sup>19</sup>) verder aangescherpt. Art. 4:90a Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming bij het uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten voor rekening van cliënten alle redelijke maatregelen neemt om het best

mogelijke resultaat voor de cliënten te behalen. Hierbij moet rekening worden gehouden met de prijs, de uitvoeringskosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten. Bij het bepalen van het best mogelijke resultaat moet worden uitgegaan van de totale tegenprestatie (prijs van het financiële instrument en uitvoeringskosten).

Een beleggingsonderneming moet in haar orderuitvoeringsbeleid vastleggen hoe zij bij het uitvoeren van orders van haar cliënten het best mogelijke resultaat denkt te behalen. Met het uitvoeren van een order met betrekking tot een financieel instrument mag op grond van art. 4:90b, vierde lid, Wft pas worden begonnen nadat de cliënt heeft ingestemd met het orderuitvoeringsbeleid. Er mag van de instemming van de cliënt worden uitgegaan bij stilzwijgen wanneer het orderuitvoeringsbeleid is verstrekt<sup>20</sup>. Daarnaast mag op grond van art. 4:90b, vijfde lid, Wft met het uitvoeren van een order met betrekking tot een financieel instrument buiten een gereglementeerde markt of MTF pas worden begonnen na toestemming van de cliënt<sup>21</sup>. Het vereiste van uitdrukkelijke toestemming geldt alleen indien het mogelijk zou zijn de order uit te voeren op een gereglementeerde markt of MTF<sup>22</sup>. De ratio achter de eis van uitdrukkelijke toestemming is dat cliënt bescherming verdient omdat de prijsvorming buiten een gereglementeerde markt of MTF minder helder is. Wat opvalt is het gebruik van de termen 'instemmen' en 'toestemmen'. Het verschil tussen beide begrippen zit in het feit dat 'instemmen' stilzwijgend kan geschieden, maar 'toestemmen' expliciet moet plaatsvinden<sup>23</sup>.

De vereisten van 'best execution' en uitdrukkelijke toestemming spelen bij beleggingsinstellingen op verschillende niveaus een rol. Zoals hiervoor vermeld zijn deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen financiële instrumenten in de zin van art. 1:1 Wft waarin belegd wordt maar beheerders van beleggingsinstellingen zijn ook speler op de financiële markt; zij plaatsen orders in het kader van het beheer.

18. Zie Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie, vraag 38, 70 en 121. Het antwoord op vraag 121 gaat over intragroepdiensten en daarbij wordt expliciet de link gelegd naar vraag 70 die gaat over het uitbesteden van beheersactiviteiten door een beheerder aan een derde. Vraag 38 verwijst expliciet naar de mogelijke beschikbare vrijstelling van art. 2 MiFID.

19. Art. 6:12 Nrgfo (oud).

20. *Kamerstukken II 2006/07*, 31 086, nr. 3, p. 148.

21. Het vereiste van de uitdrukkelijke toestemming wordt vaak aangeduid als 'prior express consent'.

22. Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie, vraag 19.

23. Onder toestemming wordt verstaan elke vrije, specifieke en op informatie berustende wilsuiting waarmee iets wordt aanvaard, *Kamerstukken II 2006/07*, 31 086, nr. 3, p. 148.

### De rechten van deelneming in een beleggingsinstelling als financieel instrument

Een recht van deelneming in een open-endbeleggingsinstelling is een financieel instrument in de zin van art. 1:1 Wft. Het 'best execution'-vereiste van art. 4:90a Wft is van toepassing op beleggingsondernemingen die voor hun cliënten orders uitvoeren in rechten van deelneming in een beleggingsinstelling en niet op de beleggingsinstelling<sup>24</sup>. De reden is dat de beleggingsinstelling wordt gezien als de plaats van uitvoering en niet als de uitvoerder van de order.<sup>25</sup>

Indien een order direct wordt uitgevoerd bij een open-endbeleggingsinstelling die ook is toegelaten tot de handel op een gereglemeerde markt of MTF is voor het uitvoeren van de order in beginsel de uitdrukkelijke toestemming nodig van de cliënt. Echter, de Minister van Financiën heeft op vragen geantwoord dat er geen uitdrukkelijke toestemming vereist is indien de handel via het op de gereglemeerde markt gehanteerde handelssysteem er ook toe leidt dat alleen transacties direct met het fonds kunnen worden verricht. De gedachte is dat er dan geen sprake is van 'handel in tot een gereglemeerde markt toegelaten financiële instrumenten'<sup>26</sup>. De executie van de order die direct bij een open-endbeleggingsinstelling is ingelegd vindt plaats op hetzelfde moment en tegen dezelfde prijs (intrinsieke waarde) als de order die via de gereglemeerde markt is uitgevoerd<sup>27</sup>, additionele bescherming van de belegger door middel van de uitdrukkelijke toestemming heeft hier geen toegevoegde waarde. De reden voor het ingenomen standpunt is dat transacties in (Nederlandse) beursgenoteerde open-endbeleggingsinstellingen aan zwaardere eisen zouden worden onderworpen ten opzichte van transacties in (buitenlandse) niet-beursgenoteerde open-endbeleggingsinstellingen omdat Nederland in tegenstelling tot andere lidstaten veel beursgenoteerde open-endbeleggingsinstellingen kent. Dit verschil in behandeling zou niet gerechtvaardigd worden door een verschil in prijsvorming of risico voor de belegger; immers door toepassing van de 'forward pricing'-systematiek in Nederland door beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde open-endbeleggingsinstellingen vindt executie van de orders plaats tegen de intrinsieke waarde plus of min een beperkte op- of afslag voor transactiekosten<sup>28</sup>.

### De beheerder

Indien de beheerder een order plaatst bij een beleggingsonderneming (bijvoorbeeld een broker) in het kader van het beheer van de beleggingsinstelling is de vraag hoe de beheerder moet worden gezien vanuit het perspectief van de beleggingsonderneming. In deze situatie zal de beheerder kwalificeren als in 'aanmerking komende tegenpartij' als bedoeld in art. 1:1 Wft. Art. 4:18b, eerste lid, Wft bepaalt vervolgens welke artikelen niet van toepassing zijn op het ontvangen en uitvoeren van orders met in aanmerking komende tegenpartijen. Onder andere zijn art. 4:90a en 4:90b Wft niet van toepassing. De hiervoor besproken eisen met betrekking tot 'best execution' zijn derhalve niet van toepassing zijn op de beleggingsonderneming die de orders van de beheerder uitvoert.

### 5. Transactierapportage

Art. 4:90e, derde lid, Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming die transacties in tot de handel op een gereglemeerde markt toegelaten financiële instrumenten heeft verricht, de gegevens over deze transacties zo spoedig mogelijk, maar uiterlijk aan het einde van de volgende werkdag, meldt aan de AFM. Het doel van het vereiste van transactierapportage is het kunnen bewaken van de uitvoering van het 'best execution'-vereiste en het bewaken van de marktmisbruikbepalingen.

Voor de toepassing van de transactierapportageverplichting kan net als voor de vereisten van 'best execution' een onderscheid gemaakt worden tussen de (deelnemingsrechten in de) beleggingsinstelling als financieel instrument en het optreden van de beheerder in zijn hoedanigheid van beheerder.

### De rechten van deelneming in een beleggingsinstelling als financieel instrument

Aangezien de beleggingsinstelling moet worden gezien als de plaats van uitvoering van de order rust de rapportageverplichting in beginsel op de beleggingsonderneming. Art. 5 van de Uitvoeringsverordening MiFID bepaalt dat voor de toepassing van de Uitvoeringsverordening MiFID een verwijzing naar een transactie alleen een verwijzing is naar de aankoop en verkoop van een financieel instrument. De aan- en verkooptransacties op de primaire markt (zoals uitgifte, toewijzing of inschrijving) in financiële instrumenten die zijn te begrijpen onder de onderdelen a en b van de definitie van effecten in de MiFID, gelden niet als 'transacties' voor toepassing van de Uitvoeringsverordening MiFID. Nu rechten van deelneming in open-endbeleggingsinstellingen onder het begrip 'effect' vallen, vallen naar mening van de Minister van Financiën alle aan- en verkopen in deze deelnemingsrechten die direct bij de beleggingsinstelling

24. Zoals hiervoor opgemerkt wordt de beleggingsinstelling gezien als de plaats van uitvoering. Tevens volgt uit het antwoord op vraag 55 in het Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie dat het algemene vereiste van 'beste execution' zoals neergelegd in art. 4:90a Wft wel van toepassing is op de beleggingsonderneming bij het uitvoeren van een order in een recht van deelneming in een beleggingsinstelling direct bij de beleggingsinstelling.

25. Indien een beleggingsonderneming een order direct bij de (beheerder van de) beleggingsinstelling plaatst, geldt als plaats van uitvoering in het orderuitvoeringsbeleid, de beleggingsinstelling zelf. Vraag/antwoorddocument van de Europese Commissie, vraag 55.

26. Ik ga hier niet in op de wijze van formulering van het antwoord in de nota naar aanleiding van het verslag. De formulering leidt tot enige discussie. De hier opgenomen uitleg lijkt de kern te zijn van het antwoord van de Minister van Financiën.

27. *Kamerstukken I* 2007/08, 31 086, nr. 7, p. 33-34. Zie ook de circulaire van de Luxemburgse toezichthouder CSSF: Circulaire CSSF 07/302.

28. Zie ook de brief van de AFM van 8 januari 2007, 'nieuw handelssysteem voor open-end beleggingsinstellingen'.

worden aangegaan dan ook buiten de transactierapportageverplichting<sup>29</sup>.

### De beheerder

Indien de beheerder een orders plaatst bij een beleggingsonderneming (bijvoorbeeld een broker) in het kader van het beheer van de beleggingsinstelling zal de beheerder kwalificeren als een in aanmerking komende tegenpartij. Echter, art. 4:18b Wft geeft geen uitzondering voor de toepassing van art. 4:90e Wft. De beleggingsonderneming zal de transactie dan ook moeten melden bij de AFM. Gelet op het doel van de rapportageverplichting is het logisch dat hier geen uitzondering op wordt gemaakt.

## 6. Transparantieverplichtingen

Beleggingsondernemingen die OTC-transacties verrichten in tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten financiële instrumenten moeten de prijs, omvang en tijdstip openbaar maken op grond van art. 4:90l Wft. Analoge toepassing van het bovenstaande antwoord van de Minister van Financiën leidt tot de conclusie dat de transparantieverplichtingen ook niet van toepassing zijn op een beleggingsonderneming die direct met de tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten open-endbeleggingsinstelling transacties aangaat in de rechten van deelneming. Immers, ook hier kwalificeert de inkoop of uitgifte van rechten van deelneming niet als een transactie op grond van art. 5 Uitvoeringsverordening MiFID.

## 7. Provisie

Een beleggingsonderneming moet zich op loyale, billijke en professionele wijze inzetten voor zijn cliënten bij het verlenen van beleggingsdiensten en nevendiensten (art. 4:90 Wft). Provisies (ook aangeduid als inducements) die een beleggingsonderneming ontvangt of betaalt, kunnen hierbij van invloed zijn. Een beleggingsonderneming kan immers in de verleiding komen te kiezen voor de beleggingsinstelling die meer provisie betaalt.

### Hoofregel

Als uitgangspunt, neergelegd in art. 168a Bgfo, geldt dat een beleggingsonderneming geen provisie verschafft of ontvangt voor het verlenen van een beleggingsdienst, tenzij het vergoedingen betreft die noodzakelijk zijn voor het verlenen van de desbetreffende beleggingsdienst of deze mogelijk maakt. Er kan hierbij gedacht worden aan bewaarloon, afwikkelings- en beursvergoedingen, wettelijke heffingen of juridische kosten<sup>30</sup>.

Provisies zijn ook toegestaan:

1. indien de provisie wordt verschafft door of aan de cliënt; of
2. indien de provisie wordt verschafft door of aan een derde:
  - a. indien de cliënt volledig op de hoogte is van het bestaan, aard en bedrag;
  - b. de provisie de kwaliteit van de desbetreffende dienst ten goede komt; en
  - c. de provisie geen afbreuk doet aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt.

In deze twee situaties zal de provisie altijd transparant gemaakt moeten worden door de beleggingsonderneming. Voor de tweede situatie is transparant maken alleen niet voldoende, de provisie moet de kwaliteit van de desbetreffende dienst ten goede komen en de provisie mag geen afbreuk doen aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt. Indien de provisie niet kwalificeert als noodzakelijk en ook niet voldaan wordt aan de hiervoor onder 1 en 2 genoemde voorwaarden is de provisie dus niet toegestaan.

### Nadere uitwerking

In de praktijk zal de beheerder van een beleggingsinstelling uit de management fee provisie betalen voor de distributie van zijn beleggingsinstelling, bijvoorbeeld om te worden verkocht via een effectenrekening (aangeboden door een bank) of via een adviseur of vermogensbeheerder. De eisen van art. 168a Bgfo richten zich tot de beleggingsonderneming en niet tot de beleggingsinstelling.

Omdat de uitwerking van de regelgeving rondom de inducements complex is heeft CESR een document met aanbevelingen opgesteld dat als handreiking moet dienen bij het beoordelen of en wanneer provisie is toegestaan.<sup>31</sup> Zo worden enkele criteria genoemd die relevant zijn bij het beoordelen of de provisie de kwaliteit ten goede komt; is er sprake van onafhankelijke partijen, wat is het voordeel voor de cliënt en geeft de provisie een prikkel om niet in het belang van de cliënt te handelen.<sup>32</sup>

Overweging 39 bij de Uitvoeringsrichtlijn MiFID stelt dat een vergoeding betaald aan een beleggingsonderneming die beleggingsadvies geeft wordt aangemerkt als een vergoeding die de kwaliteit van het advies ten goede komt mits het advies niet wordt beïnvloed door de provisie. Wel moet de provisie nog steeds aan de cliënt kenbaar worden gemaakt. CESR stelt dat andere beleggingsdiensten op eenzelfde wijze behandeld zouden kunnen worden, bijvoorbeeld indien de beleggingsdienst zonder de betaling niet zou worden verleend<sup>33</sup>.

29. *Kamerstukken II* 2007/08, 31 086, nr. 7, p. 33-34. Art. 5 Uitvoeringsverordening MiFID wordt hierbij ruim uitgelegd door ook de inkoop van de rechten van deelneming als een transactie op de primaire markt te kwalificeren. Hoewel de tekst van de nota naar aanleiding van het verslag tot verwarring kan leiden lijkt de hier gegeven uitleg de kern te zijn. Naar mijn mening is ook de inkoop van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling door de desbetreffende beleggingsinstelling tegen intrinsieke waarde niet een-op-een gelijk te stellen met een aankoop- of verkooptransactie in een financieel instrument waar de MiFID voor bedoeld is.

30. Zie art. 26, onderdeel c, Uitvoeringsrichtlijn MiFID en de toelichting op art. 168a Bgfo.

31. 'Inducements under MiFID, Recommendations', CESR/07-228b, [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu).

32. 'Inducements under MiFID, Recommendations', CESR/07-228b, Recommendation 4.

33. 'Inducements under MiFID, Recommendations', CESR/07-228b, Recommendation 5.

Hier komt vervolgens de vraag op wanneer het advies niet wordt beïnvloed door de provisie. Dit wordt niet toegelicht. Om te bewijzen dat het advies niet wordt beïnvloed moet naar mijn mening aansluiting worden gezocht bij art. 4:90 Wft en de zorgplichtbepalingen neergelegd in art. 4:20, 4:23 en 4:24 Wft. Immers, art. 168a Bgfo is een invulling van art. 4:90 Wft.<sup>34</sup>

Uit de toelichting bij art. 4:90 Wft volgt dat art. 4:90 Wft de norm bevat die in algemene termen aangeeft welke zorgvuldigheid door een beleggingsonderneming moet worden betracht. De verplichtingen die voortvloeien uit art. 4:20, 4:23 en 4:24 Wft kunnen weer worden gelezen als een uitwerking van deze algemene zorgvuldigheidsnorm.<sup>35</sup> De beleggingsonderneming zal bij de invulling van de eisen aan informatieverstrekking zoals neergelegd in art. 4:20 Wft moeten zorgen dat de versterkte informatie duidelijk maakt dat het advies niet is beïnvloed door de provisie. Indien de beleggingsonderneming geen advies geeft en alleen een distributieovereenkomst heeft gesloten met de beleggingsinstelling kan volgens CESR deze betaling voor distributie worden gezien als een provisie die de kwaliteit van de desbetreffende dienst ten goede komt omdat de cliënt meer keuze heeft. Ook hier geldt dat de cliënt volledig op de hoogte moet zijn van het bestaan van de provisie.

Momenteel vindt nog een discussie plaats over de vraag wanneer een provisie 'noodzakelijk' is voor de beleggingsdienst of wanneer de provisie de beleggingsdienst 'mogelijk maakt'. Deze discussie wordt zowel in Nederland als in andere lidstaten gevoerd. Enkele aanbieders van deelnemingsrechten in beleggingsinstelling hebben aangegeven dat bepaalde vergoedingen die zij uit de beheervergoeding aan distributeurs betalen in hun ogen noodzakelijk zijn voor de beleggingsdienst; zonder betaling immers geen distributie. Hoewel een logische redenering, lijkt dit niet de gedachte achter de termen 'noodzakelijk' of 'mogelijk maken'. Bij de invulling van deze termen lijkt meer gedacht aan verplichte kosten dan aan vergoedingen voor het verlenen van de beleggingsdienst. Om marktpartijen tegemoet te komen kan gedacht kan worden aan een tegenbewijsregeling waarbij de provisie als noodzakelijk wordt aangemerkt indien wordt aangetoond dat zonder de betaling er geen dienst geleverd zal worden, dezelfde vergoeding betaald wordt door andere beleggingsinstellingen en er geen afbreuk wordt gedaan aan de plicht van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor het belang van de cliënt. De kritiek van marktpartijen richt zich ook op het feit dat de eisen voor beleggingsinstelling met betrekking tot (kosten)transparantie op productniveau al zeer uitgebreid zijn in tegenstelling tot bepaalde verzekeringsproducten en producten gereguleerd door de Prospectusrichtlijn.<sup>36</sup> Ook op productniveau zouden gelijke eisen moeten worden gesteld.

Omdat de beleggingsonderneming die beleggingsdiensten verleent met betrekking tot rechten van deelneming in een beleggingsinstelling ook kan worden aangemerkt als een bemiddelaar in een complex product, onstond er een overlap tussen de bestaande regels over provisiëtransparantie en de nieuwe MiFID-provisieregels. Om deze overlap te vermijden bepaalt het nieuwe art. 58, vijfde lid, Bgfo dat art. 58,

eerste tot en met vierde lid, Bgfo niet van toepassing zijn op beleggingsondernemingen voor zover zij beleggingsdiensten of nevendiensten verlenen met betrekking tot rechten van deelneming in een beleggingsinstelling. Uitsluitend art. 168a Bgfo is dan van toepassing. Voor toepassing van de provisieregels zal daarom bepalend zijn of de verrichte activiteit kan worden gekwalificeerd als het verlenen van een beleggingsdienst.

## 8. Informatieverstrekking

Met de implementatie van MiFID worden ook nieuwe eisen en wijzigingen opgenomen in het Bgfo met betrekking tot informatieverstrekking (waaronder reclame-uitingen) van beleggingsondernemingen. Het gaat hier om art. 51a en 52 Bgfo en art. 58a tot en met 58e Bgfo<sup>37</sup>. Art. 51a Bgfo ziet op algemene informatieverstrekking van beleggingsondernemingen, terwijl art. 58a tot en met 58e Bgfo zien op de verplichte precontractuele informatie. Art. 52, eerste (met uitzondering van de risico-indicator) en derde tot en met zevende lid Bgfo (reclame-uitingen met betrekking tot complexe producten) zijn niet meer van toepassing op beleggingsondernemingen voor zover zij beleggingsdiensten of nevendiensten verlenen met betrekking tot rechten van deelneming in een beleggingsinstelling. De reden hiervoor is dat art. 27 Uitvoeringsrichtlijn MiFID<sup>38</sup> bepaalt dat alleen enkele inhoudelijke eisen aan de presentatie van historische rendementen en prognoses mogen worden gesteld. De gedetailleerde regels uit het Bgfo en Nrgfo voor beleggingsondernemingen over de inhoud van reclame-uitingen mogen niet langer worden gehandhaafd.

De nieuwe eisen gelden voor beleggingsondernemingen maar zien ook op door de beleggingsonderneming verstrekte informatie die ziet op financiële instrumenten, waaronder dus ook rechten van deelneming in een beleggingsinstelling. Het onderscheidend criterium lijkt hier te zijn in welke hoedanigheid de informatie wordt verstrekt. Wordt bijvoorbeeld algemeen reclame gemaakt voor een beleggingsinstelling dan zijn de vereisten van art. 52, 54 en 55 Bgfo van toepassing. Wordt de informatie verstrekt vanuit het perspectief van de beleggingsonderneming (distributeur) in het kader van de te verlenen beleggingsdiensten dan zullen de MiFID-eisen van toepassing zijn: art. 51a Bgfo en in de precontractuele fase art. 58a tot en met art. 58f Bgfo. Dit laat onverlet dat er onduidelijkheid kan ontstaan door toepassing van de verschillende regelingen. Een onduidelijkheid ontstaat bijvoorbeeld al bij de weergaven van rendementscijfers. Door toepassing van art. 52, tiende lid, Bgfo zijn art. 2:2 tot en met 2:4 Nrgfo niet meer van toepassing indien dezelfde informatie wordt verstrekt door een beleggingsonderneming in plaats van door of algemeen voor een

34. Zie consultatieversie nota van toelichting bij art. 168a Bgfo.

35. *Kamerstukken II* 2007/08, 31 086, nr. 3, p. 133.

36. Zie ook EFAMA, 'reply to CESR's consultation on inducements under MiFID', [www.efama.org](http://www.efama.org).

37. Art. 27 t/m 33 Uitvoeringsrichtlijn MiFID, Richtlijn 2006/73/EG.

38. Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie, 10 augustus 2006, L 241/1.

beleggingsinstelling. In plaats daarvan gelden de eisen omtrent rendementsweergaven van art. 51a Bgfo.

In art 58c, zesde lid, en 58e, tweede lid, Wft is bepaald dat voor de toepassing van deze artikelen – die de beleggingsonderneming verplichten om aan de cliënt informatie over de aard en de risico's en kosten van financiële instrumenten te verstrekken – voor rechten van deelneming in een beleggingsinstelling een vereenvoudigd prospectus (icbe's) of financiële bijsluiter (niet-icbe's) als passende informatie wordt aangemerkt. Het gevolg van deze bepalingen kan zijn dat het vereenvoudigd prospectus door beleggingsondernemingen actief verstrekt zal worden in het distributieproces omdat deze informatie als passend wordt aangemerkt. Het is daarom van belang dat het vereenvoudigd prospectus (financiële bijsluiter) in de praktijk ook een document is dat daadwerkelijk bruikbaar is voor de beleggers. In het kader van de komende aanpassing van de Icbe-richtlijn zal het vereenvoudigd prospectus grondig worden herzien en waarschijnlijk een kort en volledig geharmoniseerd document worden.<sup>39</sup>

## 9. Advies

Hoewel het het doel van dit artikel voorbijschiet om alle enigszins mogelijk gevolgen van MiFID op de beleggingsinstellingenindustrie te bespreken, verdient één onderwerp nog wel de aandacht, namelijk de zorgplicht bij het adviseren over financiële instrumenten<sup>40</sup>. Zoals opgemerkt onder paragraaf 1 hoeft de beheerder van een niet-icbe op grond van art. 2:97, vierde lid, Wft respectievelijk de beheerder van een icbe op grond van art. 2:97, derde lid, Wft, geen vergunning te hebben voor het verlenen van beleggingsdiensten voor zover het betreft het adviseren over de rechten van deelneming in door die beheerder beheerde beleggingsinstelling. De beheerder dient zich bij het adviseren echter wel aan de eisen van art. 4:23 Wft en art. 80a en 80c Bgfo te houden. Het gaat hier om het zogenoemde ken-uw-klantbepinsel. Kort gezegd dient de beheerder informatie in te winnen over de financiële positie, kennis, ervaring, doelstelling en risicobereidheid van de belegger (cliënt). Het advies dient ook, voor zover redelijkerwijs mogelijk, mede gebaseerd te zijn op de voornoemde informatie. De beheerder zal alle voornoemde informatie, het cliëntprofiel genoemd, ook moeten vastleggen in een cliëntdossier.

## Conclusie

De MiFID is niet van toepassing op (beheerders van) beleggingsinstellingen voor zover zij zich bezighouden met collectief vermogensbeheer. Ook is de MiFID niet van toepassing op (beheerders van) beleggingsinstellingen die zelf rechten van deelneming inkopen en uitgeven. Zodra andere activiteiten dan collectief vermogensbeheer worden verricht door (een beheerder van) een beleggingsinstelling moet worden beoordeeld of deze activiteiten kwalificeren als een beleggingsdienst in de zin van art. 1:1 Wft. Het is echter niet zo dat de MiFID geen gevolgen heeft voor de beleggingsinstellingenindustrie.

Beheerders van beleggingsinstellingen mogen ook enkele beleggingsdiensten verlenen, zoals het adviseren in de door

de beheerder beheerde beleggingsinstelling, zonder dat daar een vergunning voor is vereist. De beheerder dient zich echter wel te realiseren dat de eisen uit Deel 4 van de Wft, zoals bijvoorbeeld de ken-uw-klanteisen van art. 4:23 Wft, wel van toepassing zijn.

Om te beoordelen welke (MiFID-)eisen zoals opgenomen in Deel 4 van de Wft van toepassing zijn, moet worden gekeken naar de hoedanigheid waarin (een beheerder van) een beleggingsinstelling optreedt op de financiële markt en welke beleggingsdienst wordt verleend door of aan de beheerder van de beleggingsinstelling. Indien aan de beheerder een beleggingsdienst wordt verleend kan de beheerder kwalificeren als een in aanmerking komende tegenpartij, professionele belegger of niet-professionele belegger. In beginsel zal de beheerder kwalificeren als een in aanmerking komende tegenpartij.

De rechten van deelneming in een beleggingsinstelling zijn ook financiële instrumenten waarin belegd wordt en in het kader waarvan beleggingsdiensten worden verleend. Gelet op de bijzondere aard van rechten van deelneming in een open-endbeleggingsinstelling als financieel instrument zijn onder voorwaarden de eis voor transactierapportage en de eis van uitdrukkelijke toestemming niet van toepassing.

Ten slotte blijkt dat er nog een aantal onderwerpen is dat verduidelijkt dient te worden. Zo gelden er andere rendementseisen indien er reclame wordt gemaakt voor een beleggingsdienst die wordt verleend met betrekking tot rechten van deelneming in een beleggingsinstelling dan wanneer er informatie wordt verstrekt door of namens de beleggingsinstelling. Dit leidt tot onduidelijkheid voor de belegger en dubbele lasten voor marktpartijen omdat er afhankelijk van de hoedanigheid waarin de informatie wordt verstrekt andere eisen gelden. Ook de complexe eisen en CESR-uitleg met betrekking tot provisies leiden tot veel onzekerheid en discussie in de markt. Duidelijk is hierbij ook dat de MiFID niet alleen leidt tot meer zorgplicht en bescherming van cliënten maar ook direct ingrijpt in de commerciële praktijk.

39. CESR heeft aan de markt ter consultatie een conceptadvies aan de Commissie voorgelegd over aanpassing van het huidige vereenvoudigd prospectus (Icbe-richtlijn), [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu). Tot 17 december kan op de consultatie worden gereageerd.

40. Art. 1:1 Wft. Adviseren: het in de uitoefening van beroep of bedrijf aanbevelen van een of meer specifieke financiële producten aan een bepaalde consument of, indien het een financieel instrument of verzekering betreft, cliënt.