

Provisies na MiFID?

mr. G.A.M. Verwilt*

Inleiding

Met de implementatie van de Markets in Financial Instruments Directive ('MiFID') in de Wet op het financieel toezicht ('Wft') zijn de regels ter bescherming van de belegger nog verder aangescherpt. Een nieuw en ook controversieel onderwerp waar de MiFID strikte regels voor geeft zijn 'inducements'; in de Wft aangeduid als provisie. 'Inducements' staat voor aansporing, stimulans of prikkel. Provisie verstrekt aan of door een beleggingsonderneming kan ervoor zorgen dat de beleggingsonderneming zich niet op een eerlijke, billijke en professionele wijze inzet voor haar cliënt. Simpel gezegd: een provisie kan een belangenconflict veroorzaken. Naast de reeds (voor 1 november 2007) bestaande regelgeving inzake zorgvuldige dienstverlening, handelen in het belang van de cliënt en het verbod op churning¹ bepaalt de nieuwe regelgeving wanneer het een beleggingsonderneming is toegestaan een provisie te verschaffen of te ontvangen. In tegenstelling tot wat soms gedacht wordt kunnen bijna alle betalingen voor toepassing van de Wft worden aangeduid als provisie. Het kan niet worden uitgesloten dat de nieuwe regelgeving een grote invloed zal hebben op de bestaande provisiestructuren omdat voorheen gebruikelijke provisiestructuren onder de nieuwe regelgeving mogelijk niet meer zijn toegestaan. Alleen het transparant maken van een provisie is ook niet voldoende om een provisie te mogen verschaffen of ontvangen. Dit artikel beschrijft de nieuwe en ook lastige regelgeving voor door beleggingsondernemingen ontvangen en verschaft provisie. Allereerst zal het nieuwe wettelijk kader worden beschreven. Vervolgens zal in detail worden ingegaan op de nieuwe regelgeving om te bepalen wanneer een provisie is toegestaan. Bij deze uitwerking zal ook worden ingegaan op de aanbevelingen van CESR.²

Wettelijk kader

Definitie

Het begrip 'provisie' zorgt soms al voor verwarring omdat het begrip provisie op een specifieke soort beloning lijkt te zien en daarmee enigszins beperkt wordt opgevat. Echter, art. 1:1 Wft definieert provisie 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 nevendienst'.³ De memorie van toelichting geeft geen verdere uitleg aan het begrip.³ Wat opvalt is dat de definitie spreekt over 'beloning of vergoeding, in welke vorm dan ook'. Gelet op de ruime definitie van provisie in art. 1:1 Wft zal een ontvangen vergoeding snel kwalificeren als een provisie. De beloning of vergoeding kan bestaan uit geld maar ook uit een niet-geldelijk voordeel bijvoorbeeld analistenrapporten, software of trainingen.⁴ Wel zal er een relatie moeten zijn tussen de beleggingsdienst en de ontvangen provisie. Een broker betaalt bijvoorbeeld een (kickback)vergoeding aan de vermogensbeheerder indien hij een minimumaantal orders mag uitvoeren voor de vermogensbeheerder, of een beheerder van een beleggingsinstelling

betaalt een vergoeding aan een beleggingsonderneming die de desbetreffende rechten van deelneming verkoopt in het kader van vermogensbeheer of via een effectenrekening.

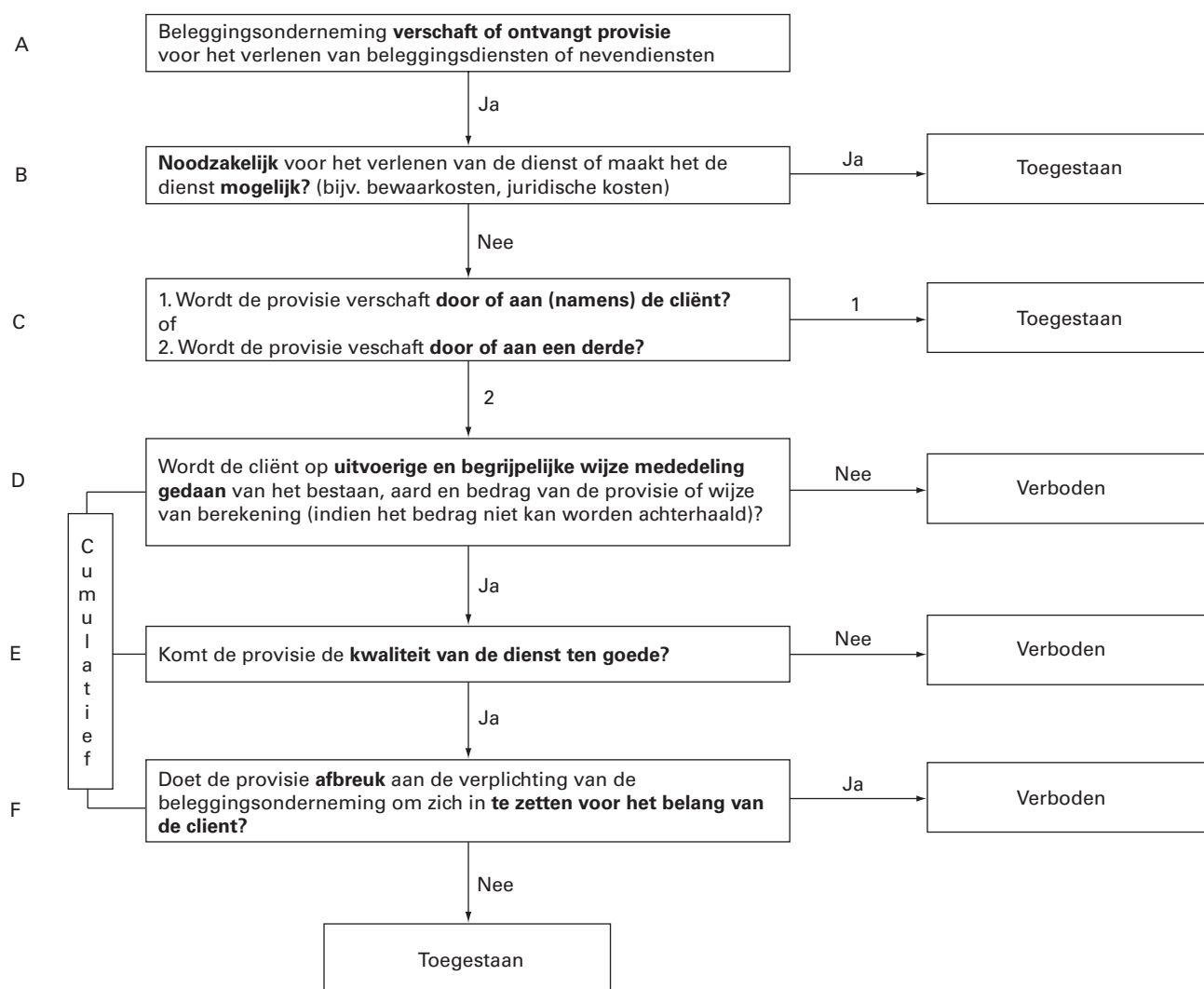
Grondslag

De grondslag van de nieuwe regelgeving is de (algemene) norm van art. 4:90 Wft.⁵ Dit artikel bepaalt dat een beleggingsonderneming zich bij het verlenen van beleggingsdiensten of nevendiensten en het verrichten van beleggingsactiviteiten op eerlijke, billijke en professionele wijze inzet voor de belangen van haar cliënten en zich onthoudt van gedragingen die schadelijk zijn voor de integriteit van de markt. De specifieke eisen met betrekking tot het door een beleggingsonderneming verschaffen of ontvangen van een provisie bij het verlenen van beleggingsdiensten of nevendiensten zijn op grond van art. 4:90, tweede lid, Wft uitgewerkt in art. 168a Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft ('Bgfo').⁶

Alvorens in te gaan op de specifieke eisen van art. 168a Bgfo is het belangrijk om de reikwijdte van art. 4:90 Wft te beoordelen. Art. 4:18b Wft bepaalt dat art. 4:90 Wft niet van toepassing is op beleggingsondernemingen die zich bezighouden met het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders of rechtstreeks daarmee verband houdende nevendiensten met in aanmerking komende tegenpartijen.⁷ Het feit dat art. 4:90 Wft niet van toepassing is heeft tot gevolg dat ook art. 168a Bgfo niet van toepassing is.

* Gijs Verwilt is werkzaam op de afdeling Beleid van de Autoriteit Financiële Markten. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

1. Zie art. 4:25 Wft en art. 84 Bgfo. Zie ook art. 6:11, 6:12 en 6:13 Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (oud, voor 1 november 2007).
2. The Committee of European Securities Regulators ('CESR'). CESR Recommendations 'Inducements under MiFID', May 2007, ref. CESR/07-228b. De Europese Commissie heeft ingestemd met de CESR Recommendations, zie p. 3 CESR Recommendations.
3. Zie ook *Kamerstukken II* 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 90 en 91.
4. De definitie is afgeleid uit de tekst van art. 26 Uitvoeringsrichtlijn MiFID (Richtlijn 2006/73/EG). De tekst van art. 26 Uitvoeringsrichtlijn MiFID spreekt over 'vergoeding, provisie of niet-geldelijk voordeel'.
5. Art. 4:90, eerste lid, Wft is de implementatie van art. 19, eerste lid, MiFID (Richtlijn 2004/39/EG).
6. Ik beperk mij hier tot de regelgeving omtrent inducements zoals afkomstig uit art. 26 Uitvoeringsrichtlijn MiFID. Ik ga dan ook niet in op de oude en huidige regelgeving inzake zorgvuldige dienstverlening en best execution zoals ook vermeld onder voetnoot 1.
7. De uitzondering van art. 4:18b Wft ziet daarmee op de situatie waarin de beleggingsdienst a of b wordt verleend zoals gedefinieerd in art. 1:1 Wft onder het begrip 'verlenen van beleggingsdiensten'. De 'in aanmerking komende tegenpartij' is gedefinieerd in art. 1:1 Wft.



Figuur 1. Beslisboom Inducements, art. 168a Bgfo.

Uitwerking art. 168a Bgfo

Het uitgangspunt, neergelegd in art. 168a, eerste lid, Bgfo⁸, is dat een beleggingsonderneming geen provisie verschaft of ontvangt voor het verlenen van een beleggingsdienst, tenzij:

- het een vergoeding betreft die noodzakelijk is voor het verlenen van de desbetreffende beleggingsdienst; of
- de vergoeding de beleggingsdienst mogelijk maakt. Er kan hierbij gedacht worden aan bewaarloon, afwikkelings- en beursvergoedingen, wettelijke heffingen of juridische kosten⁹.

Art. 168a, tweede lid, Bgfo bepaalt dat provisie ook zijn toegestaan:

- indien de provisie wordt verschaft door of aan de cliënt (art. 168a, tweede lid, onderdeel a, Bgfo); of
- indien de provisie wordt verschaft door of aan een derde (art. 168a, tweede lid, onderdeel b, Bgfo):
 - indien de cliënt volledig op de hoogte is van het bestaan, aard en bedrag van de provisie;
 - de provisie de kwaliteit van de desbetreffende dienst ten goede komt; en
 - de provisie geen afbreuk doet aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt.

In de twee situaties van art. 168a, tweede lid, Bgfo zal de provisie altijd transparant gemaakt moeten worden door de beleggingsonderneming. Indien de provisie wordt verschaft door of aan een derde (art. 168a, tweede lid, onderdeel b, Bgfo) is transparant maken alleen niet voldoende. De provisie moet de kwaliteit van de desbetreffende dienst dan ten goede komen en de provisie moet 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 voldoet aan de hiervoor onder a en b genoemde voorwaarden is de provisie dus niet toegestaan.¹⁰

Art. 168a Bgfo is schematisch weergegeven in figuur 1.

8. Art. 168a Bgfo is de implementatie van art. 26 Uitvoeringsrichtlijn MiFID.

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

10. Ik ga hier niet in op de (bestuursrechtelijke) gevolgen van het handelen in strijd met art. 168a Bgfo.

De criteria van art. 168a Bgfo worden hierna uitgewerkt aan de hand van de stappen uit figuur 1. De letters A t/m F uit figuur 1 corresponderen met de hiernavolgende paragrafen.

A. Beleggingsonderneming verschaft of ontvangt provisie

De eisen van art. 168a Bgfo richten zich op de beleggingsonderneming die een provisie verschaft of ontvangt voor een beleggingsdienst of nevendienst.¹¹ De eisen zijn dan ook niet van toepassing op andere (financiële) ondernemingen dan beleggingsondernemingen. Bijvoorbeeld een cliëntenremisier die een provisie ontvangt voor het aanbrenge van cliënten hoeft niet te voldoen aan de eisen van art. 4:90 Wft en art. 168a Bgfo omdat de cliëntenremisier met de invoering van de Wft op 1 januari 2007 niet (meer) kwalificeert als een beleggingsonderneming. De eisen van art. 168a Bgfo gelden ook voor werknemers van de beleggingsonderneming.¹² CESR heeft het standpunt ingenomen dat enige terughoudendheid kan worden betracht bij toepassing van de nieuwe regelgeving in het geval van kleine cadeautjes.

Gelet op de ruime definitie van provisie in art. 1:1 Wft (zie hiervoor onder 'wettelijk kader') zal een ontvangen vergoeding snel kwalificeren als een provisie.¹³ Het maakt voor de toepassing van art. 168a Bgfo niet uit of een provisie daadwerkelijk bedoeld is om de beleggingsonderneming te beïnvloeden.¹⁴

De eisen van art. 168a Bgfo gelden zowel voor provisie's tussen onafhankelijke partijen als tussen partijen binnen een groep of samenwerkingsverband. De onderlinge relatie tussen de ontvanger en verschaffer van de provisie heeft dan ook geen invloed op het van toepassing zijn van art. 168a, eerste lid, Bgfo.¹⁵ Echter, de eisen gelden volgens CESR niet voor provisie's binnen een beleggingsonderneming.¹⁶

B. De provisie is noodzakelijk of maakt de beleggingsdienst mogelijk

Art. 168a, eerste lid, Bgfo bepaalt dat geen provisie wordt verschaft of ontvangen die niet noodzakelijk is voor het verlenen van de desbetreffende beleggingsdienst of deze mogelijk maakt. Dit artikel is een implementatie van art. 26, onderdeel c, Uitvoeringsrichtlijn MiFID. Voor de invulling van de criteria 'noodzakelijk' en 'mogelijk maken' zijn twee aspecten van belang.

In de eerste plaats bepaalt art. 26, onderdeel c, Uitvoeringsrichtlijn MiFID dat het hier moet gaan om vergoedingen zoals bewaarloon, afwikkelings- of beursvergoedingen en wettelijke heffingen of juridische kosten.¹⁷ Deze niet limitatieve opsomming¹⁸ is niet overgenomen in de tekst van art. 168a Bgfo maar in de bijbehorende toelichting. Uit de toelichting op art. 168a, eerste lid, Bgfo blijkt dat deze noodzakelijke provisie's alleen geldelijke betalingen kunnen zijn.¹⁹

Ten tweede bepaalt art. 26, onderdeel c, Uitvoeringsrichtlijn MiFID dat het moet gaan om vergoedingen 'die van nature niet kunnen botsen met de plicht van de onderneming om zich op loyale, billijke en professionele wijze in te zetten voor de belangen van haar cliënten'. Vandaar dat, ondanks kritiek van marktpartijen, het niet erg waarschijnlijk is dat distributievergoedingen tot noodzakelijke provisie's kunnen worden gerekend.²⁰ Met 'van nature' wordt duidelijk ge-

maakt dat objectief moet worden beoordeeld dat de vergoeding niet kan botsen met de voornoemde plicht van de beleggingsondernemingen en niet of dit daadwerkelijk gebeurt.²¹ Dit criterium is echter niet opgenomen in art. 168a Bgfo. Wel is in de toelichting op art. 168a, eerste lid, Bgfo opgenomen dat de beleggingsonderneming onderhevig blijft aan de algemene zorgvuldigheidnorm van art. 4:90 Wft.

C. Provisie betaald door of aan de cliënt of een derde

Indien de provisie wordt betaald door of aan de cliënt is de provisie toegestaan omdat art. 168a, tweede lid, onderdeel a, Bgfo bepaalt dat dan de hoofdregel van art. 168a, eerste lid, Bgfo niet van toepassing is. In de situatie dat de cliënt zelf de provisie met de beleggingsonderneming overeenkomt en betaalt is er geen risico dat de beleggingsonderneming vanwege de provisiebetaling niet in het belang van de cliënt handelt. Dit is ook het geval indien de door de beleggingsonderneming ontvangen provisie één op één wordt doorgegeven aan de cliënt. Het enkele feit dat de cliënt de provisie betaalt omdat deze provisie zit versleuteld in een totaalbedrag is echter niet voldoende. De cliënt moet ook weten dat hij de provisie betaalt.²² De situatie dat de provisie wordt betaald of ontvangen door de cliënt wordt gelijkgesteld met de situatie dat een derde de provisie namens de cliënt betaalt of ontvangt, bijvoorbeeld door middel van een volmacht.

11. Het begrip 'nevendienst' is gedefinieerd in art. 1:1 Wft.

12. Zie ook CESR Recommendations, par. 4.

13. Zie ook toelichting op art. 168a Bgfo.

14. CESR Recommendation 1a.

15. CESR Recommendation 1b. De onderlinge relatie kan wel van invloed zijn op de beoordeling of voldaan is aan de eisen van art. 168a, tweede lid, Bgfo. Zie stap E van figuur 1.

16. CESR Recommendations, paragraaf 2. CESR heeft het hier alleen over interne bonussen. Hierbij lijkt alleen gedacht aan de situatie dat de medewerker gebaat is bij de verkoop van meer producten voor zijn bonus. De situatie dat binnen een juridische entiteit meerdere beleggingsdiensten worden verleend (bijv. vermogensbeheer en broker) is een andere en zou naar mijn mening wel moeten vallen onder art. 168a Bgfo.

17. Uit het kwalificeren van dergelijke kosten als 'provisie' blijkt ook weer hoe ruim het begrip 'provisie' moet worden opgevat.

18. CESR Recommendation 3 en toelichting op art. 168a, eerste lid, Bgfo.

19. Uit de tekst van art. 168a Bgfo volgt niet dat het alleen om geldelijke betalingen moet gaan. Voor een goed begrip van het artikel is de toelichting noodzakelijk. De formulering van art. 168a Bgfo is het gevolg van de wijze waarop de Uitvoeringsrichtlijn MiFID is geïmplementeerd. De tekst van art. 26, aanhef, onderdeel a en b, Uitvoeringsrichtlijn MiFID gebruikt de omschrijving 'vergoeding, provisie of niet-geldelijk voordeel'. De tekst van art. 26, onderdeel c, Uitvoeringsrichtlijn MiFID daarentegen spreekt alleen over 'vergoeding'. Dit onderscheid is niet expliciet in art. 168a Bgfo opgenomen omdat in de Wft alleen de algemene term 'provisie' wordt gebruikt.

20. Zie ook hierna onder E. De provisie komt de kwaliteit van de dienst ten goede en F. De provisie doet geen afbreuk aan de verplichting van de beleggingsonderneming zich in te zetten voor de belangen van de cliënt.

21. CESR Recommendations, par. 10 en Recommendation 3.

22. Vergelijk CESR Recommendation 2.

Ook hier moet de cliënt weten dat de betaling namens hem is verricht of ontvangen.²³

Indien de provisie wordt betaald door of aan de cliënt is de provisie toegestaan. Dit betekent niet dat er geen andere (algemene) eisen meer van toepassing zijn. De hiervoor besproken algemene zorgvuldigheidsnorm van art. 4:90 Wft blijft van toepassing net als de eis dat het best mogelijke resultaat moet worden behaald; het zogenoemde 'best execution'-vereiste neergelegd in art. 4:90a Wft. Ook de algemene zorgvuldigheidseis van art. 4:25 Wft en het daaruit voortvloeiende verbod op churning, art. 84 Bgfo, blijven van toepassing.

Indien de provisie niet noodzakelijk is voor het verlenen van de beleggingdiensten, deze niet mogelijk maakt of niet wordt betaald of ontvangen door de cliënt, moet aan de eisen van art. 168a, tweede lid, onderdeel b, Wft worden voldaan.

D. Uitvoerige en begrijpelijke mededeling

Art. 168a, tweede lid, onderdeel b, sub 1, Bgfo bepaalt dat *voordat* de desbetreffende beleggingsdienst wordt verleend de cliënt op uitvoerige, accurate en begrijpelijke wijze mededeling moet worden gedaan van het bestaan, de aard en het bedrag van de provisie. Als het exacte bedrag (nog) niet kan worden achterhaald moet de wijze van berekening worden medegedeeld. Een mededeling dat er provisie wordt ontvangen door de beleggingsondernemingen is niet voldoende. Op grond van art. 168a, derde lid, Bgfo is het mogelijk om de essentiële voorwaarden van de regeling voor provisie in samengevatte vorm mede te delen. Bij de samenvatting moet de cliënt wel worden geïnformeerd dat meer informatie kan worden verkregen. Het gaat er in de kern om dat wanneer aan de eis van art. 168a, tweede lid, onderdeel b, sub 1, Bgfo wordt voldaan, de verstrekte informatie de cliënt in staat stelt een afgewogen beslissing te nemen of hij gebruik wil maken van de beleggingsdienst.²⁴

E. De provisie komt de kwaliteit van de dienst ten goede; en

F. De provisie doet geen afbreuk aan de verplichting van de beleggingsonderneming zich in te zetten voor de belangen van de cliënt

Naast het transparant maken van de provisie bepaalt art. 168a, tweede lid, onderdeel b, sub 2, Bgfo dat de provisie:

1. de kwaliteit van de dienst ten goede komt; en
2. geen afbreuk doet aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt.

Deze twee eisen zijn vormgegeven in open normen. Het ligt voor de hand om te veronderstellen dat indien er discussie ontstaat over toepassing van art. 168a Bgfo de voornoemde eisen de aanleiding zullen vormen.

De beoordeling of voldaan is aan de criteria zal moeten plaatsvinden aan de hand van de feiten en omstandigheden. CESR noemt de volgende (algemene) criteria die door marktpartijen en toezichthouders gebruikt kunnen worden bij het bepalen of voldaan is aan de voornoemde twee eisen:

- a. De soort beleggingsdienst die wordt verleend.

- b. Het verwachte voordeel voor de cliënt en de beleggingsonderneming.
- c. De aanwezigheid van een prikkel voor de beleggingsonderneming om anders dan in het belang van de cliënt te handelen en of het waarschijnlijk is dat de prikkel het gedrag van de beleggingsonderneming zal veranderen.
- d. De relatie tussen de beleggingsonderneming en de entiteit die de provisie ontvangt of verschaft. Het enkele feit dat er sprake is van groepsvennootschappen is op zichzelf geen relevant criterium.
- e. De aard van de provisie en de omstandigheden waaronder de provisie wordt verschaft of ontvangen en of er andere voorwaarden aan de provisie verbonden zijn.

Ad a. Het risico dat een beleggingsonderneming niet handelt in het belang van de cliënt door de ontvangen provisie zal mede afhankelijk zijn van de soort beleggingsdienst die wordt verleend. Bij execution-onlydienstverlening zal het risico kleiner zijn dan wanneer er sprake is van individueel vermogensbeheer.

Ad c en e. Voor de beoordeling of er afbreuk wordt gedaan aan de verplichting van de beleggingsonderneming zich in te zetten voor de belangen van de cliënt zijn ook de soort provisie en de voorwaarden van belang. Zonder distributievergoeding zal een product wellicht niet verkocht worden. Echter, een verkoopvergoeding (al dan niet gekoppeld aan een bepaalde drempel) zal meer risico met zich mee kunnen brengen dat de beleggingsonderneming (al dan niet bewust) een prikkel krijgt om het specifieke product te verkopen en daarmee niet in het belang van de cliënt te handelen.²⁵

De kwaliteit van de dienst ten goede komen

Een van de eisen die moet worden vervuld om de provisie te mogen verschaffen of ontvangen is dat de provisie 'de kwaliteit van de dienst ten goede moet komen'. CESR geeft het voorbeeld waarin een broker computerapparatuur ter beschikking stelt aan een beleggingsonderneming. Als de apparatuur direct van nut is voor de verleende beleggingsdienst kan daarmee worden gezegd dat deze provisie de dienstverlening ten goede komt.²⁶ Door de term 'ten goede komen' lijkt het erop dat het niet voldoende is dat de cliënt geen nadeel ondervindt van de provisie; de cliënt moet ook daadwerkelijk beter worden van de provisie. Zowel de Uitvoeringsrichtlijn MiFID als CESR brengen hier een belangrijke nuancering in aan.

Overweging 39 van de Uitvoeringsrichtlijn MiFID zegt dat indien een beleggingsonderneming een provisie ontvangt in het kader van beleggingsadvies of aanbevelingen en het advies of aanbeveling niet wordt beïnvloed door de provisie,

23. CESR Recommendation 2.

24. CESR Recommendation 6.

25. Dergelijke betalingen zijn gebruikelijk in de markt maar zullen waarschijnlijk op grond van de nieuwe regelgeving niet snel zijn toegestaan omdat het lastig is te voldoen aan de eisen van art. 168a, tweede lid, onderdeel b, sub 2, Bgfo. Zie ook Simon Morris en Ash Saluja, 'Confusion reigns as MiFID deadline looms', *Financial Times* 4 juni 2007.

26. CESR Recommendations, voorbeeld XII.

de provisie geacht wordt de kwaliteit van de dienst ten goede te komen. De beleggingsonderneming zal derhalve wel moeten kunnen aantonen dat de beleggingdienst niet is beïnvloed (zie ook hierna onder 'vastlegging'). Wel moet nog steeds aan de overige twee eisen van art. 168a, tweede lid, onderdeel b, Bgfo worden voldaan (D en F uit figuur 1). Zo mag de provisie geen afbreuk doen aan de uitvoering van de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de cliënt.²⁷

CESR neemt het standpunt in dat Overweging 39 ook geldt voor andere vormen van distributie zonder beleggingsadvies waarbij de beleggingsonderneming provisie ontvangt, zoals execution-onlydienstverlening.²⁸ De meerwaarde voor de belegger zit dan in het feit dat de beleggingdienst dankzij de provisie ziet op een grotere groep financiële producten. Immers, zonder de provisie (distributievergoeding) zal de beleggingsonderneming (de distributeur) het product niet verkopen. Ook hier geldt dat aan de overige eisen van art. 168a, tweede lid, onderdeel b, Bgfo moet worden voldaan. CESR doet geen uitspraak over Overweging 39 bij individueel vermogensbeheer. Gelet op Overweging 39 en de CESR-interpretatie²⁹ is het naar mijn mening verdedigbaar dat ook provisie verschaft of ontvangen in het kader van individueel vermogensbeheer de kwaliteit van de beleggingdienst ten goede komt indien het individueel vermogensbeheer niet wordt beïnvloed door de provisie.

Vastlegging

De vraag is ten slotte of en hoe moet worden aangetoond dat de provisie de kwaliteit van de dienst ten goede komt dan wel dat het advies niet is beïnvloed door de provisie. De beleggingsonderneming dient in ieder geval op grond van art. 4:14 Wft en art. 35 Bgfo de gegevens over alle verleende beleggingdiensten gedurende vijf jaar te bewaren. Volgens art. 35, eerste lid, Bgfo moeten de bewaarde gegevens het toezicht op de naleving door de AFM van de in de wet opgenomen MiFID-bepalingen mogelijk maken. Hier vallen ook de gegevens inzake art. 168a Bgfo onder.³⁰ De gegevens moeten zo worden bewaard dat de AFM vlot toegang kan hebben tot de gegevens en elk stadium van de verwerking van de transactie kan reconstrueren.

Hoewel het niet expliciet volgt uit de Wft en het Bgfo, moet naar mijn mening ook aansluiting worden gezocht bij art. 4:20 Wft welke net als art. 168a Bgfo een uitwerking is van de algemene zorgvuldigheidnorm van art. 4:90, eerste lid, Wft.³¹ Zoals ook opgemerkt door CESR, is het doel van de transparantieplichting uit art. 168a, tweede lid, Bgfo om de cliënt in staat te stellen een afgewogen beslissing te nemen of hij gebruik wil maken van de beleggingdienst. Daarnaast moet de beleggingsonderneming op grond van art. 4:20, eerste lid, Wft de cliënt informatie verstrekken voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor een adequate beoordeling van die dienst.

Conclusie

De nieuwe regelgeving voor door beleggingsondernemingen verschaft en ontvangen provisiën kan grote invloed hebben op de bestaande provisiestructuren. Art. 168a Bgfo bepaalt wanneer een door een beleggingsonderneming verschaft of

ontvangen provisie is toegestaan. Het begrip 'provisie' moet zeer ruim worden opgevat. Provisiën die noodzakelijk zijn voor het verlenen van een beleggingdienst of deze mogelijk maakt zijn in ieder geval toegestaan maar dit is een zeer beperkte groep. Voor het grootste deel van de provisiën zal echter gelden dat deze transparant moeten worden gemaakt, de kwaliteit van de dienst ten goede moeten komen en geen afbreuk doen aan de verplichting van de beleggingsonderneming zich in te zetten voor de belangen van de cliënt. Indien hier niet aan wordt voldaan is de provisie niet toegestaan.

CESR geeft een belangrijke aanbeveling voor de invulling van de eis dat de provisie de kwaliteit van de dienst ten goede komt. Aan de eis dat de provisie de kwaliteit van de beleggingdienst ten goede komt kan volgens CESR ook voldaan zijn indien het advies niet beïnvloed is door de provisie of doordat het voordeel eruit bestaat dat de cliënt meer keuze heeft uit producten.

Hoewel de door CESR gegeven criteria die gebruikt kunnen worden bij de beoordeling of voldaan is aan deze laatste twee eisen enig inzicht geven, blijft de invulling van deze eisen zeer casusafhankelijk. Ook uit de door CESR gegeven voorbeelden blijkt dat een harde uitspraak of een provisie is toegestaan in veel gevallen niet op voorhand mogelijk is. De echte invulling zal in de praktijk moeten plaatsvinden. Gelet op de complexe realiteit in de markt en de al door CESR aangebrachte nuancering zal een pragmatische benadering door marktpartijen en toezichthouders noodzakelijk zijn om tot een werkbare situatie te komen. Zoals terecht ook door CESR wordt opgemerkt zal de focus bij het toezicht op de naleving van de regelgeving moeten liggen op het inschatten van risico's en het ingrijpen in situaties waar het risico op het niet handelen in het belang van de cliënt het grootst is.

27. Zie ook CESR Recommendations 5 (a) en voorbeeld V en VII, p. 13 en 14 van de CESR Recommendations.

28. CESR Recommendation 5 (b).

29. Zie ook CESR Recommendation par. 21: 'However, it (= overweging 39, GV) does not exclude that other cases may be treated in similar terms.'

30. Toelichting op art. 35 Bgfo. 'Ingevolge' duidt aan dat het de regels betreft die zowel op grond van de wet als de algemene maatregelen van bestuur voor beleggingsondernemingen gelden. Zie ook art. 13, zesde lid, MiFID en art. 51 Uitvoeringsrichtlijn MiFID.

31. *Kamerstukken II 2006/07*, 31 086, nr. 3, p. 133.