

# Product Governance – Wat leert de praktijk?

*Mathieu Verleyen<sup>1</sup>*

<b>Inleiding</b> .....	207
<b>Product governance: algemeen</b> .....	208
<b>De product governance “informatiekringel”</b> .....	210
<b>Product governance versus de “suitability test”</b> .....	212
<b>Verschraling van het productaanbod?</b> .....	213
<b>De compliancefunctie</b> .....	213
<b>De privaatrechtelijke gevolgen bij miskenning van de productgovernancebepalingen</b> .....	213
<b>Conclusie</b> .....	214

## SAMENVATTING

*In deze bijdrage wordt stil gestaan bij enkele onderwerpen die naar boven komen bij de praktische uitwerking van de MiFID II-productgovernanceverplichtingen. Na een beknopte algemene inleiding worden onder andere het aspect van de verhoogde beleggersbescherming en de verhouding tussen de productgovernanceverplichtingen en de geschiktheidstoetsing (suitability test) besproken. Ook het vraagstuk van de potentiële verschraling van het productaanbod naar aanleiding van deze bijkomende verplichtingen en de privaatrechtelijke gevolgen bij de miskenning van de vereisten inzake product governance komen kort aan bod.*

## RÉSUMÉ

*Cette contribution aborde certaines questions qui se posent lors de l'implémentation pratique des obligations applicables en matière de gouvernance des produits de la directive MiFID II. Après une brève introduction générale, seront notamment abordés l'aspect de la protection renforcée des investisseurs ainsi que la relation entre les obligations en matière de gouvernance des produits et le test d'adéquation (suitability test). La question de la réduction potentielle de la gamme de produits résultant de ces obligations supplémentaires et les conséquences en droit privé du non-respect des exigences en matière de gouvernance de produits feront également l'objet d'une brève analyse.*

## INLEIDING

1. In de aanloop naar de implementatie van het vernieuwd juridisch kader voor de financiële markten als gevolg van de financiële crisis van 2007-2008 werd onder andere het risico geïdentificeerd door de Europese wetgever dat beleggingsondernemingen niet steeds een goed begrip hadden van de financiële producten die aan de man werden gebracht. Ook de risicotolerantie van de belegger werd niet voldoende gecontroleerd op een systematische basis. Na onderzoek bleek dat er te vaak financiële producten in portefeuilles werden geplaatst of aanbevolen die een te hoog risico inhielden, een risico dat duidelijk boven de zogenaamde risicoappetijt lag van de betrokken beleggers. Daarbij kwam ook dat er geregeld (potentiële) belangenconflicten waren verweven in aanbevolen transacties. Het kwam voor dat er

effecten werden aanbevolen, niet in het beste belang van de belegger, maar voor een groter financieel gewin voor de beleggingsonderneming<sup>2</sup>.

2. De Europese wetgever introduceerde daarom verplichtingen inzake kennis over de kenmerken van financiële instrumenten waarover de beleggingsondernemingen dienen te beschikken, de zogenaamde productgovernanceverplichtingen. Op deze manier tracht de Europese wetgever een verhoogde beleggersbescherming te garanderen. De verhoogde beleggersbescherming vindt men terug in de mogelijkheid om een betere koppeling te bekomen tussen het geplaatste of aanbevolen product en de voorbestemde doelmarkt van deze producten. Deze koppeling zou naar aanleiding van de

<sup>1</sup> Bedrijfsjurist; Doctoraatsstudent Universiteit Antwerpen, onderzoeksgroep Onderneming en Recht.

<sup>2</sup> Consideransen 70 en 71 van de Europese richtlijn nr. 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn nr. 2002/92/EG en nr. richtlijn 2011/61/EU *Pb. L.* 12 juni 2014, afl. 173, 360-361).

nieuw geïntroduceerde verplichtingen en verworven kennis beter doordacht en gegrond moeten zijn.

De nieuwe verplichtingen zijn complementair aan de bepalingen omtrent de geschiktheids- en passendheidstoetsing onder MiFID II waarbij men beoogt tijdens het verlenen van beleggingsdiensten enkel financiële instrumenten aan te bevelen die geschikt of passend zijn, die met name overeenstemmen met het voorafgaand vastgesteld beleggersprofiel van de betrokken belegger<sup>3</sup>.

Beide toetsingsverplichtingen beogen een verhoogde beleg-

gersbescherming waarbij onder andere de kennis en ervaring, beleggingsdoelstellingen en financiële situatie van de belegger een grote rol spelen. Er zijn echter belangrijke verschillen tussen beide toetsingen en zij hebben elk hun eigen kenmerken en bestaansredenen.

3. Hoe deze productgovernanceverplichtingen praktisch hun uitwerking krijgen in de dagelijkse activiteiten van de beleggingsondernemingen en de verhouding ten aanzien van de geschiktheidstoetsing (suitability test) worden hierna meer in detail besproken.

## PRODUCT GOVERNANCE: ALGEMEEN

4. Het is niet de bedoeling van dit artikel om een detailistische opsomming te geven van alle wettelijke (en technische) verplichtingen die werden geïntroduceerd door de productgovernanceverplichtingen maar eerder om enkele specifieke onderwerpen te analyseren en de praktische implementatie in de financiële sector te bespreken<sup>4</sup>.

5. Het belangrijkste element en tevens de rode draad doorheen het productgovernanceverhaal is de toekenning van doelmarkten aan financiële instrumenten. Via deze toekenning van doelmarkten kan men op een geïjkte manier producten koppelen aan de beoogde doelmarkt. Het is zo dat er voor de aangeboden of aanbevolen financiële instrumenten telkens een doelmarkt moet gedefinieerd worden door middel van het invullen van basiscategorieën zoals het type belegger, de kennis en ervaring van de beoogde belegger, zijn vermogen om verliezen te dragen, risicotolerantie en de beleggingsdoelstellingen. Deze categorieën zijn cumulatief in acht te nemen. Indien de kenmerken van het financieel product er om vragen kunnen elk van deze categorieën vervolgens nog verder onderverdeeld worden in subcategorieën of desgewenst kunnen er bijkomende categorieën toegevoegd worden aan de beoordeling om een specifiekere doelmarkt<sup>5</sup> te kunnen vaststellen<sup>6</sup>.

Deze verplichting komt in de eerste plaats toe aan de beleggingsondernemingen die financiële instrumenten vervaardigen, creëren, ontwikkelen, uitgeven en of ontwerpen, de zogenaamde productontwikkelaars<sup>7</sup>.

6. Het is de verantwoordelijkheid van de productontwikkelaar om deze toekenning in eerste instantie te verzorgen omdat hij het best op de hoogte is van de kenmerken van zijn eigen ontworpen product. Deze definitie is weliswaar gebaseerd op zijn theoretische kennis, ervaring met het product of soortgelijke producten, financiële markten en de behoeften, kenmerken en doelstelling van potentiële beleggers<sup>8</sup>.

Ook de productdistributeur, de beleggingsonderneming die een beleggingsproduct en -dienst aan een cliënt aanbiedt, aanbeveelt of verkoopt, is nadien op zijn beurt verplicht om de doelmarkt te bepalen ten aanzien van de producten die hij in omloop wilt brengen. Het is niet omdat de ontwikkelaar reeds een doelmarkt heeft vastgesteld dat deze verplichting voor de distributeur komt te vervallen. Bij zijn bepaling van de doelmarkt zal de distributeur rekening houden met zijn kennis over de eindbelegger en distributiestrategie<sup>9</sup>. Het is op basis van de kennis die de distributeur heeft over de eindbelegger dat de doelmarkt zoals toegekend door de ontwik-

<sup>3</sup> Art. 27ter, § 2 van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten (*BS* 4 september 2002, p. 39.121) (de “*wet van 2 augustus 2002*”).

<sup>4</sup> Ter referentie: art. 16, 3., art. 24, 2. van de Europese richtlijn nr. 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van richtlijn nr. 2002/92/EG en richtlijn nr. 2011/61/EU (*Pb. L.* 12 juni 2014, afl. 173, 349 *et seq.*) (“*MiFID II*”); art. 9-10 van de Europese gedelegeerde richtlijn nr. 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 tot aanvulling van richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen (*Pb. L.* 31 maart 2017, afl. 87, 500 *et seq.*); art. 27, § 2 wet 2 augustus 2002; art. 21-23 van het koninklijk besluit van 19 december 2017 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (*BS* 27 december 2017, p. 114.825) (het “*MiFID II-KB*”).

<sup>5</sup> ESMA, Richtsnoeren voor productgovernancebepalingen van MiFID II, 5 februari 2018, ESMA35-43-620 NL, par. 16 (“*ESMA-richtsnoeren*”). Denk hierbij bv. aan een bijkomende categorie zoals “interesse in duurzaam beleggen” die wordt toegekend aan een financieel instrument om tegemoet te komen aan specifieke interesses van bepaalde groepen beleggers.

<sup>6</sup> Art. 22, § 9 en 11 MiFID II-KB.

<sup>7</sup> Art. 22 MiFID II-KB; V. COLAERT, “t Amendement: Product Governance: Paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen”, *TRV-RPS* 2018, nr. 7, 804-805; ESMA-richtsnoeren, par. 6.

<sup>8</sup> Art. 22, § 9 MiFID II-KB; ESMA-richtsnoeren, par. 35.

<sup>9</sup> Art. 23 MiFID II-KB; V. COLAERT, “t Amendement: Product Governance: Paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen”, *TRV-RPS* 2018, nr. 7, 806-807; ESMA-richtsnoeren, par. 6, 27 en 36.

kelaar zal worden afgetoetst en verder wordt verfijnd waar nodig. De distributeur mag tijdens zijn definiëring van doelmarkt echter niet afwijken van fundamentele beslissingen die werden genomen door de ontwikkelaar<sup>10</sup>.

De distributeur verwerft zijn kennis over de eindbelegger via de zogenaamde “MiFID questionnaire”. Het is pas op het moment dat men beschikt over zowel de nodige informatie over de belegger als over het instrument dat er een koppeling tussen beide kan gebeuren. Met andere woorden, het is de taak van de productdistributeur om ervoor te zorgen dat zijn aanbevolen of aangeboden producten en diensten overeenstemmen met de behoeften, kenmerken en doelstelling van de gedefinieerde eindbelegger<sup>11</sup>.

De mogelijkheid bestaat dat er door het verschillend standpunt van enerzijds de productontwikkelaar en anderzijds de productdistributeurs een andere interpretatie is van wat de correcte doelmarkt in werkelijkheid is. Hiervoor verwijst ik naar de bespreking onder “De product governance informatiecirkel” hieronder.

7. Met betrekking tot beleggingsondernemingen die een automatisch proces gebruiken bij de toekenning van doelmarkten heeft de European Securities and Markets Authority (“ESMA”) een specifieke ongerustheid geuit. De nadruk werd gelegd op de vereiste om niet alleen op grond van kwantitatieve criteria de potentiële doelmarkt vast te stellen, maar dat er ook voldoende kwalitatieve aspecten in aanmerking moeten genomen worden. Men merkt op dat algoritmes voornamelijk rekening zullen houden met criteria zoals volatiliteit en de kredietrating van emittenten om geautomatiseerd punten toe te kennen aan producten. Via dergelijk puntensysteem zullen dan potentiële doelmarkten vastgesteld worden. De productontwikkelaars mogen zich echter niet alleen op dit numeriek systeem baseren maar moeten ook kwalitatieve criteria in acht nemen, zoals de complexiteit en innovatief karakter van het product, die voornamelijk voortkomen uit inhoudelijke analyses van het onderliggend activa waarvoor de doelmarkt gedefinieerd wordt<sup>12</sup>.

Het is aan de beleggingsondernemingen die dergelijk proces gebruiken om het gebruik zodanig te omschrijven en te moti-

veren dat het voor de toezichhouders duidelijk is dat er inderdaad genoeg kwalitatieve criteria in acht worden genomen<sup>13</sup>.

8. Zoals hierboven reeds kort toegelicht heeft de wetgever in zijn productgovernancebepalingen inderdaad een onderscheid gemaakt tussen verplichtingen die toekomen aan enerzijds productontwikkelaars en anderzijds aan productdistributeurs. In de relevante wettelijke bepalingen is weliswaar geen onderscheid gemaakt in de verplichtingen naar gelang het soort financieel instrument of aangeboden dienstverlening<sup>14</sup>. De productgovernancebepalingen zijn bijgevolg ook van toepassing op de execution-only<sup>15</sup> dienstverleningen waar men als beleggingsonderneming gezien de aard van de dienstverlening in principe minder kennis heeft over de eindbelegger<sup>16</sup>. De kenmerken van de productgovernancebepalingen zorgen er wel voor dat er een beperktere impact is op een execution-only dienstverlening dan op vermogensbeheer en adviesverlening. Zo zal de beleggingsonderneming voornamelijk naar de gedefinieerde distributiestrategie kijken en wordt er verder geen beoordeling gedaan op vlak van de beleggingsdoelstellingen of financiële draagkracht van de eindbelegger. Wat de toetsing en koppeling ten aanzien van de kennis en ervaring betreft zal dit enkel plaatsvinden bij transacties waar complexe financiële producten het voorwerp uitmaken. In dat laatste geval dient er dan ook een passendheidstest<sup>17</sup> afgenomen te worden door de beleggingsonderneming<sup>18</sup>.

9. Bij het nakomen van de productgovernanceverplichtingen is een proportionele toepassing toegelaten, rekening houdend met de aard van het financieel instrument, de beleggingsdienst en de doelmarkt van het product. De toepassing van de proportionaliteit vertaalt zich in de praktijk bijvoorbeeld in het niveau van detail dat men in acht moet nemen bij de toekenning van de doelmarkten afhankelijk van de complexiteit van het product. Voor plain vanilla gemengde fondsen zal de doelmarkt minder nauwkeurig worden vastgesteld, terwijl dit voor meer ingewikkelde producten zoals gestructureerde of minder gebruikelijke producten wel nauwkeuriger zal dienen te gebeuren<sup>19</sup>.

<sup>10</sup>. ESMA-richtsnoeren, par. 38.

<sup>11</sup>. Art. 23, § 2 MiFID II-KB.

<sup>12</sup>. ESMA-richtsnoeren, par. 13.

<sup>13</sup>. Art. 22, § 6 en 9 MiFID II-KB.

<sup>14</sup>. Art. 21-23 MiFID II-KB.

<sup>15</sup>. Men spreekt over een execution-only dienstverlening wanneer de dienst slechtst bestaat in het uitvoeren van orders van cliënten en/of het ontvangen en doorgeven van orders in financiële instrumenten. Bij deze dienst wordt er geen advies verstrekt door de beleggingsonderneming en gebeuren de orders op eigen initiatief van de cliënt.

<sup>16</sup>. ESMA Guidelines, par. 31.

<sup>17</sup>. De passendheidstest is een “light” versie van de geschiktheidstest. In tegenstelling tot de geschiktheidstest wordt enkel gevraagd naar de kennis en ervaring die de eindbelegger heeft op het vlak van beleggen.

<sup>18</sup>. Art. 27ter, § 3 en 5 wet van 2 augustus 2002.

<sup>19</sup>. Consideransen 18 en 19 van de gedelgeerde richtlijn nr. 2017/593 van 7 april 2016 tot aanvulling van richtlijn nr. 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen (*Pb.* L. 31 maart 2016, afl. 87, 502); ESMA-richtsnoeren, par. 21 *et seq.*

Gezien er op deze manier een grote verantwoordelijkheid wordt geplaatst bij de beleggingsondernemingen is deze proportionele toepassing van de wetsbepalingen onmisbaar zonder afbreuk te doen aan de beoogde beleggersbescherming<sup>20</sup>. Dit brengt potentieel een zeker niveau van onzekerheid met zich mee wanneer het aankomt op de correcte toepassing van de wetsbepalingen, bijvoorbeeld wanneer men in een grijze zone terecht komt bij de toekenning van doelmarkten indien men producten moet definiëren die niet plain vanilla zijn, maar ook niet behoren tot de zeer complexe of minder gebruikelijke categorieën van producten.

Voor financiële instrumenten die zich in de uiterste delen bevinden van het spectrum van complex, dan wel niet-complexe producten zal de toekenning namelijk op een eenduidigere manier kunnen gebeuren dan voor instrumenten die zich tussenin bevinden. De doelmarkt zal voor een eenvoudig gemengd fonds namelijk makkelijker te definiëren zijn

dan het geval zal zijn voor een gespecialiseerd beleggingsfonds dat zich specifiek richt op een bepaalde nichemarkt. In dit laatste geval zal men specifiek te werk moeten gaan en de doelmarkt nauwer omschrijven<sup>21</sup>.

Dergelijke potentiële onzekerheid of gronden voor discussie tussen toezichthouder en beleggingsondernemingen naar aanleiding van de toegelaten proportionaliteit is de wetgever niet ontgaan. De wetgever heeft namelijk voorzien in enerzijds een uitgebreide communicatieplicht tussen de productontwikkelaars en de betrokken productdistributeurs en anderzijds ook in een omstandige documentatieplicht in de vorm van bijvoorbeeld compliance verslagen die opvraagbaar zijn door de Belgische autoriteit voor financiële diensten en markten (de “FSMA”)<sup>22</sup>. Op die manier kunnen de beleggingsonderneming hun motivering omtrent de toegelaten proportionaliteit staven en beargmenteren.

## DE PRODUCT GOVERNANCE “INFORMATIECIRKEL”

**10.** Zoals gezegd brengen de productgovernancebepalingen verschillende informatieverplichtingen met zich mee voor zowel de productontwikkelaar als de productdistributeur. Dit leidt tot het ontstaan van een “informatiecirkel” die zich naarmate de tijd vordert zal sluiten.

**11.** Men vertrekt vanuit de gedachte dat het de productontwikkelaar is die het betrokken financieel instrument het beste kent. De ontwikkelaar is namelijk in de beste positie geplaatst om een juiste inschatting te maken voor welke soort beleggers het betreffende instrument bestemd is. Aan de andere kant vertrekt men vanuit de gedachte dat de productdistributeur zijn beleggers het beste kent. Deze twee uitersten tracht men samen te brengen door de verplichte onderlinge informatie-uitwisseling<sup>23</sup>.

**12.** Het is de productontwikkelaar die in eerste instantie verplicht is om ervoor te zorgen dat de productdistributeur in staat is het financieel product dat werd ontwikkeld op een passende wijze te begrijpen om vervolgens dit product aan te bevelen of te verkopen aan de eindbelegger. De te verstrekken informatie omvat tevens de passende kanalen voor dis-

tributie van het betreffende product<sup>24</sup>. Om tot dergelijk informatieniveau te komen waarbij de productdistributeur voldoende in staat is het product te begrijpen zal de productontwikkelaar omschrijven met welke groepen van cliënten het product in overeenstemming is, of net niet, wat betreft hun behoeften, kenmerken en doelstellingen. Dit komt neer op het toekennen van ofwel een positieve, dan wel negatieve doelmarkt. Bij deze toekenning van doelmarkten kan de productontwikkelaar in dit stadium echter wel alleen gebruik maken van zijn theoretische kennis en ervaring met het financieel product, of met soortgelijke producten, het sentiment van de financiële markten en de behoeften, kenmerken en doelstelling van de potentiële eindbeleggers<sup>25</sup>.

**13.** Merk op dat de wet enkel melding maakt van de toekenning van een positieve, dan wel negatieve<sup>26</sup> doelmarkt<sup>27</sup>. In principe is het de bedoeling dat producten enkel worden verkocht aan cliënten die behoren tot de positieve doelmarkt, het product is namelijk ontworpen en bestemd voor die groep van beleggers. De richtsnoeren van ESMA laten echter de mogelijkheid open om “buiten doelmarkt” te verkopen<sup>28</sup>. Dit betekent dat het product bij uitzondering verkocht

<sup>20</sup> Art. 22, § 1 en art. 23, § 1 MiFID II-KB.

<sup>21</sup> C. VERVLIEET, “MiFID II Product Governance: To boldly go where no one else has gone before?” in *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 155-156.

<sup>22</sup> Art. 23, § 8 MiFID II-KB.

<sup>23</sup> C. VERVLIEET, “MiFID II Product Governance: To boldly go where no one else has gone before?” in *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 158.

<sup>24</sup> Art. 22, § 13 MiFID II-KB.

<sup>25</sup> Art. 22, § 9 MiFID II-KB; V. COLAERT, “t Amendement: Product Governance: Paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen”, *TRV-RPS* 2018, nr. 7, 805.

<sup>26</sup> Het product is in dit geval onverenigbaar met de kenmerken van bepaalde cliënten binnen de gedefinieerde doelmarkt. Bijvoorbeeld, cliënten met een lage risicoappetijt behoren niet tot de doelmarkt van complexe producten zoals derivaten. Dergelijke producten zouden dus in principe niet gedistribueerd mogen worden aan cliënten die met andere woorden *uitgesloten* zijn van de gedefinieerde doelmarkt.

<sup>27</sup> Art. 22, § 9 MiFID II-KB.

<sup>28</sup> ESMA-richtsnoeren, par. 52 en 67-74.

kan worden in een grijze zone waarbij cliënten noch tot de positieve noch tot de negatieve doelmarkt behoren. Verkoop buiten doelmarkt zullen slechts voorkomen wanneer voldaan wordt aan de geschiktheidstoetsing tijdens het verlenen van beleggingsadvies en dit wordt gedaan om diversificatieredenen met de portefeuillebenadering in het achterhoofd. De reden om af te wijken van de positieve doelmarkt zal moeten gedocumenteerd worden door de distributeur<sup>29</sup>.

Een verkoop aan een belegger die behoort tot de negatieve doelmarkt, aan een belegger die in principe is uitgesloten uit de doelmarkt, mag slechts zelden voorkomen, ook al wordt deze verkoop ingegeven door diversificatieredenen. De redenen voor deze verkoop zullen door de distributeur omstandig geargumenteed moeten worden. Deze argumentatie zal beter dienen te worden onderbouwd dan het geval is bij een verkoop buiten doelmarkt<sup>30</sup>.

**14.** Eens de doelmarktinformatie is toegekend door de productontwikkelaar is het de bedoeling dat deze in de praktijk kan geïmplementeerd en toegepast worden bij de productdistributeur<sup>31</sup>. Om deze informatie op een eenvoudige en efficiënte manier tot bij de productdistributeurs te krijgen is er naar aanleiding van een initiatief binnen de financiële sector het “European MiFID Template” (de “EMT-file”) ontwikkeld. Deze template heeft ervoor gezorgd dat er op een uniforme wijze data uitgewisseld kan worden en dat de IT-systemen van de beleggingsondernemingen op een eenvoudigere manier de gestandaardiseerde informatie kunnen inladen en actualiseren<sup>32</sup>.

In de praktijk hebben productontwikkelaars de mogelijkheid om buiten doelmarkt te verkopen aangegrepen om de term “neutrale doelmarkt” het leven in te roepen en in bepaalde omstandigheden te gebruiken bij de toekenning van doelmarkten in de EMT-file naast de positieve en negatieve doelmarkt definiëring.

**15.** De informatie-uitwisseling betreft geen éénrichtingsverkeer. Het is aan de productdistributeur om de ontwikkelaars te voorzien van enerzijds verkoopinformatie en anderzijds informatie over de evaluaties van de productinformatie

die werden gedaan en eventuele klachten die werden ontvangen van beleggers<sup>33</sup>.

De verkoopinformatie die de distributeur aan de ontwikkelaar verstrekt houdt onder meer in dat er data wordt gedeeld over het type van cliënteel aan wie de producten werden verkocht, maar ook informatie over hoeveel producten er verkocht werden aan beleggers die niet tot de positieve doelmarkt behoren. Deze informatie kan op geaggregeerde basis worden gedeeld. Echter, wanneer er herevaluaties van de gedefinieerde doelmarkten plaats hebben gevonden sinds de laatste informatie-uitwisseling, wordt deze informatie op zich, en in detail aan de productontwikkelaar bezorgd. Dit laatste komt voor wanneer er bijvoorbeeld door marktomstandigheden een bepaald product plots zeer volatiel is geworden waardoor de gedefinieerde doelmarkt niet meer overeenstemt met de werkelijkheid. Het is in de eerste plaats de verplichting van de distributeur om deze wijziging intern door te voeren, en in de tweede plaats om de ontwikkelaar hiervan in te lichten<sup>34</sup>.

**16.** Op het moment van schrijven, een jaar na de inwerkingtreding van MIFID II, bestaat er nog geen uniforme wijze om de informatie-uitwisseling van distributeur naar ontwikkelaar te organiseren. Dezelfde werkgroep die de EMT-file heeft ontwikkeld werkt aan een aangepast model van de template om deze informatiestroom te faciliteren. In de praktijk wordt deze informatie thans op een eerder informele wijze en op verzoek verstrekt.

**17.** Het is door deze informatie-uitwisseling dat de informatiekring naar mate de tijd vordert zal sluiten. Op deze manier zal het verschil in kennis, zoals daarnet vermeld, kleiner en kleiner worden zodat de productontwikkelaar zich niet meer enkel moet baseren op theoretische kennis maar naar aanleiding van de informatie die de productdistributeur aanlevert, ook steeds beter de eindbeleggers van zijn productdistributeurs zal kennen.

Het uiteindelijke doel blijft dat er door deze productgovernancebepalingen een verhoogde kwaliteit ontstaat bij de koppeling van product aan de eindbelegger, en bijgevolg een verhoogde beleggersbescherming ontstaat.

<sup>29</sup>. ESMA-richtsnoeren, par. 52 en 70.

<sup>30</sup>. ESMA-richtsnoeren, par. 55 en 71.

<sup>31</sup>. Art. 22, § 9 en 13 en art. 23, § 2 MiFID II-KB.

<sup>32</sup>. C. VERVLIEET, “MiFID II Product Governance: To boldly go where no one else has gone before?” in *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Antwerpen, Intersentia, 2018, 162; zie ook: [www.efama.org](http://www.efama.org).

<sup>33</sup>. Art. 23, § 9 MiFID II-KB; consideransen 18 en 19 van de gedelgeerde richtlijn nr. 2017/593 van 7 april 2016 tot aanvulling van richtlijn nr. 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen (*Pb. L.* 31 maart 2016, afl. 87, 502); ESMA-richtsnoeren, par. 56-59.

<sup>34</sup>. Art. 23, § 5 en 9 MiFID II-KB.

## PRODUCT GOVERNANCE VERSUS DE “SUITABILITY TEST”

18. De geïnformeerde lezer merkt op dat wanneer men spreekt over de toetsing van de behoeften en kenmerken van de belegger men al snel terecht komt bij de geschiktheidstoetsing (de “suitability test”) die wordt gedaan bij de relevante transacties<sup>35</sup>. Men kan de vraag stellen of beide toetsingen elkaar niet opheffen? Het is namelijk zo dat de geschiktheidstoetsing er in bestaat dat de beleggingsonderneming moet nagaan of de transactie in een product overeenstemt met de kennis en ervaring van de belegger, zijn beleggingsdoelstellingen en zijn financiële draagkracht. Deze categorieën worden ook opgenomen in de definiëring van de doelmarkten onder de productgovernancebepalingen. Twee toetsingen in het teken van een verhoogde beleggersbescherming die op het eerste gezicht in elkaars vaarwater terecht komen.

Het antwoord op die vraag is: neen. In geen geval zal productgovernance aanleiding geven tot het opheffen van de geschiktheidsbeoordeling. Beide toetsingen blijven vereist en bestaan volledig onafhankelijk van elkaar<sup>36</sup>.

19. De uitwerking van de productgovernancebepalingen vindt plaats voorafgaand aan eventuele transacties. Deze bepalingen definiëren mee het productaanbod en de wijze van distributie<sup>37</sup>. Later, op transactieniveau zijn onder MiFID II de bestaande suitability vereisten verder uitgebreid ten aanzien van het MiFID I-regime, met ook enkele nieuwigheden zoals het geschiktheidsrapport. Dit rapport wordt aan de belegger bezorgd en legt uit waarom de beoogde transactie geschikt is voor die bepaalde belegger, rekening houdend met zijn kennis en ervaring, beleggingsdoelstellingen en financiële draagkracht<sup>38</sup>. Ook de zogenaamde portefeuillebenadering speelt een belangrijke rol in de geschiktheidstoetsing<sup>39</sup>.

20. De portefeuillebenadering betekent dat er bij de beoordeling van een transactie verder gekeken wordt dan enkel de transactie op zich. Dit vertaalt zich bij vermogensbeheer zo dat er bij de beoordeling van de geschiktheid van de transactie wordt gekeken naar de samenstelling van de volledige portefeuille, rekening houdend met de kennis en ervaring van elke transactie die mogelijk zou zijn binnen het mandaat, en waarbij de beleggingsdoelstellingen en beoordeling van de financiële draagkracht wordt getoetst aan de volledige portefeuille. Het verschil met adviesverlening is dat er voor de portefeuillebenadering in tegenstelling tot bij een mandaat vermogensbeheer voor de kennis en ervaring enkel wordt gekeken naar de desbetreffende transactie. Tijdens deze portefeuillebenadering houdt men ook rekening met de bestaande risicospreiding in bijvoorbeeld de aangehouden munten of geografische spreiding<sup>40</sup>.

21. Ondanks dat de beide toetsingen onafhankelijk van elkaar bestaan kan het wel zijn dat ze in elkaars vaarwater terecht komen. De portefeuillebenadering speelt namelijk ook een rol in de uitwerking van de productgovernancetoetsing. Het kan zijn dat er tijdens een adviesrelatie een bepaalde transactie wordt aanbevolen om diversificatieredenen. In dat geval kan het product buiten de toegekende doelmarkt worden aanbevolen/verkocht wanneer blijkt uit de geschiktheidstest dat het product inderdaad geschikt is ten aanzien van de portefeuille in zijn geheel<sup>41</sup>.

*Tabel 1. Schematische voorstelling van het onderscheid tussen product governance en de suitability test*

	Product Governance	Suitability test
Wie?	Productontwikkelaar en/of Productdistributeur.	Beleggingsondernemingen die vermogensbeheer of beleggingsadvies verstrekken.
Beleggingsdiensten	Vermogensbeheer, beleggingsadvies en <b>execution-only</b> .	Vermogensbeheer en beleggingsadvies.
Niveau van toetsing	Productniveau.	Transactieniveau.
Wanneer?	Voorafgaande definiëring van doelmarkten en distributiestrategie vooraleer deze worden opgenomen in het productaanbod. Continue waakzaamheid en herevaluatie.	Suitability test voorafgaand aan de transactie.

<sup>35</sup>. Art. 27ter, § 2 wet 2 augustus 2002.

<sup>36</sup>. ESMA-richtsnoeren, par. 33.

<sup>37</sup>. Art. 23, § 1 MiFID II-KB.

<sup>38</sup>. Art. 27ter, § 7 wet 2 augustus 2002.

<sup>39</sup>. ESMA, Final Report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 mei 2018, ESMA35-43-869, par. 80-81.

<sup>40</sup>. *Idem*.

<sup>41</sup>. ESMA-richtsnoeren, par. 52-55 en par. 67-74.

## VERSCHRALING VAN HET PRODUCTAANBOD?

**22.** De vraag rijst of de productgovernancebepalingen aanleiding kunnen geven tot een verschraling van het productaanbod. De hypothese ontstaat door de mogelijkheid dat er bepaalde beleggers worden uitgesloten als gevolg van een te nauwe of strikte toekenning van de doelmarkt. Voor de betrokken belegger heeft dit als gevolg dat een product dat in werkelijkheid misschien wel degelijk geschikt is voor hem en waarin hij interesse heeft, niet beschikbaar is, of niet aanbevolen zou kunnen worden omdat de productdistributeur het product niet heeft opgenomen in zijn aanbod of uitgesloten heeft uit een bepaald distributiekanaal.

Zoals gezegd betekent het productgovernanceregime een

verhoogde plicht en verantwoordelijkheid voor zowel de productontwikkelaars, als de productdistributeurs. Gezien er bij de toepassing van de wet op het moment van het schrijven nog steeds interpretatievragen rijzen is het denkbaar dat de betrokken beleggingsondernemingen eerder de voorzichtige weg willen bewandelen. Zo worden ook de moeilijkheden omtrent informatieverzameling en andere bijkomende verplichtingen vermeden samen met eventuele sancties door de toezichthouder bij een verkeerde toepassing<sup>42</sup>.

Het uiteindelijk effect van de productgovernancebepalingen op het productaanbod en of er inderdaad sprake zal zijn van een verschraling zal op termijn moeten blijken.

## DE COMPLIANCEFUNCTIE

**23.** Product governance heeft een grote operationele invloed op de beleggingsondernemingen, waarbij de nodige IT-aanpassingen nodig zijn. Ook de implicaties op de compliancefunctie mogen niet onderschat worden.

**24.** Een grote verantwoordelijkheid bevindt zich in de controletaken met betrekking tot de correcte koppeling van toegekende doelmarkten aan de juiste eindbeleggers maar ook de vereiste kennisgevingen die dienen te gebeuren aan de productontwikkelaar in geval van verkopen buiten de doelmarkt of bij negatief beoordeelde doelmarkten<sup>43</sup>. Daarbij komt kijken dat er een permanent toezicht is op de ontwikkeling en de periodieke evaluatie van de productgovernanceimplementering en om risico's op niet-naleving op te sporen<sup>44</sup>.

Product governance is ingegeven vanuit bezorgdheden omtrent belangenconflicten. Men wil namelijk vermijden dat producten worden aanbevolen of verkocht louter door het nastreven van het grootste financieel gewin. Daarom moeten de nodige aanpassingen doorgevoerd worden aan het beleid inzake belangenconflicten binnen de beleggingsonderneming<sup>45</sup>. Daarnaast moeten de personeelsleden die

betrokken zijn bij product governance over de nodige kennis en bekwaamheid beschikken. Een gevolg daarvan is dat ook het verplichte opleidingsplan onder MiFID II in die mate zal moeten opgesteld zijn om daar rekening mee te houden<sup>46</sup>.

Tot slot mag men niet vergeten dat er een algemene verslaggevingsplicht is door de compliancefunctie aan het wettelijk bestuursorgaan. Dit moet in staat zijn om daadwerkelijk controle uit te oefenen over het productgovernanceproces. De verslaggeving door de compliancefunctie is er zodat er een goede beoordeling kan gedaan worden over de aangeboden producten<sup>47</sup>.

**25.** Wanneer er producten buiten de positieve doelmarkt worden verkocht, zal dit opgenomen moeten worden in het geschiktheidsrapport<sup>48</sup>. Er kunnen zeker geldige redenen zijn waarom een product wordt verkocht buiten de toegekende doelmarkt, maar deze redenen moeten kunnen gerechtvaardigd worden door de afzonderlijke omstandigheden en de redenen voor de afwijking moeten worden gedocumenteerd. Ook hier zal de compliancefunctie de nodige controles op moeten uitvoeren<sup>49</sup>.

## DE PRIVAATRECHTELIJKE GEVOLGEN BIJ MISKENNING VAN DE PRODUCTGOVERNANCEBEPALINGEN

**26.** Er wordt kort stilgestaan bij de privaatrechtelijke herstel mogelijkheden waarover de belegger beschikt bij geleden schade, met een specifieke focus op een miskenning van

de productgovernancebepalingen door de beleggingsonderneming.

<sup>42</sup> V. COLAERT, "t Amendement: Product Governance: Paternalisme uitbesteed aan financiële instellingen", *TRV-RPS* 2018, nr. 7, 809-811.

<sup>43</sup> Art. 23, §1-2 en 9 MiFID II-KB; ESMA-richtsnoeren, par. 55.

<sup>44</sup> Art. 23, § 4 en 6 MiFID II-KB.

<sup>45</sup> Art. 23, § 3 MiFID II-KB.

<sup>46</sup> Art. 23, § 7 MiFID II-KB.

<sup>47</sup> Art. 23, § 8 MiFID II-KB.

<sup>48</sup> ESMA-richtsnoeren, par. 70.

<sup>49</sup> ESMA-richtsnoeren, par. 70.

Het is de FSMA die in eerste instantie toezicht uitoefent op de correcte toepassing van de gedragsregels opgelegd aan de beleggingsondernemingen<sup>50</sup>. Het is weliswaar niet zo dat de naleving van de productgovernancebepalingen enkel een “compliance-gegeven” is waar de beleggingsondernemingen zich aan moeten houden om de toezichthouder tevreden te stellen (zie o.a. randnrs. 22 *et seq.*)<sup>51</sup>. Een miskening van de bepalingen kan namelijk ook privaatrechtelijke gevolgen hebben.

In aanvulling van het algemeen contractueel aansprakelijkheidsregime van artikel 1134 van het Burgerlijk Wetboek en de algemene consumentenbescherming geboden door Boek VI van het Wetboek economisch recht voorziet de wet van 2 augustus 2002 in een weerlegbaar vermoeden van causaal verband tussen geleden schade en de inbreuk op enkele van de productgovernancebepalingen<sup>52</sup>.

Artikel 30<sup>ter</sup> van de wet van 2 augustus 2002 voorziet in functie van de productgovernancebepalingen enkel in een bijzondere bescherming voor wat betreft de verplichtingen die ontstaan onder artikel 27, § 3, eerste lid van dezelfde wet, rekening houdend met preciseringen van de relevante bepalingen door de Europese gedelegeerde verordening nr. 2017/565.

Meer bepaald, het betreft de verplichting voor de beleggingsondernemingen om de financiële instrumenten die ze aanbieden of aanbevelen: (i) te begrijpen, (ii) te beoordelen

of deze voldoen aan de behoeften van de betrokken belegger, (iii) rekening houden met de geïdentificeerde doelmarkt en tot slot (iv) enkel wanneer dit in het belang van de betrokken belegger is<sup>53</sup>.

*Bijvoorbeeld:* in het geval een beleggingsonderneming een inbreuk pleegt op de productgovernancebepalingen door tijdens een aanbeveling van een transactie geen rekening te houden met de geïdentificeerde doelmarkt en de belegger als gevolg daarvan schade lijdt voorziet de wet van 2 augustus 2002 in een weerlegbaar vermoeden van causaal verband tussen de verrichting en de inbreuk op de wet<sup>54</sup>.

27. De wet preciseert de verjaringstermijn waarbij de schending op de betreffende productgovernancebepaling kan ingeroepen worden gedurende een periode van 5 jaar vanaf de dag volgend op die waarop de betrokken belegger kennis heeft genomen van de schade, of de verzwaring ervan, en kan in geen geval meer worden ingeroepen na het verstrijken van een periode van 20 jaar vanaf de dag volgend op de dag waarop de betrokken schending zich heeft voorgedaan<sup>55</sup>.

De belegger geniet aldus van een langdurige bescherming ten aanzien van schade geleden door inbreuken op de betreffende productgovernancebepalingen door de beleggingsonderneming.

## CONCLUSIE

28. Product governance is in de eerste plaats iets dat vooral achter de schermen bij de beleggingsonderneming wordt geïmplementeerd en mee het productaanbod zal definiëren. Al zijn er zeker situaties, zoals hierboven beschreven, waarin product governance aanleiding geeft tot bepaalde kennisgevingen en transparantie naar buiten toe. Wanneer de productgovernancebepalingen correct worden toegepast is er een betere koppeling van het bestaande productaanbod

aan de eindbelegger. Als gevolg daarvan is er een verhoogde beleggersbescherming en kunnen er producten in portefeuille geplaatst worden die zowel de beleggingsonderneming als de eindbelegger goed begrijpen, en er geen ongewenste risico's worden aangegaan. De bepalingen bieden daarbij ook de ideale mogelijkheid aan om meer rekening te houden met de specifieke wensen en behoeften van de belegger.

<sup>50</sup>. Art. 33 wet van 2 augustus 2002.

<sup>51</sup>. R. HOUBEN en D. VANDERSTRAETEN, “De bescherming van de financiële consument door de FSMA”, *DCCR* 2016, p. 57-60, 47 *et seq.*; X. DIEUX en N. VANDERSTAPPEN, “Private Enforcement Regime: The confrontation between a compliance-based system and the general principles of civil liability” in *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Antwerpen, Intersentia, 2018, p. 337 *et seq.*

<sup>52</sup>. Art. 30<sup>ter</sup>, § 3 wet van 2 augustus 2002; R. HOUBEN en D. VANDERSTRAETEN, “De bescherming van de financiële consument door de FSMA”, *DCCR* 2016, p. 26-27, 8; X. DIEUX en N. VANDERSTAPPEN, “Private Enforcement Regime: The confrontation between a compliance-based system and the general principles of civil liability” in *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Antwerpen, Intersentia, 2018, p. 340-344 en p. 346; V. COLAERT, “MiFID II en de zorgplicht: niets nieuws onder de zon?” in *MiFID II & MiFIR: Capita Selecta*, Antwerpen, Intersentia, 2018, p. 111-113.

<sup>53</sup>. Art. 27, § 3 wet van 2 augustus 2002.

<sup>54</sup>. Art. 30<sup>ter</sup>, § 1 wet van 2 augustus 2002.

<sup>55</sup>. Art. 30<sup>ter</sup>, § 5 wet van 2 augustus 2002.