

NL

NL

NL



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 30.4.2009  
COM(2009) 204 definitief

**MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE  
RAAD**

**PAKKETPRODUCTEN VOOR RETAILBELEGGINGEN**

{SEC(2009) 556}  
{SEC(2009) 557}

# MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

## PAKKETPRODUCTEN VOOR RETAILBELEGGINGEN

(Voor de EER relevante tekst)

### 1. INLEIDING

Pakketproducten voor retailbeleggingen zijn pakketproducten die financiële markten eenvoudig toegankelijk maken voor kleine beleggers. Voor effectieve, verantwoorde retailbeleggingen is het van belang dat er een solide en consistent regelgevingskader voor dergelijke producten bestaat. Dat financiële producten transparant moeten zijn en dat onverantwoorde verkoop veel schade kan aanrichten, is wel gebleken met de huidige financiële crisis. Gezien het ineengestorte beleggersvertrouwen moet dringend worden gezorgd voor een solide regelgevingskader waarmee dit vertrouwen kan worden teruggewonnen.

Hoewel er al een uitgebreid communautair wetgevingscorpus bestaat dat beleggers bescherming biedt, variëren de juridische eisen die aan de producttransparantie, de verkoop en de adviesverlening worden gesteld, naargelang van de rechtsvorm van het product en het distributiekanaal. Al met al vertoont het kader voor de bescherming van de kleine belegger en voor een evenwichtige ontwikkeling van de markt voor pakketproducten voor retailbeleggingen weinig samenhang. De mate waarin de kleine belegger wordt beschermd, zou echter niet mogen afhangen van de rechtsvorm van deze producten.

De voorliggende mededeling vormt het sluitstuk van de werkzaamheden waartoe de Ecofin-Raad in mei 2007 heeft opgeroepen. Onder meer is in oktober 2007 een "call for evidence" gedaan, waarover in maart 2008 feedback gegeven, is in mei 2008 een technische workshop met vertegenwoordigers uit de sector gehouden en heeft in juli 2008 een open hoorzitting op hoog niveau plaatsgevonden.

In de mededeling wordt uiteengezet hoe de Europese Commissie het Europees wetgevingskader voor de verplichte informatieverstrekking en de verkooppraktijken bij pakketproducten voor retailbeleggingen in overeenstemming denkt te brengen met de marktrealiteit. Het doel is de invoering van een consistente horizontale aanpak voor de reglementering van de verplichte informatieverstrekking en de verkooppraktijken op Europees niveau, die losstaat van de wijze waarop het desbetreffende product wordt verpakt of verkocht.

Het uiteindelijke doel is een grotere transparantie van en een betere uitleg over aangeboden beleggingen op de markten voor pakketproducten voor retailbeleggingen en een verkoop van producten die is afgestemd op de belangen van de belegger. Daardoor zal een markt ontstaan waarop spaargelden niet om redenen van regelgevingsarbitrage naar bepaalde producten worden gesluisd.

Ook zal daarmee de basis worden gelegd voor een herstel van het door de financiële crisis sterk aangetaste beleggersvertrouwen in dergelijke pakketproducten. Door afschrijvingen en doordat beleggers zijn uitgestapt, is het vermogen dat in de meest gangbare pakketproducten

voor retailbeleggingen is belegd, teruggelopen van 10 biljoen euro eind 2007 tot naar schatting zo'n 8 biljoen euro eind 2008. De voorliggende mededeling moet worden gezien in het kader van de hervormingsmaatregelen om de regelgevingstekortkomingen aan te pakken die met de financiële crisis aan het licht zijn gekomen. De Europese Commissie had deze maatregelen al aangekondigd in haar mededeling voorafgaande aan de voorjaarsbijeenkomst van de Europese Raad.

### **Wat zijn pakketproducten voor retailbeleggingen?**

Kleine beleggers beleggen momenteel grotendeels via pakketproducten op de financiële markten. Deze producten vervullen ondanks de uiteenlopende rechtsvormen ervan, voor kleine beleggers min of meer dezelfde rol:

- ze vertegenwoordigen een positie in onderliggende financiële activa, maar in pakketvorm, zodat een ander risico wordt gelopen dan bij rechtstreekse deelnemingen;
- hun primaire functie is kapitaalopbouw, hoewel soms kapitaalbescherming wordt geboden;
- ze zijn meestal bedoeld voor de retailmarkt voor middellange- tot langetermijnbeleggingen;
- ze worden rechtstreeks aangeboden aan kleine beleggers, maar kunnen ook worden verkocht aan professionele beleggers.

Op hun zoektocht naar geschikte beleggingsmogelijkheden kijken veel kleine beleggers naar alle relevante productfamilies. Dit wordt steeds gemakkelijker gemaakt door banken en andere distributiekkanalen die een breed scala aan beleggingsproducten verkopen. Kader 1 bevat een overzicht van de voornaamste pakketproductfamilies. Deze productfamilies verschillen onderling qua fiscale behandeling en qua vorm waarin zij als belegging worden aangeboden. Welk product voor bepaalde beleggers het meest geschikt is, hangt in doorslaggevende mate af van hun profiel, dat varieert naargelang van hun financiële situatie en beleggingsbehoeften, gezinsomstandigheden, leeftijd, belastingprofiel en risicobereidheid.

Het overzicht hieronder is niet volledig, omdat voortdurend nieuwe beleggingsproducten ontstaan en de genoemde beleggingsproducten niet als enige geschikt zijn voor de retailmarkt. Niettemin kunnen zowel het overzicht als de beschrijving als vertrekpunt dienen om uit te maken wat voor retailbeleggingsproducten onder dit initiatief vallen.

#### **Kader 1: Pakketproductfamilies**

*De volgende productbeschrijvingen zijn slechts van indicatieve aard. In de meeste gevallen bestaan er momenteel geen algemeen aanvaarde juridische definities van de productfamilies in kwestie.*

- **Beleggingsfondsen.** Een beleggingsfonds is een vehikel voor collectieve belegging dat de gepoolde middelen van een groot aantal beleggers tegen vergoeding belegt. De fondsen trekken geld aan door "rechten van deelneming" aan beleggers te verkopen. In de EU kan het bij dergelijke fondsen om ofwel icbe's (instellingen voor collectieve belegging in effecten die bij de Icbe-Richtlijn zijn geharmoniseerd) ofwel nationaal gereguleerde fondsen (niet-geharmoniseerde fondsen of niet-icbe's) gaan.

- **Beleggingen in de vorm van een levensverzekering.** Bij unit-linked levensverzekeringen wordt een deel van de premie gebruikt voor de levensverzekeringsdekking (de verzekerde som) en wordt de rest belegd in fondsen als icbe's. Het rendement op de polis hangt af van de performance van het fonds. In tegenstelling tot klassieke levensverzekeringsproducten wordt bij unit-linked verzekeringen doorgaans geen uitkering van een vast bedrag (met name bij overlijden/bij leven) gegarandeerd, maar in plaats daarvan een bedrag dat gelijk is aan een veelvoud van de marktwaarde van een of meer fracties van deelneming. Daarom draagt de polishouder per definitie het beleggingsrisico.
- **Gestructureerde effecten voor kleine beleggers.** Gestructureerde effecten zijn afgeleid van of gebaseerd op één effect, een mandje effecten, een index, een grondstof, een schuldtitlet en/of een buitenlandse valuta. Bij een gestructureerd effect neemt een zakenbank doorgaans de verplichting op zich om op een bepaald tijdstip een bedrag uit te keren dat volgens een van te voren vastgestelde formule wordt berekend. De meeste gestructureerde effecten bieden een volledige bescherming van de hoofdsom aan het eind van de looptijd. Andere bieden een rendement met hefboomwerking, maar beschermen de hoofdsom niet of slechts in beperkte mate. Aan beleggers kunnen ze onder meer worden verkocht als certificaten, structured notes (obligaties) of warrants.
- **Gestructureerde termijndeposito's.** Gestructureerde termijndeposito's bestaan uit een termijndeposito in combinatie met een in het contract besloten optie of een rentestructuur. Via transacties in derivaten als rente- en valutaopties moet een bepaald uitkeringsprofiel worden gerealiseerd.

Bij de ontwikkeling van deze producten en de verkoop ervan aan kleine beleggers zijn talrijke financiële instellingen uit diverse financiële dienstensectoren betrokken. Fondsbeheerders, verzekeringsondernemingen en handels- en zakenbanken structureren en beheren deze producten, die zij hetzij rechtstreeks, hetzij via een netwerk van financiële intermediairs, zoals makelaars, verzekeringstussenpersonen en onafhankelijke financiële adviseurs, distribueren onder kleine beleggers.

### **Risico's voor de kleine belegger**

In een goed werkende markt kan concurrentie tussen beleggingsproducten heilzaam werken voor de kleine belegger en de economie in bredere zin. Concurrentie kan de druk verhogen om met producten te komen die inspelen op veranderingen in de marktsituatie en de behoeften van de belegger.

Pakketproducten voor retailbeleggingen kunnen ook bepaalde voordelen opleveren. Zo kunnen kleine beleggers hun risico's spreiden of op een bepaald risico/rendement mikken. Ook wordt toegang verkregen tot professionele beleggingsexpertise die bij rechtstreekse beleggingen niet dan wel tegen hoge kosten kan worden verkregen.

Er is echter sprake van een duidelijke informatie- en expertiseasymmetrie tussen enerzijds de ontwikkelaars en distributeurs van producten en anderzijds de kleine beleggers, die op financieel gebied doorgaans vrij weinig kennis van zaken hebben. Er kan een nog grotere asymmetrie ontstaan door beleggingen te "verpakken" en bijvoorbeeld complexer te maken waardoor de wezenlijke beleggingskenmerken minder transparant worden, of door extra kostenlagen in te bouwen die niet meteen opvallen.

De consument is dus aangewezen op zowel de productinformatie van productontwikkelaars als op de diensten van bijvoorbeeld distributeurs en financiële adviseurs.

Onduidelijke of onvolledige informatie vergroot de kans op dat voor een ondeugdelijk of verkeerd begrepen product wordt gekozen. Evenzo kunnen ondeugdelijke producten worden verkocht als de verkoopprocessen en de financiële advisering niet zijn gericht op hetgeen de cliënt nodig heeft. Dit zal vaker voorkomen wanneer de belangen van koper en verkoper uiteenlopen. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn wanneer de productinitiatoren het voor een distributeur of een adviseur financieel aantrekkelijk maken om juist hun product te verkopen.

Er bestaat dus gevaar dat de belegger door een ondeugdelijke belegging financiële schade lijdt, of dat nu rechtstreeks is dan wel in de vorm van alternatieve kosten. Daardoor kan het vertrouwen van de consument in pakketproducten voor retailbeleggingen worden ondermijnd.

### **Reglementering van de productinformatie over en de verkoop van pakketproducten voor retailbeleggingen**

Vanwege genoemde risico's voor de kleine belegger is op Europees en nationaal niveau regelgeving ingevoerd.

In een aantal gevallen heeft deze betrekking op de producten zelf en wordt bijvoorbeeld de toegang van kleine beleggers tot bepaalde productcategorieën beperkt of mogen beheerders van het vermogen van kleine beleggers alleen in bepaalde activa beleggen. Deze strategie is in een aantal sectoren succesvol gebleken, maar is vanwege de financiële innovatie in de praktijk niet altijd gemakkelijk uit te voeren.

Daarom hebben regelgevers zich vaker gericht op een verbetering van de mogelijkheden om tot een juiste beleggingsbeslissing te komen. Daarbij hebben ze de nadruk gelegd op:

- de vorm en inhoud van de wezenlijke beleggers**informatie** en aanverwant promotiemateriaal die beleggers vóór hun beleggingsbeslissing krijgen. Er wordt steeds meer belang gehecht aan beknopte informatie over de hoofdkenmerken van de beleggingsaanbiedingen (kosten, verwacht risico/rendement etc.) die gericht is op de informatiebehoeften van kleine beleggers;
- gedragsregels voor productdistributeurs en het voorkomen, het beheer en de bekendmaking van belangenconflicten bij de verkoop of adviesverlening (**verkoopregels**).

Dergelijke regels bieden geen garantie voor een goede beslissingsbeslissing. Evenmin kunnen ze bescherming bieden tegen ongunstige beleggingsresultaten, aangezien aan de meeste beleggingsproducten het marktrisico is verbonden. Wel kunnen ze het gevaar dat het resultaat voor de beleggers ongunstig uitvalt zonder dat zij daarvoor van te voren gewaarschuwd waren, tot een minimum beperken.

Daarnaast worden niet-aflatende inspanningen geleverd om de **financiële kennis** van kleine beleggers in de Europese Unie te verbeteren zodat ook leken op beleggingsgebied verantwoorde financiële beslissingen kunnen nemen. Financiële educatie is van essentieel belang, maar wil niet zeggen dat initiatoren en intermediairs van beleggingsproducten geen duidelijke verantwoordelijkheid dragen.

## 2. VOLDOET HET EUROPESE RECHTSKADER AAN HET BEOOGDE DOEL?

Instellingen die pakketproducten voor retailbeleggingen initiëren, distribueren en verkopen, moeten aan allerlei communautaire wetgevingsbepalingen voldoen.

Op Europees niveau zijn de verplichte informatieverstrekking en de verkooppraktijken bij een reeks sectorale richtlijnen voor het effecten-, verzekerings- en fondswezen en bij sectoroverschrijdende wetgeving voor bepaalde verkoopkanalen of commerciële praktijken gereguleerd. De meeste sectorale richtlijnen bevatten bepaalde informatievoorschriften die in voorkomend geval worden aangevuld met de voorschriften van sectoroverschrijdende wetgeving. Verkoop en advies zijn voornamelijk gereguleerd bij twee richtlijnen: de MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) en de IMD (Insurance Mediation Directive). Deze richtlijnen bevatten onder meer voorschriften voor de gedragsregels op het verkooppunt en voor het beheer en de bekendmaking van belangenconflicten.

Zoals uit tabel 1 blijkt, heeft dit geleid tot een lappendeken van regels, met andere woorden de communautaire regelgeving is op deze gebieden sterk versnipperd. Pakketproducten voor retailbeleggingen zijn wat de verstrekking van productinformatie en de verkooppraktijken betreft onderworpen aan regels die variëren naargelang van de rechtsvorm ervan en het kanaal via welke ze worden verkocht. Voorts vallen sommige producten en distributiekanaalen momenteel niet onder het Gemeenschapsrecht.

**Tabel 1:** Communautaire regelgeving inzake de verstrekking van informatie over en de verkoop van pakketproducten voor retailbeleggingen

	Icbe's	Niet-geharmoniseerde beleggingsfondsen	Unit-linked levensverzekeringen	Gestructureerde effecten en closed-end fondsen	Gestructureerde termijndeposito's
Informatieverplichtingen van ontwikkelaars, uitgevers en intermediairs	Vereenvoudigd prospectus van Icbe-Richtlijn	MiFID  (strengere informatieverplichtingen voor MiFID-intermediairs bij de verkoop van financiële instrumenten)	Geconsolideerde levensverzekeringsrichtlijn	Prospectusrichtlijn	Geen EU-regelgeving <sup>1</sup>
	MiFID  (strengere informatieverplichtingen voor MiFID-intermediairs bij de verkoop van financiële instrumenten)		IMD (voor bepaalde informatieverplichtingen)	MiFID  (strengere informatieverplichtingen voor MiFID-intermediairs bij de verkoop van financiële instrumenten)	
	Richtlijn elektronische handel of richtlijn verkoop op afstand van financiële diensten				
Verkoopregels	MiFID	MiFID	IMD	MiFID	Geen EU-regelgeving
	Icbe-Richtlijn				
	Richtlijn inzake elektronische handel of richtlijn inzake verkoop op afstand van financiële diensten				

### Geeft deze lappendeken van regels reden tot zorg?

Het huidige Europese regelgevingskader vertoont weinig samenhang en sluit niet goed aan bij de hedendaagse retailbeleggingsmarkt. Inconsistenties en lacunes in sectorale bepalingen ondermijnen het vertrouwen dat de beleggersbescherming bij alle producten voldoende gewaarborgd is.

Er zijn talrijke voorbeelden van een effectieve, consumentgerichte informatieverstrekking en verkoop met deugdelijke aanbevelingen. Vaak zijn er echter ook verliezen geleden omdat het product zelf, de informatie daarover of de verkoop tekortschoot. Het komt nog steeds voor dat kleine beleggers producten kopen zonder dat ze deze goed begrijpen.

De verliezen die beleggers lijden, zijn moeilijk te kwantificeren. Dit komt deels doordat het vaak om alternatieve kosten gaat. In de effectbeoordeling is een overzicht opgenomen van de informatie en deskundigenadviezen die in dit verband van belanghebbenden als consumenten, consumentenvertegenwoordigers, nationale regelgevers en marktdeelnemers zijn ontvangen. Daaruit blijkt dat regelgevingslacunes sterk afbreuk doen aan de belangen van de belegger.

### *Problemen bij de EU-regelgeving inzake de wezenlijke beleggersinformatie*

<sup>1</sup> Er is verder onderzoek nodig om na te gaan welke eisen precies moeten worden toegepast, afhankelijk van de vorm van het gestructureerde product, aangezien het mogelijk is dat in bepaalde omstandigheden bestaande eisen van toepassing kunnen zijn.



De vorm en inhoud van de beknopte informatie over min of meer vergelijkbare producten loopt duidelijk uiteen. Er bestaat geen samenhangende aanpak voor de verstrekking van wezenlijke informatie aan kleine beleggers over de uiteindelijke kosten, de productrisico's en -rendementen en de voorwaarden die verbonden zijn aan kapitaalgaranties.

In sommige gevallen krijgen consumenten te technische, slecht gepresenteerde of moeilijk te begrijpen informatie en is er sprake van een overdosis aan informatie. In andere gevallen werken de bestaande sectorale informatieverplichtingen niet goed bij pakketproducten voor retailbeleggingen. Dit is bijvoorbeeld het geval in de verzekeringssector, waar de informatieverplichtingen betrekking hebben op het gehele scala aan verzekeringsproducten en niet specifiek op beleggingsproducten. In weer andere gevallen bestaat er helemaal geen Europese regelgeving, zoals bij gestructureerde termijndeposito's. Een effectieve vergelijking van de kenmerken van de verschillende producttypen wordt daardoor bemoeilijkt, met alle gevolgen van dien voor de kwaliteit van de beslissing die de belegger moet nemen.

Met de financiële crisis is opnieuw gebleken dat een effectieve informatieverstrekking op deze gebieden van groot belang is. Er is twijfel gerezen of de belegger zich wel altijd goed bewust is van de neerwaartse risico's en de tegenpartijrisico's bij sommige productgaranties.

Juist daarom heeft de Europese Commissie het voorstel gedaan om het vereenvoudigd prospectus dat momenteel vereist is bij icbe's, te vervangen door een document met daarin kortere, duidelijkere en meer op beleggers gerichte informatie, de zogeheten "essentiële beleggersinformatie", afgekort EBI. Dit document bevindt zich thans in de ontwikkelingsfase. Bij de ontwikkeling ervan wordt nauw samengewerkt met belanghebbenden. Diverse proefversies zijn al uitgebreid getest onder kleine beleggers. Bij de verbetering van de verplichte informatieverstrekking voor alle pakketproducten voor retailbeleggingen vormen deze werkzaamheden het richtpunt.

### ***Zwakke punten in de regelgeving inzake verkooppraktijken***

De Europese bepalingen inzake verkooppraktijken moeten ervoor zorgen dat distributeurs professioneel en billijk te werk gaan en zich bij de verkoop of adviesverlening laten leiden door de behoeften van de belegger en dat daarnaast belangenconflicten voorkomen, effectief beheerd en bekendgemaakt worden. Dit is van essentieel belang. In een recente enquête onder beleggingsadviseurs heeft 72% van de respondenten aangegeven dat de provisiestructuur van invloed kan zijn op de verkoop van producten aan beleggers<sup>2</sup>.

Niettemin bestaan er verschillen tussen de MiFID en de IMD, de twee belangrijkste communautaire rechtsinstrumenten op dit gebied. Terwijl de MiFID een verfijnde regeling om belangenconflicten te voorkomen, te beheren en bekend te maken, en daarnaast nadere voorschriften voor de betaling van inducements aan intermediairs bevat, ontbeert de IMD een vergelijkbare regeling op deze gebieden en schrijft zij alleen voor dat intermediairs aan de cliënt moeten meedelen of hun advies op een objectieve analyse (op basis van een "toereikend aantal verzekeringsovereenkomsten") berust en of zij contractuele verplichtingen hebben jegens een of meer verzekeraars.

---

<sup>2</sup> CFA Institute European Union Member Poll on Executive Compensation and Retail Investment Products, januari 2009.

Hoewel met zowel de MiFID als de IMD nog niet veel praktische ervaring is opgedaan, vreest de Europese Commissie toch dat de kans op regelgevingsarbitrage en beleggersschade toeneemt doordat de in deze twee richtlijnen opgenomen normen voor de verkooppraktijk bij pakketproducten voor retailbeleggingen op bepaalde punten weinig samenhang vertonen.

Een aantal producten en distributiekanaal vallen niet onder genoemde richtlijnen. Rechtstreekse verkoop door de productontwikkelaars (zoals fondsbeheerders en verzekeringsondernemingen) zijn niet aan dezelfde regels onderworpen als de verkoop door intermediairs. Voorts bestaat er geen Europese regelgeving voor de distributie van gestructureerde termijndeposito's, die geen financiële instrumenten in de zin van de MiFID zijn. Deze lacunes leiden tot een ongelijk speelveld.

### **3. LEIDT WIJZIGING VAN DE EUROPESE WETGEVING OOK TOT VERBETERING?**

Zijn deze zwakke punten het gevolg van juridische inconsistenties op Europees niveau of zijn ze te wijten aan bijvoorbeeld een ontoereikende handhaving? Kunnen tekortkomingen in het Gemeenschapsrecht worden gecompenseerd door maatregelen van de lidstaten of de betrokken sectoren zelf?

Een aantal lidstaten heeft in verband met de inconsistenties en lacunes in het Europese regelgevingskader al zelf maatregelen getroffen en stellen op nationaal niveau extra eisen aan de verplichte informatieverstrekking en de verkooppraktijken om de te verhelpen. Ook hebben ontwikkelaars en distributeurs in veel sectoren gedragscodes opgesteld en bestpracticeverklaringen uitgegeven om de informatiedocumenten te verbeteren en een verantwoorde verkoop en adviesverlening te bevorderen.

Dit neemt niet weg dat deze maatregelen per definitie een beperkte geografische reikwijdte hebben. Ze kunnen geen gecoördineerde en systematische oplossing bieden voor de tekortkomingen van het Europese rechtskader. Door inconsistenties in het Gemeenschapsrecht worden nationale regelgevers belemmerd in hun pogingen de samenhang in de regelgeving te vergroten. Dit is met name het geval wanneer aanvullende nationale maatregelen ingevolge het Gemeenschapsrecht niet zijn toegestaan. Dit geldt zelfs voor producten die overwegend lokaal worden verkocht.

Voorts kunnen niet-gecoördineerde nationale oplossingen de werking van de interne markt belemmeren. Bij producten waarvan de grensoverschrijdende distributie momenteel niet aan formele harmonisatievoorschriften is onderworpen, kan een aantal belemmeringen voor de grensoverschrijdende retaildistributie ervan worden weggenomen door op Europees niveau meer samenhang te brengen in de EU-regelgeving voor informatieverstrekking en verkooppraktijken.

De Europese Commissie is dan ook tot de slotsom gekomen dat een resolute, systematische en gecoördineerde Europese aanpak nodig is voor de risico's die voortvloeien uit de versnippering van het regelgevingskader voor pakketproducten voor retailbeleggingen. Voor de totstandbrenging van een duurzaam Europees regelgevingskader dat zekerheid biedt, en voor een soepele werking van de interne markt is het noodzakelijk om de samenhang in dit kader te vergroten.

#### 4. WAT STELT DE EUROPESE COMMISSIE VOOR?

De Europese Commissie is van oordeel dat de bestaande sectorale lappendeken bij **zowel de verplichte informatieverstrekking als de verkooppraktijken** moet worden vervangen door een **horizontale aanpak**, die zal leiden tot een grotere consistentie, niet afhankelijk van de rechtsvorm van het product of het distributiekanaal, en kan worden uitgebreid tot innovatieve producten die in een gestage stroom op de retailmarkt verschijnen.

Een aanpak waarbij de bestaande sectorale wetgeving wordt gewijzigd en nieuwe wetgeving wordt ingevoerd voor sectoren die momenteel op deze gebieden nog niet zijn gereguleerd, lijkt een minder verstoringseffect op de bestaande vereisten te sorteren, maar gaat wel ten koste van de consistentie en bestendigt het risico dat later opnieuw maatregelen nodig zijn omdat deze wetgeving onvolledig of achterhaald blijkt.

Horizontale maatregelen houden de mogelijkheid open dat regelgeving later vanwege objectieve verschillen in productkenmerken enigermate wordt aangepast, en kunnen als Lamfalussy-wetgeving bestaan uit beginselen en kerneisen die voor alle relevante producten of actoren gelijk zijn, terwijl de nadere vorm en inhoud van de eisen kunnen worden afgestemd op de bijzondere kenmerken van de verschillende producten.

##### **Hoe ziet een horizontale aanpak eruit?**

Hieronder volgt een beschrijving van de beoogde aanpak voor de uitwerking van horizontale regelgeving voor zowel de verstrekking van wezenlijke informatie door de ontwikkelaars van pakketproducten voor retailbeleggingen als de verkoop van deze producten door intermediairs of andere distributeurs, met inbegrip van de initiator van het product zelf. Voor deze twee actiegebieden zijn twee aparte wetgevingsinitiatieven gepland. Dit komt met name omdat bij de verkoop van dergelijke producten andere entiteiten zijn betrokken dan bij het initiëren ervan. Deze aparte instrumenten moeten nauwkeurig op elkaar aansluiten.

##### ***Wezenlijke beleggersinformatie van productinitiatoren***

Een horizontale aanpak op dit gebied vereist een nieuw instrument waarmee de relevante bepalingen van de bestaande sectorale regelgeving worden vervangen of tot een geheel worden samengevoegd en worden uitgebreid tot momenteel nog niet gereguleerde producten.

Hieronder volgt een beschrijving van de voornaamste elementen van een horizontaal instrument voor pakketproducten.

##### **Kader 2: Wezenlijke beleggersinformatie**

###### ***Doel***

- Een zo vergaand mogelijke harmonisatie en standaardisatie van de wezenlijke retailinformatie zodat een vergelijking tussen de verschillende producten mogelijk wordt. Wel moeten de nadere voorschriften enigermate worden toegesneden op de bijzondere kenmerken van een product.

### ***Toepassingsgebied***

- Het nieuwe horizontale instrument geldt voor alle ontwikkelaars van pakketproducten voor retailbeleggingen en ongeacht of het product een aangepaste vorm van een ander onderliggend product is, zoals bij productverpakkingen.
- De producten vallen onder een pakketproduct voor retailbeleggingen, zoals voorlopig geschetst in hoofdstuk 1.

### ***Uitgangspunten op basis waarvan de essentiële beleggersinformatie zal worden opgesteld***

- Productinformatie moet correct, duidelijk en niet misleidend zijn en moet begrijpelijk zijn voor de doelgroep van beleggers, die vaak nauwelijks of geen ervaring hebben met beleggen.
- Zij moet alle gegevens bevatten die nodig zijn om een oordeelkundige beleggingsbeslissing te kunnen nemen (zoals de performance en risico's, kosten, garanties en de werking van het product, bijvoorbeeld of er vaste looptijden zijn) en moet zoveel mogelijk in een standaardvorm gegoten zijn zodat de verschillende producten gemakkelijker met elkaar kunnen worden vergeleken.
- Zij moet in een voor een kleine belegger passende format worden gepresenteerd en dus zo kort en eenvoudig mogelijk zijn (maar wel alle essentiële gegevens bevatten), en moet uitgebreid onder beleggers worden getest, om er zeker van te zijn dat deze het gewenste effect sorteert.
- Zij moet bijtijds aan beleggers worden verstrekt zodat hun beleggingsbeslissing daardoor nog kan worden beïnvloed. Verkopers van pakketproducten voor retailbeleggingen moeten worden verplicht om de door de ontwikkelaar van het product opgestelde verplichte informatie aan de beleggers te verstrekken. Dit geldt voor zowel de intermediairs als de ontwikkelaars van een product die dit product zelf verkopen, en geldt ook ongeacht of naast de verkoop nog andere diensten worden aangeboden, zoals adviesverlening.
- Bijbehorende publicitaire mededelingen moeten correct, duidelijk en niet-misleidend zijn en moeten duidelijk te onderscheiden zijn van de verplichte informatie, maar wel volledig daarmee in overeenstemming zijn.

De recente ontwikkeling van de EBI bij icbe's biedt een duidelijk referentiepunt voor de invulling van de verplichte informatieverstrekking over andere pakketproducten voor retailbeleggingen. Wel zijn aanpassingen nodig in verband met de bijzondere kenmerken en rechtsvormen van andere producten. Ook uit andere werkzaamheden van de Commissie, bijvoorbeeld met betrekking tot standaard Europese consumentenkredietinformatie zoals bepaald in de richtlijn Consumentenkrediet, kunnen lessen worden getrokken over de waarde van gestandaardiseerde precontractuele informatieverstrekking aan consumenten.

### ***Verkoop van pakketproducten voor retailbeleggingen door intermediairs en andere distributeurs***

De Europese Commissie is van oordeel dat voor de verkoop van pakketproducten voor retailbeleggingen dezelfde wetgevingseisen moeten gelden, ongeacht het distributiekanaal. De

MiFID-bepalingen inzake gedragsregels en belangenconflicten bieden daarvoor een duidelijk richtpunt. De desbetreffende maatregelen kunnen worden verruimd tot alle pakketproducten voor retailbeleggingen door het toepassingsgebied van de relevante MiFID-bepalingen uit te breiden tot alle entiteiten die dergelijke producten verkopen.

Een horizontale aanpak voor verkooppraktijken moet de volgende kernelementen bevatten:

### **Kader 3: Horizontale aanpak voor de reglementering van verkooppraktijken**

#### ***Toepassingsgebied***

- Consequente gedragsregels en bepalingen inzake inducements en belangenconflicten, met de MiFID-bepalingen als benchmark, moeten van toepassing zijn op alle verkopers van pakketproducten voor retailbeleggingen, ongeacht of de entiteit een intermediair dan wel de productontwikkelaar zelf is. Mogelijk moet in de nadere voorschriften rekening worden gehouden met de aangeboden dienst (adviesverlening, doorgeven van orders).

#### ***Uitgangspunten***

- Verkooppraktijken moeten gericht zijn op een billijke behandeling van de belegger.
- Bij de verlening van beleggingsadvies moet de adviseur de nodige stappen zetten om de verkochte producten te doen aansluiten bij het profiel en de behoeften van de belegger en de belegger inzicht te verschaffen in de aard van de dienstverlening.
- Indien een product zonder advies wordt verkocht, moet de belegger duidelijk worden gewezen op het beperkte karakter van de dienstverlening en op de risico's. In bepaalde omstandigheden kan het evenwel noodzakelijk zijn om na te gaan in hoever het product geschikt is voor de belegger.
- Bij verkopen met én zonder advies mogen belangenconflicten geen afbreuk doen aan de belangen van de belegger. Ze moeten waar mogelijk worden voorkomen dan wel worden onderkend, beheerd en bekend worden gemaakt op een voor de belegger begrijpelijke wijze.
- Bij verkopen met en zonder advies moeten beleggers bruikbare, duidelijke en trefzekere informatie ontvangen over de beloningsafspraken en alle kosten, provisies en vergoedingen die betaald zijn.
- Wie de geschiktheid van een product beoordeelt, moet dit product en de kenmerken ervan volledig begrijpen.

**Wat zijn de voornaamste problemen die zich bij de ontwikkeling van een horizontale aanpak kunnen voordoen?**

Hoewel er een vrij duidelijk beeld bestaat van het algemene concept van pakketproducten voor retailbeleggingen, is er een algemene definitie nodig die nauwkeurig genoeg is om

rechtsonzekerheid en arbitrage te voorkomen. Daarnaast moeten de producten worden benoemd die onder deze algemene definitie vallen.

De Europese Commissie is zich ervan bewust dat dit niet bepaald een gemakkelijke opgave is, maar acht deze definitieproblemen niet onoverkomelijk. In aansluiting op deze mededeling zal een algemene definitie worden uitgewerkt, met daarbij een "witte lijst" van producten die daar al dan niet onder vallen.

Voorts moet elk nieuw instrument stroken met bestaande sectorale wetgeving. Om overlappingsen te voorkomen, moeten bij nieuwe horizontale maatregelen alle relevante bestaande maatregelen ingetrokken en vervangen worden.

Ook zal het een lastig karwei zijn om bij de uitwerking van voorstellen voor de verstrekking van informatie over bijvoorbeeld de productkosten, de risico's en het mogelijke rendement de samenhang van deze informatie ondanks het duidelijk uiteenlopende karakter van de onderliggende producten te waarborgen. De ervaring met de ontwikkeling van strengere informatieverplichtingen bij icbe's heeft geleerd dat dit veel werk kost, dat dit werk een sterk technisch karakter heeft en dat de voorstellen uitgebreid onder beleggers moeten worden getest.

Om het gewenste resultaat te bereiken, is een betere regelgeving op zich echter niet voldoende. Een doeltreffende samenwerking tussen de nationale toezichthouders die zelf consistent en effectief toezicht houden, is eveneens van essentieel belang. Ook is het naast alle verbeteringen in de regelgeving, noodzakelijk dat de sector zich nadrukkelijk richt op de beleggersbehoeften en dat de financiële vaardigheden van kleine beleggers verbeteren.

## 5. CONCLUSIE

Ondanks de financiële crisis moet ervoor gezorgd worden dat pakketproducten voor retailbeleggingen weer aantrekkelijk worden voor beleggers. Iedereen moet immers blijven sparen en beleggen. Ook zal er behoefte blijven bestaan aan goed beheerde, veilige, begrijpelijke producten waarover voldoende informatie beschikbaar is en die op correcte wijze worden verkocht.

De Europese Commissie is zich ervan bewust dat pakketproducten voor retailbeleggingen van belang zijn voor de diversiteit van het aanbod aan effectieve beleggingsvehikels voor de retailmarkten en voor de efficiëntie van de kapitaalmarkten. Doordat productontwikkelaars en intermediairs potentiële beleggers aan beleggingen helpen die aan hun behoeften beantwoorden, zijn zij van essentieel belang voor de efficiëntie en effectiviteit van retailmarkten. Zij hebben natuurlijk wel recht op een beloning voor deze werkzaamheden.

De Europese Commissie acht het niet mogelijk om een duurzaam en toereikend regelgevingskader voor de verkoop van en de verstrekking van informatie over pakketproducten voor retailbeleggingen tot stand te brengen zonder de elementaire verschillen die voortvloeien uit Europese wetgeving, aan te pakken. De ontwikkeling van deze aanpak zal veel inspanningen kosten. Dit geldt ook voor de toezichthouders, die de regels moeten handhaven, en de sector zelf, die de nieuwe eisen moet implementeren. Het is van groot belang om de kostenimpact tot een minimum te beperken. Een horizontale, sectoroverschrijdende aanpak vraagt ook om veel extra coördinatie en overleg tussen de

bestaande sectorale toezichthouders, zodat de regels consistent worden uitgelegd en de betrokken sectoren weten waar ze aan toe zijn.

### **Volgende stappen**

De Europese Commissie begint nu met de uitwerking van voorstellen voor de in deze mededeling geschetste wetgevingsaanpak. Dit houdt het volgende in:

- ter voorbereiding van deze maatregelen wordt technische input van comités van nationale autoriteiten, technische comités en andere belanghebbenden verzameld;
- in het kader van de voorbereiding van wetgevingsmaatregelen en verdere effectbeoordelingen zal opdracht worden gegeven om achtergrondstudies te verrichten;
- eind 2009 wordt een eerste schets gepubliceerd van de mogelijke vorm en inhoud van de hierboven beschreven maatregelen. De belanghebbenden zullen worden geraadpleegd over dit ontwerp.