

# MiFID II EN HET EINDE VAN 'GRATIS' RESEARCH

Door Frank Dankers

**Vanaf januari 2018 mogen professionele beleggers geen gebruik meer maken van 'gratis' analistenonderzoek. Kosten zijn nu nog verborgen en zullen zichtbaar moeten worden. MiFID II staat namelijk ook voor de 'unbundling' van research.**

## UNBUNDLING

Met de invoering van MiFID II krijgt research een prijskaartje. De kosten voor research mogen dan niet meer onzichtbaar verwerkt zijn in de commissie van de broker. Dit heeft de nodige impact op zowel cliëntovereenkomsten als op de research zelf. In tegenstelling tot in Nederland staan in de UK de nieuwe regels al langer volop in de belangstelling. Vorig jaar vroeg Deloitte aan 17 firma's in de City waar volgens hen MiFID II de meeste impact op zou hebben. Bovenaan de lijst kwam research te staan (zie figuur 1). Het is vooral de Britse toezichthouder FCA die de kwestie op de Europese agenda heeft gezet. De markt voor research is, zo stelde de FCA in 2013, 'largely unpriced and opaque'. Van de £ 3 miljard commissie die vermogensbeheerders in de UK jaarlijks aan brokers betalen, kan £ 1,2 miljard gealloceerd worden aan research. Een bedrag dat uiteindelijk door de eindbelegger wordt betaald zonder dat dit inzichtelijk is. MiFID II bood het aanknopingspunt om 'unbundling' EU-breed te verwezenlijken. Inderdaad heeft de Europese toezichthouder ESMA (European Securities and Markets Authority) in 2014 deze gedachte overgenomen in haar voorstellen voor de nadere invulling van een aantal bepalingen uit MiFID II. Broker-research is een vorm van provisie in natura, aldus ESMA. Zij constateert dat beleggingsdienstverleners in de praktijk vaak researchrapporten ontvangen van de brokers waar zij orders voor klanten uitvoeren en

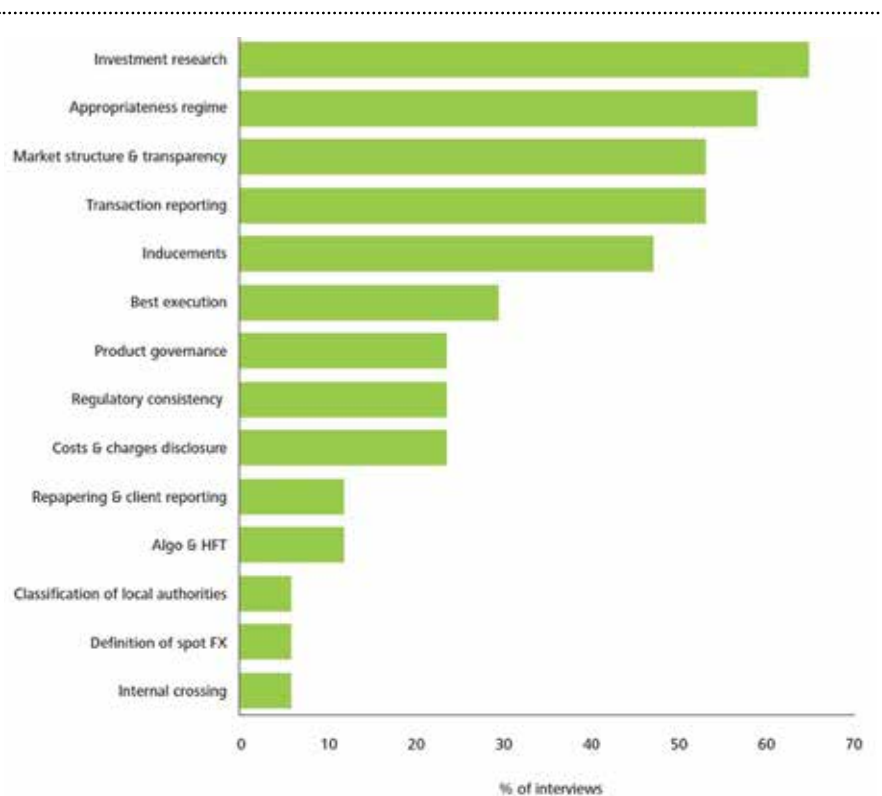
ziet daarin een belangentegenstelling. Kortom, de huidige praktijk stemt niet overeen met kostentransparantie en de plicht om te handelen in het beste belang van de cliënt. De Europese Commissie is met deze analyse van ESMA aan de slag gegaan en heeft in april van dit jaar de regels in de vorm van een gedelegeerde richtlijn bekendgemaakt. Deze richtlijn

moet nog in de wetgeving van elke lidstaat worden geïncorporeerd.

## DE REGELS

MiFID II verliest niet uit het oog dat de eindklant degene is die profiteert van de kennis die in de researchrapporten is verwerkt. Uiteindelijk betaalt deze eindklant ook, maar hij weet straks

Figuur 1: Key strategic themes MiFID II raised in interviews (%)



Bron: Deloitte, 2015.

eveneens waarvoor en hoeveel. De nieuwe regels bieden verschillende routes om dit mogelijk te maken. Allereerst moeten Europese vermogensbeheerders vooraf een budget voor research vaststellen. Een mogelijkheid is om vervolgens geld van cliënten te alloceren naar een *Research Payment Account* (RPA). Deze specifieke funding voor research wordt als een afzonderlijke, zichtbare kostenpost bij de cliënt in rekening gebracht, onafhankelijk van het aantal transacties en de omvang daarvan. Er zijn verschillende voorwaarden aan verbonden. Zo moet in een beleidsdocument duidelijk zijn gemaakt wat de kwaliteitscriteria voor research zijn en in welke mate analistenrapporten een bijdrage leveren aan de klantenportefolio. Deze aspecten moeten voortdurend bewaakt worden.

Een alternatief voor beleggingsdienstverleners is om zelf voor research te betalen of zelf een RPA te financieren via de verlies- en winstrekening. Een recente poll van EY onder 100 vermogensbeheerders in de UK laat zien dat inmiddels al 26% heeft besloten zelf voor de research te betalen, hoofdzakelijk om de administratieve lasten te vermijden. Bijna de helft van de vermogensbeheerders moet de knoop nog doorhakken.

Tot opluchting van de financiële wereld lijkt de richtlijn, afwijkend van het ESMA-advies, in artikel 13 lid 3 ruimte te bieden om Commission Sharing Agreements (CSA's) voort te zetten, onder voorwaarde dat deze voldoen aan de transparantieregels. Als beleggingsdienstverleners via de provisie aan de broker betalen voor researchrapporten, is in de meeste CSA's geregeld dat beide onderdelen (orderuitvoering en andere diensten) van elkaar gescheiden zijn en alle transacties volgens best execution worden uitgevoerd. De beleggingsdienstverlener zet een bepaald deel van de aan de broker te betalen provisie opzij om voor research te betalen.

Niet alle research komt onder de nieuwe regels te vallen. MiFID II staat 'kleine niet-geldelijke vergoedingen' toe en

algemene, generieke beleggingsrapporten vallen binnen dit criterium.

### DE OPERATIONELE GEVOLGEN

De meeste ondernemingen hebben gewacht met de operationele besluitvorming totdat de definitieve regels bekend waren. De keuze bestaat grofweg uit het opzetten van een RPA, zelf voor research betalen via de eigen P&L of uit een mix van beide. Dit hangt weer af van een aantal factoren: 1) de mate waarin gebruik wordt gemaakt van externe research; 2) de complexiteit om een RPA op te zetten; 3) de problematiek van het opzetten van verschillende regimes voor binnen en buiten de EU; en 4) de gevolgen voor de cliëntenovereenkomsten. Aan de verkoopkant van research is de grootste uitdaging om een objectieve prijs voor research vast te stellen en te bepalen hoe dit de bestaande spreads zal beïnvloeden. Een van de uitdagingen doet zich bijvoorbeeld voor als research meerdere asset classes bestrijkt. Hoe wijs je de kosten dan toe aan een specifieke component?

### GEVOLGEN VOOR DE RESEARCH ZELF

Nu research een duidelijk prijskaartje krijgt, is de verwachting dat de behoefte aan research zal verminderen. De Boston Consulting Group heeft onlangs deze afname geschat op 25% voor de komende vier jaar. Er zijn geluiden te horen dat met name research inzake small-caps zal lijden onder de nieuwe regels. Dit zou uiteindelijk ten koste kunnen gaan van de liquiditeit van bepaalde aandelen en obligaties. Aan de andere kant wordt een specialisatie van research verwacht. Vermogensbeheerders zullen kwaliteitseisen gaan stellen en daarbij van meerdere aanbieders gebruik gaan maken. Dit biedt weer kansen voor niche-players. Ook dienen zich partijen aan die research van diverse partijen te koop aanbieden, zoals het Britse RSRCHXchange.

### CONCLUSIE

Het verplichte prijskaartje van research is een klein onderdeel van MiFID II maar heeft ingrijpende gevolgen. Vermogens-



Foto: Archief Alpha Research

Frank Dankers

beheerders moeten bepalen in welke mate zij research blijven gebruiken en kiezen wie hiervoor gaat betalen: zichzelf of hun klanten. Brokers moeten hun research van een kostprijs voorzien en zullen niet ontkomen aan de gevolgen van een afnemende vraag naar analistenrapporten. Wat de uiteindelijke gevolgen voor de research zelf zullen zijn, zal de tijd leren. «

- MiFID II bepaalt dat vanaf januari 2018 de kosten van beleggingsresearch zichtbaar moeten zijn.
- De impact hiervan is groot, zowel voor cliëntovereenkomsten als voor de research zelf.
- In april van dit jaar zijn de regels bekendgemaakt.

Dit artikel is geschreven door Frank Dankers, zelfstandig directeur, Certified Compliance Professional en medewerker van Alpha Research.