

Nedsipa

Autoriteit Financiële Markten
reactieturbo@afm.nl

Geachte geadresseerde,

NEDSIPA heeft kennisgenomen van de consultatie over maatregelen om het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van turbo's aan niet-professionele cliënten te beperken, zoals gepubliceerd door de AFM op haar website op 8 december 2020 (het "**Consultatiedocument**"). NEDSIPA reageert graag door middel van deze brief op het Consultatiedocument.

Inleiding

NEDSIPA is een vereniging die tot doel heeft beleggers voor te lichten over gestructureerde beleggingsproducten en de Nederlandse markt voor gestructureerde beleggingsproducten wereldwijd te vertegenwoordigen. De huidige leden van NEDSIPA zijn BNP Paribas, Société Générale, ING, Goldman Sachs, Citi en Vontobel. Tot de taken van NEDSIPA behoort tevens het behartigen van de belangen van de aangesloten uitgevende instellingen en het aangaan van een proactieve dialoog met de nationale toezichthouder. In het verleden hebben de AFM en NEDSIPA samengewerkt aan meerdere onderwerpen en hebben zij regelmatig overleg gevoerd over gestructureerde producten. Met inachtneming van het bovenstaande heeft NEDSIPA de volgende reactie op het Consultatiedocument opgesteld.

Juridisch kader

Op grond van artikel 1:77f Wet op het financieel toezicht ("**Wft**") heeft de AFM de mogelijkheid om productinterventiemaatregelen te nemen, in overeenstemming met het bepaalde in artikel 42 van de *Markets in Financial Instruments Regulation* ("**MiFIR**"). Dit is een zeer vergaande bevoegdheid en is daarom onderworpen aan strenge eisen. De AFM mag het op de markt brengen, verspreiden of verkopen van turbo's alleen beperken als zij op redelijke gronden concludeert dat turbo's een "significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming" vormen, op basis van artikel 42 MiFIR. Om de AFM in staat te stellen dergelijke maatregelen te nemen, is het bovendien vereist dat de bestaande vereisten ingevolge het Unierecht die van toepassing zijn op turbo's dit niet voldoende adresseren en dat de zaak niet beter kan worden geadresseerd door een beter toezicht op of betere handhaving van de bestaande vereisten. Bovendien dienen de maatregelen evenredig te zijn, ook met het oog op de te verwachten effecten van de maatregelen op marktdeelnemers.

De criteria en factoren waarmee de bevoegde autoriteiten rekening moeten houden in het kader van hun productinterventiebevoegdheden zijn vastgelegd in artikel 21 van de gedelegeerde verordening (EU) 2017/567 (de "**Gedelegeerde Verordening**"), die voortvloeit uit artikel 42, lid 2, sub a, MiFIR. Hieronder gaan we in op de onderbouwing die de AFM in het Consultatiedocument heeft opgenomen met betrekking tot deze criteria.

Het Consultatiedocument bevat geen informatie over de naleving van de voorwaarden van artikel 42, lid 2, sub d) tot en met f), MiFIR (artikel 42, lid 2, sub f) lijkt niet relevant). Op basis van het Consultatiedocument is het niet duidelijk of de AFM de bevoegde autoriteiten in andere lidstaten die mogelijkterwijs significant worden getroffen door de maatregel, naar behoren heeft geraadpleegd. Daarnaast heeft de AFM de

Nedsipa

discriminerende uitwerking van de voorgestelde maatregelen op diensten of activiteiten vanuit een andere lidstaat niet beoordeeld, of in ieder geval niet opgenomen in haar Consultatiedocument. NEDSIPA zou het op prijs stellen ook over deze twee criteria te worden geïnformeerd als onderdeel van het consultatieproces.

Criteria

Hieronder gaan wij in op het volgende:

- i. of op redelijke gronden kan worden geconcludeerd dat er met betrekking tot turbo's een "significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming" is;
- ii. of de bestaande vereisten uit hoofde van de EU-wetgeving die van toepassing zijn op turbo's dit niet afdoende regelen;
- iii. of de zaak niet beter kan worden aangepakt door een beter toezicht of een betere handhaving van de bestaande vereisten; en
- iv. of de maatregelen evenredig zijn, mede gelet op de waarschijnlijke gevolgen voor de marktdeelnemers.

ESMA Q&A

Op 30 juli 2018 heeft ESMA het volgende verklaard met betrekking tot turbo's, welke verklaring vandaag de dag nog steeds op haar website is opgenomen als thans geldende Q&A:

"Q 5.10 Vallen turbocertificaten onder het toepassingsgebied van het CFD-Besluit?"

A 5.10 In overweging 10 van het CFD-Besluit wordt uiteengezet dat o.a. turbocertificaten niet onder het toepassingsgebied van het Besluit vallen omdat zij, hoewel zij vergelijkbaar zijn met CFD's, andere productkenmerken hebben.

ESMA verduidelijkt dat turbo-certificaten, in tegenstelling tot CFD's, de volgende kenmerken hebben:

- turbocertificaten zijn geen *margin* producten en de belegger kan de hefboom van het turbo-certificaat niet wijzigen door *margin* toe te voegen aan of af te halen van een specifieke handelsrekening. Beleggers kopen het turbo-certificaat en er worden transactiekosten in rekening gebracht voor het aangaan van het contract;
- turbocertificaten kennen geen voorwaardelijke verplichting voor de retailcliënt. Met andere woorden, na de aankoop van het product is het niet mogelijk dat de retailcliënt na voltooiing van de transactie of het sluiten van de positie nog nadere bedragen verschuldigd is (anders dan provisie, transactiekosten of andere gerelateerde kosten);
- turbocertificaten kwalificeren als een overdraagbaar effect in de zin van artikel 4, lid 1, punt 44, sub c, MiFID; en
- turbocertificaten zijn doorgaans genoteerd aan en worden verhandeld op een gereguleerde markt of MTF, wat extra transparantievereisten met zich brengt.

ESMA erkent wel dat turbocertificaten vergelijkbare kenmerken hebben met die van CFD's, zoals een hefboom. Ondernemingen dienen bijzondere aandacht te besteden aan de hefboom bij retailcliënten en te

Nedsipa

overwegen of het product wordt aangeboden tegen voorwaarden die in het belang van de cliënt zijn. ESMA en de nationale toezichthouders zullen nauwlettend in het oog houden of nieuwe distributietrends met betrekking tot turbocertificaten aanleiding geven tot soortgelijke problemen op het gebied van beleggersbescherming voor retailcliënten en of ondernemingen het CFD-Besluit van ESMA proberen te omzeilen, en zullen zo nodig optreden."

Sinds de datum van deze publicatie zijn er, voor zover ons bekend, geen nieuwe distributietrends met betrekking tot turbo's ontstaan en is de wijze van distributie van turbo's evenmin veranderd. De AFM geeft in het Consultatiedocument niet aan waarom zij van mening is dat de huidige situatie productinterventiemaatregelen rechtvaardigt, terwijl ESMA in 2018 concludeerde dat dit niet gerechtvaardigd was (en deze verklaring is nog steeds opgenomen in de thans geldende Q&A van ESMA).

Europese context

De AFM verwijst in het Consultatiedocument naar de voorgestelde Europese en nationale maatregelen met betrekking tot *contracts for differences* ("CFD's") en binaire opties. Echter, voor deze twee producten heeft ESMA op 27 maart 2018 eerst het initiatief genomen om tijdelijke, Europa-brede interventie maatregelen te nemen, die vervolgens in bijna alle jurisdicties van de Europese Unie zijn gevolgd door nationale maatregelen.

Ondanks het feit dat de wetgeving met betrekking tot turbo's in de Europese Unie is geharmoniseerd en dat de wijze van verspreiding van turbo's in Nederland niet verschilt van andere EU-lidstaten waar turbo's worden aangeboden, stelt de AFM nu de productinterventiemaatregelen voor die in het Consultatiedocument zijn opgenomen terwijl geen enkele andere Europese bevoegde autoriteit dit heeft gedaan en ook ESMA geen maatregelen heeft voorgesteld. In het Consultatiedocument legt de AFM niet uit waarom juist Nederland deze maatregelen nodig heeft, terwijl geen enkele andere EU-jurisdictie vergelijkbare maatregelen zal hebben. Binnen het geharmoniseerde wetgevingskader in de Europese Unie zou een nadere toelichting gerechtvaardigd zijn.

Zoals gezegd bevat het Consultatiedocument geen informatie over de contacten tussen de AFM en andere toezichthouders in de Europese Unie. In dit verband merkt NEDSIPA op dat de handel in turbo's onder andere plaatsvindt op een MTF van Euronext in Frankrijk (*Euronext Access*). Deze MTF staat onder toezicht van de Franse AMF. Zoals hieronder nader wordt toegelicht, zal de uitvoering van de productinterventiemaatregelen gevolgen hebben op het niveau van de MTF. In dit verband wil NEDSIPA vermelden, zoals verderop in de paragraaf "*Gevolgen voor retailbeleggers*" nader wordt beschreven, dat de uitvoering van de productinterventiemaatregelen een zeer negatief effect zal hebben op het beginsel van een *fair and orderly market*. NEDSIPA is daarom van mening dat de AFM met de AMF in overleg zou moeten treden en dat ook hun standpunt in de consultatie moet worden meegenomen.

In dit verband merken wij op dat de AFM heeft voorgesteld dat de voorgestelde maatregelen niet alleen van toepassing zijn op beleggingsondernemingen die in Nederland turbo's aanbieden, maar ook op beleggingsondernemingen die vanuit Nederland turbo's aanbieden aan andere EU-jurisdicties (paragraaf 2, punt 10). Als dit toepassingsgebied als zodanig wordt ingevoerd, heeft dit gevolgen voor het *level playing field* voor Nederlandse beleggingsondernemingen op de Europese turbo-markt. Dit zou betekenen dat niet-Nederlandse beleggingsondernemingen zonder beperkingen turbo's kunnen verspreiden in de EU (met

uitzondering van Nederland), terwijl Nederlandse beleggingsondernemingen die turbo's aanbieden in andere EU-jurisdicties aan de voorgestelde maatregelen worden onderworpen, wat zal leiden tot een concurrentievoordeel voor deze niet-Nederlandse beleggingsondernemingen. In het Consultatiedocument legt de AFM niet uit waarom zij van mening is dat het toepassingsgebied ook moet worden uitgebreid tot de bescherming van niet-professionele beleggers in andere EU-jurisdicties in verband met de door Nederlandse beleggingsondernemingen uitgegeven turbo's. Dit is belangrijk omdat de regels niet van toepassing zijn op niet-Nederlandse uitgevende instellingen in andere EU-jurisdicties, waardoor de productinterventiemaatregelen zullen leiden tot een concurrentienadeel voor Nederlandse uitgevende instellingen en het *level playing field* voor Europese partijen zullen wegnemen.

Statistische onderbouwing

De AFM verwijst in de Inleiding (punt 6), in paragraaf 3.1.1 (punt 20, 26, 27), in paragraaf 3.1.2 (punt 32) en in paragraaf 3.3.4 (punt 80) naar haar rapport van 3 maart 2020 (het "**Rapport**"). Volgens de AFM is de belangrijkste conclusie van het Rapport dat bij de handel in turbo's over het algemeen vergelijkbare resultaten worden behaald als bij de handel in CFD's. Het Rapport en deze hoofdconclusie vormen een belangrijk element voor de conclusie van de AFM dat zij op redelijke gronden heeft kunnen vaststellen dat turbo's een belangrijke reden vormen tot bezorgdheid over de beleggersbescherming.

Zoals reeds uiteengezet in de reactie op het Rapport van 8 juni 2020, is NEDSIPA van mening dat de opzet van het onderzoek van de AFM zoals uiteengezet in het Rapport een aantal uitgangspunten bevat die tot onjuiste conclusies leidt:

- Het Rapport bevat geen vergelijking met een analyse van transacties van dezelfde of een vergelijkbare populatie in andere financiële instrumenten (aandelen en opties), zodat niet is geanalyseerd of er een algemeen patroon of een verschil is met producten met een hefboomwerking.
- Daarnaast stelt de AFM in het Rapport (p. 3) en in het Consultatiedocument (Inleiding, punt 4, in paragraaf 3.3, punt 64 en in paragraaf 3.3.4, punt 80) dat de resultaten waarmee turbo's worden verhandeld over het algemeen vergelijkbaar zijn met die van CFD's, maar dit wordt in het Rapport niet onderbouwd. Gezien het feit dat de AFM geen onderzoek naar de handel in CFD's heeft gedaan dat vergelijkbaar is met het onderzoek naar turbo's (of dit onderzoek in ieder geval niet openbaar heeft gemaakt), is er geen bewijs dat beide producten gelijksoortig of vergelijkbaar zijn wat betreft de resultaten, in weerwil van de verklaring van de AFM in die zin.
- Op pagina 5 van het Rapport geeft de AFM aan dat zij bij de beoordeling van de turbo's geen rekening heeft gehouden met de overige beleggingen van de cliënten. Echter, er zijn cliënten die een turbo nemen ter afdekking van hun portefeuille. In dat geval hoeft een verlies op een turbo niet verlieslatend te zijn. Het turboverlies is dan de prijs die wordt betaald om een verlies op de gehele portefeuille af te dekken. Het is in dat geval niet juist om het '*turboverlies*' als een verlies te beschouwen. Omdat de AFM echter niet naar de overige beleggingen van de cliënten heeft gekeken, blijkt uit het Rapport niet hoe groot deze groep cliënten is. Dit is des te belangrijker nu het Rapport aangeeft dat het rendement op short-transacties aanzienlijk lager is dan op long-transacties.
- De onderzoeksresultaten zijn vertekend door grote verliezen van een beperkt aantal grote beleggers.

Zoals uit het Rapport blijkt, is 3% van de cliënten verantwoordelijk voor 46% van alle transacties (p. 21 van het Rapport). 14% van de cliënten is verantwoordelijk voor 81% van het totale aantal transacties. Een andere conclusie uit het Rapport is dat het percentage beleggers dat verlies maakt, toeneemt met het aantal transacties, zodat bovengenoemde groep ook in deze statistiek (over)vertegenwoordigd zal zijn. Dit betekent dat het onderzoek en de conclusies van de AFM grotendeels worden bepaald door een kleine groep van circa 1.000 cliënten. Hieruit lijkt te volgen dat er twee soorten beleggers in de turbomarkt zijn: een kleine groep beleggers met een groot aantal transacties en een grote groep beleggers met een relatief klein aantal transacties. Daarom is het vanuit het oogpunt van goed statistisch onderzoek belangrijk om hiermee rekening te houden. Dit zou kunnen door onderscheid te maken tussen de twee cliëntgroepen of, zoals gebruikelijk in statistische onderzoeken met een goede verdeling, door deze zeer kleine groep beleggers - eventueel gekoppeld aan een gelijke groep beleggers aan de 'onderkant' van het aantal transacties - uit de resultaten te halen. Daarmee ontstaat een realistischer beeld van de gemiddelde belegger in turbo's. Dit roept ook de vraag op of een productinterventie die het level playing field schendt, gerechtvaardigd is gezien de kleine groep beleggers.

- De resultaten van openstaande posities in de observatieperiode (1 juni 2017 tot en met 30 juni 2018) zijn niet in het Rapport opgenomen. Dit zijn posities die tijdens de observatieperiode zijn gekocht maar tijdens deze periode niet zijn verkocht. In paragraaf 4.3.4 van het Rapport wordt geconcludeerd dat het gemiddelde rendement op deze posities positief is (12,77%) voor turbo's die langer dan 720 uur worden aangehouden. De redelijke verwachting is dan ook dat het meewegen van deze openstaande posities tot een beter gemiddeld rendement zou hebben geleid. Dit geldt ook voor de transacties die resulteren in een positief resultaat. Hoewel de AFM in paragraaf 4.2.1 van het Rapport kort vermeldt dat meer dan de helft van de transacties (54%) een positief rendement oplevert, verwijst de AFM in het Rapport niet (verder) naar het aandeel van de transacties dat een positief resultaat oplevert, noch vermeldt zij dit gegeven in het Consultatiedocument. NEDSIPA is van mening dat deze statistiek van belang is en daarom in de overwegingen moet worden meegenomen. Door slechts naar een deel van het onderzoek te verwijzen wordt een verkeerde voorstelling van de resultaten gegeven.

Naar de mening van NEDSIPA betekent het bovenstaande dat het Rapport geen correcte weergave geeft van de gemiddelde belegger in turbo's, terwijl het wel op die manier wordt gepresenteerd (het Rapport vermeldt bijvoorbeeld "*Gemiddeld verloren beleggers €2.680*"). Indien de bovengenoemde punten zouden worden opgenomen, zou dit de resultaten in het Rapport wezenlijk beïnvloeden. Dit is belangrijk omdat de AFM in het Consultatiedocument zwaar lijkt te leunen op het Rapport ter onderbouwing van waarom turbo's een significante reden vormen tot bezorgdheid over de beleggersbescherming.

Bovendien heeft de AFM geen ander onderzoek in haar analyse opgenomen. In het antwoord op het Rapport wees NEDSIPA op een uitgebreide studie waarin transacties in hefboomproducten in Duitsland over een periode van 15 jaar werden onderzocht.¹ De studie werd uitgevoerd in opdracht van het *Deutsche Derivate Verband* en maakt deel uit van een lopend onderzoeksproject naar retailbeleggers die beleggen in gestructureerde financieringsproducten. In de studie werd gekeken naar de motieven en onderliggende

¹ S. Meyer, K. Bövers, L. Johannig, *Leveraged Structured Financial Products: Trading Motives and Performance*, 2019 <<https://www.derivateverband.de/MediaLibrary/Document/Studies/20%2003%2006%20Leveraged%20Structured%20Financial%20Products%20-%20Trading%20Motives%20and%20Performance.pdf>>.

Nedsipa

doelstellingen van beleggers in gestructureerde producten. De doelstellingen van de beleggers waren onderverdeeld in drie motieven tot handelen: (i) om verliezen af te dekken wanneer de belegger ook de onderliggende of gerelateerde vermogenswaarde aanhoudt, (ii) als een strategische belegging, en (iii) om te speculeren op korte termijn koersschommelingen. Deze studie toont aan dat van de verschillende categorieën beleggers alleen de groep die handelt in hefboomproducten om hun portefeuilles af te dekken, verliezen lijdt. Bovendien heeft dit verlies alleen betrekking op het rendement van het hefboomproduct en niet op de afgedekte portefeuille, waardoor het verlies (deels) wordt gecompenseerd.

De onderzoeksresultaten in het Duitse beleggersonderzoek lijken significant af te wijken van de onderzoeksresultaten in het Rapport. Deze afwijking lijkt gedeeltelijk te worden verklaard door het feit dat de observatieperiode in het Rapport veel korter is dan de observatieperiode op de Duitse markt (1 jaar in vergelijking met 15 jaar). Bovendien bevat het Rapport geen transacties die tijdens de observatieperiode zijn gekocht maar niet verkocht. Tot slot blijkt uit de Duitse onderzoeksresultaten dat het relevant is om de doelstellingen/motieven van de turbo-beleggers in aanmerking te nemen om inzicht te krijgen in het al dan niet verlies lijden door beleggers.

De AFM heeft niet gereageerd op de gedetailleerde opmerkingen van NEDSIPA in haar reactie van 8 juni 2020 op het Rapport. Zij heeft deze opmerkingen en haar reactie daarop niet weergegeven in het Consultatiedocument, noch heeft zij rechtstreeks naar NEDSIPA gereageerd, terwijl de opmerkingen toch inhoudelijk van aard zijn en de AFM bij de publicatie van het Rapport specifiek om een reactie heeft gevraagd. Gezien het belang van het Rapport in de conclusies van de AFM in het Consultatiedocument zouden de opmerkingen van NEDSIPA op zijn minst een reactie hebben gerechtvaardigd en wij verzoeken de AFM dan ook met klem om de bovenstaande opmerkingen in haar analyse op te nemen en hierop te reageren.

In aanvulling op het bovenstaande wijst NEDSIPA op een vergelijkende *expert opinion* waarin het AFM-onderzoek wordt vergeleken met het bovengenoemde Duitse onderzoek. Deze expert opinion is opgesteld namens het *Deutsche Derivate Verband*.² In de expert opinion worden de achtergrond en doelstellingen, de reikwijdte van de analyse, de data en methodiek en de beschrijvende cijfers van het AFM-onderzoek in twijfel getrokken en worden daarom de belangrijkste resultaten van het AFM-onderzoek in twijfel getrokken. Kort gezegd wordt in de expert opinion gesteld dat de auteurs er sterk van overtuigd zijn dat financiële producten zoals turbo's alleen adequaat kunnen worden beoordeeld als men de beleggerskenmerken en handelsmotieven meeneemt. Daarom bevestigt de expert opinion het standpunt van NEDSIPA dat de AFM verder onderzoek zou moeten doen naar beleggings- en handelsmotieven om financiële producten beter te begrijpen en te beoordelen, ook vanuit het oogpunt van de beleggersbescherming.

Tot slot merkt NEDSIPA op dat zij deze maand de resultaten heeft ontvangen van een intern onderzoek van *Flatex* naar de prestaties van beleggers die in 2020 via Flatex turbo-transacties in Nederland zijn aangegaan. Volgens de resultaten van deze studie bedraagt het gemiddelde rendement van deze beleggers over 2020 €707,83. Daarnaast was de uitkomst van het onderzoek dat in 2020 71% van de cliënten een positief rendement heeft behaald.

² L. Johanning, *Expert opinion, Comparison of the studies: "Quantitative analysis of turbos distributed to retail clients in the Netherlands" published by the Netherlands Authority for the Financial Markets and "Leveraged Structured Financial Products: Trading Motives and Performance" published by Steffen Meyer, Kim Bövers and Lutz Johanning, 2020.*

Nedsipa

Het bovengenoemde Duitse onderzoek, de Duitse expert opinion en de uitkomst van het Flatex-onderzoek roepen verdere twijfels op over het onderzoek van de AFM en zouden de AFM dan ook aanleiding moeten geven om bovenstaande opmerkingen in overweging te nemen en haar analyse te actualiseren. NEDSIPA is er sterk van overtuigd dat deze onderzoeken en de bevindingen in deze onderzoeken, in vergelijking met het onderzoek en de bevindingen van de AFM, nader onderzoek door de AFM vereisen.

Op basis van bovenstaande opmerkingen is NEDSIPA van mening dat de onderzoeksresultaten in het Rapport zoals gebruikt voor en in het Consultatiedocument geen waarheidsgetrouw beeld geven en daarom niet als een adequate basis voor de voorgestelde maatregelen kunnen dienen.

Complexiteit, transparantie en kenmerken/componenten

In artikel 21 van de Gedelegeerde Verordening worden onder meer de volgende factoren en criteria opgesomd die moeten worden beoordeeld om te bepalen of er sprake is van significante bezorgdheid met betrekking tot de beleggersbescherming:

- (a) de mate van complexiteit van het financiële instrument;
- (d) de mate van transparantie van het financiële instrument;
- (e) de specifieke kenmerken of componenten van het financiële instrument.

Met betrekking tot deze criteria willen wij enkele opmerkingen maken over de stellingen van de AFM, die de AFM gebruikt ter onderbouwing van de door haar voorgestelde maatregelen.

Met betrekking tot de beschrijving van de risico's en kenmerken van turbo's noemt de AFM een aantal keren dat bepaalde aspecten niet transparant zijn voor beleggers. Met betrekking tot turbo's, is er echter, zowel verplicht (in de vorm van een goedgekeurd Prospectus en KID) als onverplicht (brochures, productinformatiebladen en educatieve *tools* op de websites, onderworpen aan specifieke regels met betrekking tot "reclame-uitingen" zoals beschreven in de BGfo- en NRgfo- en PRIIPs-verordening), echter informatie beschikbaar. Als bevoegde autoriteit beoordeelt de AFM, in het kader van de goedkeuring van prospectussen, de beschrijving van de kenmerken en de risico's van turbo's in het prospectus. NEDSIPA is van mening dat de verplichte en onverplichte informatie die beschikbaar is voor beleggers een adequaat overzicht geeft van de productkenmerken en de risico's die daaraan verbonden zijn, zodat zij een geïnformeerde beleggingsbeslissing kunnen nemen. Daarnaast merkt NEDSIPA op dat haar leden weinig of geen klachten ontvangen van beleggers in turbo's.

Onder punt 18 stelt de AFM dat het *stop-loss* niveau de complexiteit van een turbo verhoogt. Het stop-loss niveau van turbo's moet echter niet worden beschouwd als een complex kenmerk, maar eerder als een kenmerk dat ervoor zorgt dat retailbeleggers niet meer kunnen verliezen dan hun oorspronkelijke belegging. De stop-loss werkt als een bodem: wanneer er een extreme prijsdaling is (in het geval van een *turbo long*) waarbij de producent niet in staat is om de *hedge* boven het financieringsniveau te verkopen, zal de producent het volledige restverlies op zich nemen, aangezien geen van deze verliezen wordt doorberekend aan de belegger als gevolg van de stop-loss.

Op basis van het bovenstaande is NEDSIPA van mening dat de mate van complexiteit, transparantie en de specifieke kenmerken of componenten van turbo's een productinterventie door de AFM niet rechtvaardigen.

Andere opmerkingen, niet gebruikt ter onderbouwing van de maatregelen

In het Consultatiedocument maakt de AFM een aantal opmerkingen over turbo's die niet door de maatregelen lijken te worden geadresseerd. Deze opmerkingen lijken dan ook te zijn opgenomen om een negatief beeld van turbo's te geven, echter zonder onderbouwing. Daarom voelt NEDSIPA zich genoodzaakt om in deze paragraaf op enkele van deze opmerkingen in te gaan.

De AFM stelt onder punt 16 dat retailcliënten in de praktijk (bijna) uitsluitend in turbo's handelen met één tegenpartij. De AFM vervolgt dat de tegenpartij meestal de eigen uitgevende instelling van de turbo's is of een partij die met de uitgevende instelling afspraken heeft gemaakt over de handel in turbo's. De AFM stelt dat het de tegenpartij vrij staat om naar eigen inzicht de *bid*- en *offer* prijs en het aantal van de gevraagde en aangeboden turbo's te bepalen en dat de afspraken hierover niet transparant zijn voor retailcliënten. In dit verband wijst NEDSIPA op de regels en het toezicht van Euronext, die een rol spelen bij het waarborgen van een eerlijke, concurrerende en transparante marktmaking door de leden. Bovendien geldt dat, aangezien er maar één liquiditeitsverschaffer is, deze aanbieder zich volledig zal inzetten om quotes te verstrekken en deze aanbieder reputatieschade zal lijden als hij die niet verstrekt. Verder is er een tussenpersoon tussen de retailcliënt en de uitgever; de *broker*. Dit is anders dan bij de meeste CFD-distributeurs, waar de entiteit die de prijs van de CFD bepaalt en de tussenpersoon die optreedt voor verkoop aan de retailbelegger één en dezelfde instelling zijn.

De AFM stelt onder punt 21 dat de financieringsstructuur leidt tot financieringskosten die drukken op het rendement van de turbo en dat dit risico niet aanwezig is wanneer de retailcliënt rechtstreeks in de onderliggende waarde belegt. NEDSIPA gelooft niet dat dit een reden is om interventie maatregelen op te leggen: de kosten worden transparant gemaakt voor beleggers, en ze zijn laag.

De AFM stelt onder punt 27 dat een ander kenmerk dat samenhangt met het hefboomeffect van turbo's hun korte looptijd is, waardoor beleggers soms snel actie moeten ondernemen om hun blootstelling aan risico te beheersen. NEDSIPA is niet van mening dat dit bijdraagt aan een significante reden tot bezorgdheid over beleggersbescherming, omdat dit, zoals de AFM ook stelt, ook het geval kan zijn voor andere producten zoals aandelen of opties.

NEDSIPA verzoekt vriendelijk dat het bovenstaande wordt meegenomen in de analyse van de AFM.

Vergelijking met CFD's

In het Consultatiedocument stelt de AFM dat de belangrijkste conclusie van het Rapport is dat retailcliënten over het algemeen vergelijkbare resultaten behalen met de handel in turbo's als met de handel in CFD's (Inleiding, punt 4, in paragraaf 3.3, punt 64 en in paragraaf 3.3.4, punt 80). De AFM stelt in paragraaf 3.3 (punt 64) dat het passend is om zoveel mogelijk aan te sluiten bij de beperkingen die in de productinterventiemaatregelen aan CFD's worden opgelegd. Volgens de AFM is de reden hiervoor gelegen in de grote mate van overeenkomst tussen de criteria en factoren die hebben geleid tot de significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming met betrekking tot turbo's en de criteria en factoren die hebben geleid tot de significante reden tot bezorgdheid over de beleggersbescherming met betrekking tot CFD's.

Nedsipa

In deze context wijst NEDSIPA op de reeds genoemde Q&A van ESMA, waarin ESMA stelt dat turbo's verschillende productkenmerken hebben:

- turbocertificaten zijn geen *margin* producten en de belegger kan de hefboom van het turbo-certificaat niet wijzigen door *margin* toe te voegen aan of af te halen van een specifieke handelsrekening. Beleggers kopen het turbo-certificaat en er worden transactiekosten in rekening gebracht voor het aangaan van het contract;
- turbocertificaten kennen geen voorwaardelijke verplichting voor de retailcliënt. Met andere woorden, na de aankoop van het product is het niet mogelijk dat de retailcliënt na voltooiing van de transactie of het sluiten van de positie nog nadere bedragen verschuldigd is (anders dan provisie, transactiekosten of andere gerelateerde kosten);
- turbocertificaten kwalificeren als een overdraagbaar effect in de zin van artikel 4, lid 1, punt 44, sub c, MiFID; en
- turbocertificaten zijn doorgaans genoteerd aan en worden verhandeld op een geregementeerde markt of MTF, wat extra transparantievereisten met zich brengt.

Daarnaast wijst NEDSIPA erop dat een belegger die turbo's wil kopen dit alleen kan doen via een geregeleerde beleggingsonderneming, aangezien turbo's beursgenoteerd zijn. Een dergelijke beleggingsonderneming moet voldoen aan de vereisten inzake beleggersbescherming zoals uiteengezet in MiFID II.

Vermeldenswaardig is dat zelfs vandaag de dag, na de productinterventie van ESMA met betrekking tot CFD's, handel in CFD's risicovoller is dan handel in turbo's. Bij CFD's kan een verlies op een positie resulteren in verlies van de volledige portefeuille, terwijl bij turbo's een verlies op een positie beperkt is tot het bedrag dat in die positie is belegd.

Ten slotte is de vergelijking in het Rapport tussen CFD's en turbo's niet gebaseerd op enig (statistisch) bewijs, zoals NEDSIPA ook in haar reactie op het Rapport heeft aangegeven en zoals hierboven is uiteengezet. Aangezien de AFM geen onderzoek naar CFD's heeft gedaan dat vergelijkbaar is met het onderzoek naar turbo's, kan zij geen uitspraken doen over een vergelijking van de handel in deze producten. De AFM onderbouwt als zodanig niet waarom de maximale hefboomen voor turbo's vergelijkbaar zouden moeten zijn met die van CFD's.

Bestaande wetgeving / toezicht

Zoals hierboven is uiteengezet, is een van de criteria voor het opleggen van de voorgestelde maatregelen dat de bestaande wettelijke voorschriften ingevolge het EU-recht zoals van toepassing op turbo's de zorgen over de beleggersbescherming onvoldoende adresseren en dat dit niet beter zou worden geadresseerd door beter toezicht op of betere handhaving van de bestaande voorschriften. Gezien het feit dat turbo's onderworpen zijn aan de Prospectusverordening, MiFID II, de PRIIPs-verordening en de regels met betrekking tot advertenties in het BGfo/de NRgfo, zijn wij van mening dat als de AFM zich zorgen maakt over de transparantie van turbo's of de wijze van verspreiding van turbo's (waarvoor wij in geen van beide gevallen enig bewijs hebben gezien), dit reeds geregeld is door de bovengenoemde regelgeving. Dit is heel anders dan bij CFD's, producten die onderworpen waren/zijn aan aanzienlijk minder regelgeving.

Specifieke opmerkingen over de voorgestelde maatregelen

Mocht de AFM desondanks van mening zijn dat toch maatregelen moeten worden genomen ten aanzien van turbo's, dan wil NEDSIPA met betrekking tot de voorgestelde maatregelen de volgende punten aan de orde stellen, zonder afbreuk te doen aan het hierboven uiteengezette standpunt van NEDSIPA ten aanzien van de productinterventie.

- In het voorgestelde artikel 1, betreffende de definitie van "aanbieder", wordt geen onderscheid gemaakt tussen producent en distributeur. Derhalve wordt niet duidelijk uit het Consultatiedocument welke regels van toepassing zijn op welke partij, aangezien de producent en de distributeur twee verschillende partijen zijn en er ook meerdere distributeurs kunnen zijn (in tegenstelling tot CFD's).
- Met betrekking tot bijlage I zou NEDSIPA graag willen begrijpen op welke basis de selecties zijn gemaakt en waarom bijvoorbeeld de AEX niet is opgenomen. De voorgestelde maximale hefboomen lijken willekeurig of in ieder geval niet onderbouwd te zijn.
- Bovendien zijn de voorgestelde maximale hefboomen (van 30 voor valuta's tot 2 voor crypto-assets) rechtstreeks afgeleid van de maatregelen ter beperking van de hefboom die op CFD's van toepassing zijn. Onder punt 72 verwijst de AFM naar de limieten die ESMA voor CFD's heeft vastgesteld op basis van de aanname dat er binnen een bepaalde referentieperiode een kans van 5% bestaat dat 50% van de initiële inleg verloren gaat. De AFM kiest ervoor om deze hefboomlimieten ook toe te passen op turbo's, omdat het toepassen van gelijke hefboomlimieten voor turbo's en CFD's consistent is vanuit het oogpunt van beleggersbescherming. De AFM onderbouwt echter niet waarom deze limieten geschikt zijn voor turbo's, te meer gezien de verschillen tussen CFD's en turbo's en, in het verlengde daarvan, de keuze van ESMA om turbo's niet onder het toepassingsbereik op te nemen. Daarnaast onderbouwt de AFM niet waarom de voorgestelde hefboombeperkingen afwijken van de hefboombeperkingen die in het kader van de discussies over *bid-only* in 2016 zijn besproken en waarvan de AFM destijds aangaf deze positief te ontvangen. De AFM wijst in paragraaf 4.3.2 van het Rapport op de verschillende niveaus van de hefboom van waaraf het merendeel van de transacties in turbo's winstgevend wordt voor de belegger, maar negeert deze resultaten in haar analyse voor de niveaus van de hefboom voor de *bid-only* status.
- Met betrekking tot bijlage II, de voorgestelde risicowaarschuwing(en), verwijzen wij naar hetgeen hierboven is gesteld. Voor turbo's zijn partijen reeds verplicht om informatie te verstrekken in overeenstemming met de Prospectusverordening, MiFID II, de regels inzake "reclame-uitingen" in de BGfo, NRgfo en de PRIIPs-verordening. Er worden dus altijd afdoende risicowaarschuwingen gegeven aan de beleggers.
- Met betrekking tot bijlage II, deel D en E, is NEDSIPA bovendien van mening dat de weergave dat 7 van de 10 investeerders geld verliezen arbitrair is en niet gebaseerd is op de juiste feiten, zoals hierboven met betrekking tot het Rapport is uiteengezet. NEDSIPA is van mening dat het beter zou zijn om te verwijzen naar het aandeel van de transacties met verlies (of winst), aangezien het voor de producenten onmogelijk is om zicht te hebben op de prestaties van individuen die achter de transacties zitten, aangezien producenten en distributeurs voor turbo's verschillende entiteiten zijn.
- Bovendien is NEDSIPA met betrekking tot de voorgestelde openbaarmaking van het verliesrisico

Nedsipa

van mening dat de vermelding van de exacte verliesratio niet geschikt is voor de turbomarkt. In tegenstelling tot de CFD-markt is de turbomarkt multilateraal en niet louter bilateraal. De veelheid aan distributeurs, in samenhang met het feit dat het voor uitgevende instellingen onmogelijk is om de wereldwijde portefeuille van beleggers te beoordelen, maakt het uiterst moeilijk om de exacte verlies/winst situatie van turbo-beleggers in te schatten. NEDSIPA wijst erop dat er belangrijke hindernissen bestaan voor de implementatie van bid-only voor op de beurs verhandelde producten, zoals de notering aan een MTF van een product dat in verschillende landen is genoteerd, technische kwesties aan Euronext-zijde om bulk bid-only's te verwerken en problematiek aan Euronext-zijde met de theoretische berekening van de laatprijzen. Daarom stelt NEDSIPA een meer algemene vermelding van het risicoverlies voor.

Noodzaak van maatregelen / vrijwillige stappen

De AFM stelt dat in het licht van eerdere pogingen om de hefboom te verlagen een productinterventie beter is dan wederom zelfregulering te proberen (paragraaf 3.3.4). De oproep van de AFM tot productinterventie zou de suggestie kunnen wekken dat NEDSIPA tot op heden niet bereid is geweest om maatregelen met de AFM te bespreken. Dit is nogal verrassend voor NEDSIPA, omdat zij in haar brief van 8 juni 2020 expliciet aanbod om het onderwerp verder te bespreken met de AFM, maar na de reactie van de AFM niets meer heeft gehoord. NEDSIPA stelde voor om alle relevante partijen (toezichthouder, uitgevende instellingen, handelsplatformen en distributeurs) hierbij te betrekken teneinde een breed gedragen en praktisch werkbare oplossing te bespreken en zo een level playing field te waarborgen.

Als formeler punt merkt NEDSIPA op dat het NEDSIPA mededingingsrechtelijk niet vrij staat om gezamenlijke (marktbeperkende) overeenkomsten te sluiten, bijvoorbeeld op het gebied van de hefboom van het product, aangezien dit in strijd kan zijn met de regels van het mededingingsrecht. Desalniettemin is NEDSIPA altijd bereid geweest om passende maatregelen te bespreken met de AFM en heeft zij meerdere malen concrete stappen ondernomen.

NEDSIPA wil er nogmaals op wijzen dat het zich altijd heeft ingespannen om een constructieve opstelling te tonen. In dit verband wil NEDSIPA onder meer vermelden dat de NEDSIPA-leden in 2013 hebben ingestemd met de maatregel om de kans op een *knock-out* te beperken door alleen producten uit te geven met een verschil van ten minste 2% tussen het financieringsniveau en de onderliggende waarde, waardoor de hefboom bij uitgifte in feite werd beperkt tot 50. Daarnaast wijst NEDSIPA op de aanpassing van haar communicaties over de werking en de risico's van turbo's. In 2016 hebben de leden van NEDSIPA ingestemd met een maatregel waarbij turbo's na uitgifte een zogenaamde 'bid-only' status krijgen als de afstand tussen de prijs van de onderliggende waarde en het financieringsniveau minder dan of gelijk is aan 2%. Ondanks de bereidheid daartoe van de uitgevende instellingen kon deze oplossing niet worden geïmplementeerd vanwege technische beperkingen op Euronext. De AFM heeft in haar persbericht van januari 2016 aangegeven deze maatregel positief te ontvangen en daarmee haar eerdere onderzoek uit 2013 af te ronden.

Naast het maximeren van de hefboom op het moment van de uitgifte, hebben de AFM en NEDSIPA gesproken over het opnemen van de *barrier hit probability*. Naar aanleiding van deze gesprekken verstrekken alle bij NEDSIPA aangesloten aanbieders dagelijks informatie op hun website over de procentuele kans dat een turbo de barrière bereikt waarmee de turbo ophoudt te bestaan.

Nedsipa

NEDSIPA is ervan overtuigd dat er op vrijwillige basis stappen kunnen worden ondernomen om de situatie ten aanzien van turbo's te verbeteren waar de AFM dat nodig acht. Gezien het bovenstaande lijkt de oproep van de AFM tot productinterventie voorbarig. NEDSIPA is nog steeds bereid om samen te werken en de vrijwillige uitvoering van verdere maatregelen op het gebied van turbo's te bespreken met de betrokkenheid van alle belanghebbenden. Als de voorgestelde maatregelen uit de productinterventie in de huidige opzet moeten worden uitgevoerd, zijn wij ervan overtuigd dat dit tot problemen zal leiden, wat negatieve gevolgen zal hebben voor de retailbelegger en wij zijn ervan overtuigd dat dit niet de bedoeling is van de AFM. Hieronder zullen wij dit nader toelichten.

Gevolgen voor retailbeleggers

De bid-only status van Euronext binnen het huidige Euronext-model is niet geschikt voor de productinterventie zoals voorgesteld door de AFM. Het probleem is dat het zal leiden tot onduidelijke prijsstelling, tot een complex proces van prijsbeoordeling door retailcliënten, tot klachten en mogelijk tot arbitrage.

Laten we een voorbeeld geven om dit te illustreren. Stel dat een uitgevende instelling bid-only gaat met een bod van €1. Daarvóór noteerde de uitgevende instelling €1,04 - €1,05. Met betrekking tot dit product plaatst 'Cliënt A' een limiet verkooporder van €2. 'Cliënt B', die enkele ogenblikken voordien een laatprijs van €1,05 zag, plaatst een bestens kooporder. Aangezien er geen aanbod meer is van de uitgevende instelling, zal de order van Cliënt B overeenkomen met de verkooporder van €2 van Cliënt A. Volgens de regels van Euronext ter voorkoming van handel tegen onjuiste prijzen zal deze match echter niet worden uitgevoerd. Het zal voor Cliënt A en Cliënt B echter niet duidelijk zijn waarom hun transacties niet worden uitgevoerd. Een nieuwe cliënt, 'Cliënt C', die nu overweegt in dit product te handelen, denkt dat er een storing is omdat de prijs vast lijkt te zitten op €2 en begrijpt niet waarom, noch ziet hij (of begrijpt hij) dat hij voor €1 zou kunnen verkopen. Cliënten A, B en C kunnen in deze situatie allemaal ontevreden zijn en een klacht indienen bij de uitgevende instelling en de beurs, rechtstreeks of via hun broker.

Deze situatie is niet theoretisch: deze situatie doet zich ook nu al voor als uitgevende instellingen bid-only gaan (wat momenteel niet vaak gebeurt), maar aangezien het aantal producten waar dit gebeurt vrij beperkt is, zijn de gevolgen hiervan relatief verwaarloosbaar. Als de voorgestelde maatregelen door de productinterventie ten uitvoer worden gebracht, zal het aantal producten dat bid-only moet gaan aanzienlijk toenemen. Opgemerkt dient te worden dat in deze situatie handel nog steeds mogelijk is, maar alleen niet met de uitgevende instelling. Om terug te komen op het voorbeeld: kopen en verkopen zou mogelijk zijn voor prijzen in de buurt van €1. Aangezien de bandbreedte waarbinnen Euronext transacties toestaat (die ligt tussen het bod van de uitgevende instelling en een door Euronext berekende virtuele biedprijs) groter is dan de *bid offer spread* zullen cliënten die in een dergelijke situatie kopen te maken krijgen met hogere spreads. Ook dit zal leiden tot ontevreden cliënten die meer betalen dan nodig is. Bovendien kan deze grotere bandbreedte arbitrageurs aantrekken, die zullen proberen om de orders te verwerven in de buurt van de limieten.

Gezien het bovenstaande zou de implementatie van bid-only maatregelen in de huidige opzet leiden tot onduidelijkheid voor retailbeleggers, aangezien zij het verschil niet kunnen zien tussen opschorting van een product of storing. Zelfs als bid-only wordt uitgevoerd, kunnen er nog steeds transacties plaatsvinden tussen andere marktdeelnemers, wat betekent dat producten met een grote hefboom nog steeds kunnen worden

Nedsipa

gekocht. In deze context zou dit mogelijk tot arbitrage kunnen leiden, aangezien dit arbitrageurs de mogelijkheid biedt om met een hogere spread te handelen.

Bovendien geldt dat wanneer retailbeleggers het effect van de maatregelen niet duidelijk begrijpen en vervolgens niet begrijpen wat ze wel of niet moeten doen tijdens een bid-only periode, NEDSIPA vreest dat dit aanleiding kan zijn voor potentiële verliezen voor de retailbelegger. De AFM zou de gevolgen hiervan dienen te overwegen.

Een en ander overwegende zal de uitvoering van de voorgestelde maatregelen voor productinterventie niet in het belang van de retailbelegger zijn. De reeds genoemde bereidheid van NEDSIPA om samen te werken en met de AFM (en andere relevante partijen) vrijwillige invoering van maatregelen op het gebied van turbo's te bespreken, maakt een productinterventie overbodig. NEDSIPA is van mening dat de door de AFM voorgestelde productinterventie voorbarig en onevenredig is.

Conclusie

Tot slot willen wij onze bezorgdheid uiten over de productinterventie zoals die in het Consultatiedocument is gepubliceerd. NEDSIPA is van mening dat de productinterventie niet gerechtvaardigd is op basis van het beperkte en ontoereikende statistische onderzoek van de AFM. Van specifiek belang is dat het toepassingsgebied momenteel wordt uitgebreid tot de bescherming van niet-professionele beleggers in andere EU-jurisdicties in verband met door Nederlandse beleggingsondernemingen uitgegeven turbo's, waardoor Nederlandse uitgevende instellingen een concurrentienadeel krijgen en het zo belangrijke level playing field voor Europese partijen teniet wordt gedaan. Daarnaast houdt de AFM in haar analyse geen rekening met substantiële verschillen tussen CFD's en turbo's.

We dringen er daarom bij de AFM op aan om de voorgestelde productinterventie en maatregelen goed te analyseren, rekening houdend met het bovenstaande. Zoals gezegd zijn wij als NEDSIPA-leden bereid om met u aan tafel te gaan en te bespreken welke andere maatregelen genomen zouden kunnen worden. NEDSIPA is bereid om daarbij alle relevante partijen te betrekken teneinde een breed gedragen en praktisch werkbaar oplossing te bespreken, waarmee een level playing field wordt veiliggesteld.

NEDSIPA heeft er geen bezwaar tegen dat deze reactie door de AFM wordt gepubliceerd.

Ik zal contact opnemen met uw kantoor teneinde te vernemen wanneer u beschikbaar bent voor een bijeenkomst.

Hoogachtend,

Erik Mauritz
Voorzitter van NEDSIPA