
Sectorrapport over productgovernance

De FSMA voerde een reeks van inspecties uit in het kader van een *Common Supervisory Action* (hierna « CSA¹ ») van het Europese agentschap ESMA. Het thema van deze toezichtsactie was productgovernance bij ontwikkelaars en distributeurs.

Onder productgovernance verstaan we de systemen en processen waarover gereguleerde ondernemingen moeten beschikken om financiële instrumenten te ontwikkelen, goed te keuren, op de markt te brengen en te beheren gedurende de hele levenscyclus van het financieel instrument.

In het bijzonder onderzocht de FSMA de toepassing van de MiFID II-productgovernanceregels op de ontwikkeling en distributie van beleggingsfondsen, gestructureerde schuldinstrumenten en warrants.

Dit sectorrapport biedt een overzicht van de belangrijkste vaststellingen, goede praktijken en aanbevelingen van de FSMA uit deze CSA². De ondernemingen die betrokken waren bij de CSA ontvingen een individueel inspectierapport en nemen corrigerende maatregelen om tegemoet te komen aan de vaststellingen van de FSMA.

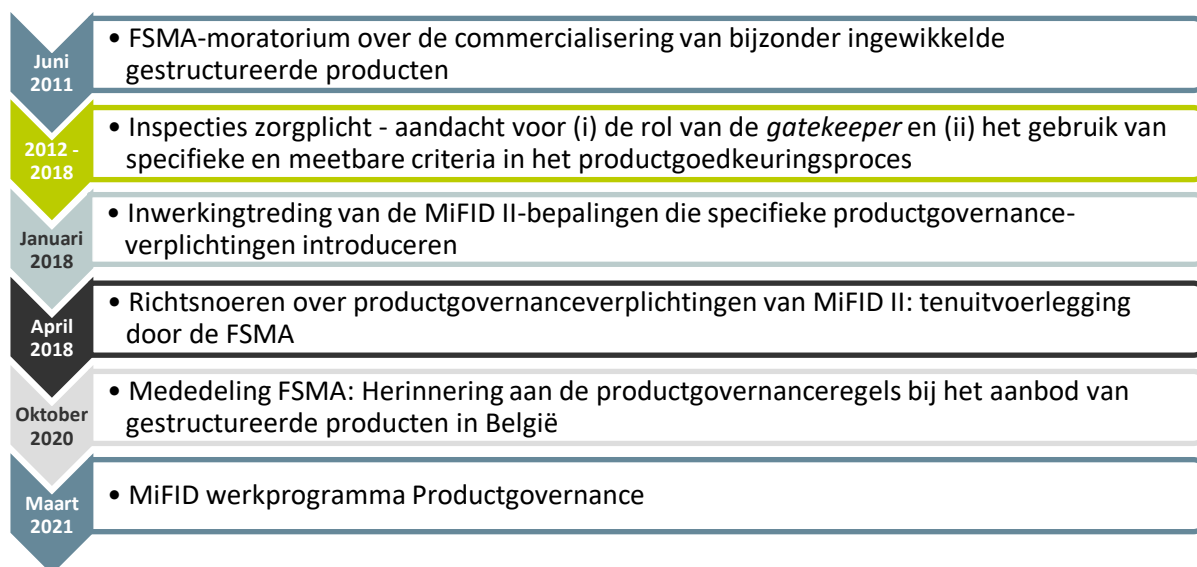
De FSMA besteedt in dit sectorrapport bijzondere aandacht aan de productgovernance voor gestructureerde schuldinstrumenten. De FSMA heeft immers tijdens de CSA vastgesteld dat vooral de productgovernance voor deze productcategorie voor verbetering vatbaar was³.

Het sectorrapport bestaat uit 7 hoofdstukken:

- een korte historiek van het toezicht en een *executive summary* (Hoofdstuk 1);
- een overzicht van het toepasselijk wettelijk kader (Hoofdstuk 2);
- vaststellingen voor de ontwikkelaars (Hoofdstuk 3), de distributeurs (Hoofdstuk 4) respectievelijk voor beide rollen (Hoofdstuk 5);
- goede praktijken die de FSMA tijdens de CSA identificeerde (Hoofdstuk 6);
- aanbevelingen van de FSMA rond productgovernance (Hoofdstuk 7).

1 Productgovernance: de basis is gelegd, maar een aantal deelprocessen moeten beter

De productgovernanceregels deden formeel hun intrede in de regelgeving in 2018, met de inwerkingtreding van MiFID II. De FSMA had daarvoor al een aantal initiatieven genomen die verband hielden met de manier waarop ondernemingen producten ontwikkelden en in de markt zetten.



Sinds juni 2011 nodigt de FSMA de spelers die actief zijn op de Belgische markt, uit om toe te treden tot het **moratorium** op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten in België. Het moratorium is opgezet om de verspreiding van bijzonder complexe gestructureerde producten te beperken en beleggers een beter inzicht te geven in de kosten, het kredietrisico en de marktwaarde van gestructureerde producten. De FSMA gaat sindsdien voortdurend na of de toetreden distributeurs zich aan het moratorium houden en voert gedetailleerde productanalyses uit om de naleving van het moratorium te beoordelen.

Sinds 2020 stelt de FSMA een toenemende commercialisering vast van gestructureerde producten op huisindexen⁴ met complexe selectiefilters en gebruik van synthetisch dividend. Hierdoor neemt het risico toe dat deze producten worden aangeboden of aanbevolen aan beleggers met onvoldoende kennis om deze structuren te begrijpen.

De FSMA stelde in 2020 vast, naar aanleiding van enkele specifieke controles, dat bepaalde gestructureerde producten hoge kosten hadden, terwijl de productgovernance voor die producten voor verbetering vatbaar was. Zij bracht daarom in oktober 2020 de productgovernanceregels bij het aanbod van gestructureerde producten in België in herinnering⁵.

Reeds vóór de inwerkingtreding van de specifieke productgovernanceverplichtingen onder MiFID II controleerde de FSMA in haar **inspecties** rond de zorgplicht in welke mate ondernemingen beschikten over duidelijke, specifieke en meetbare selectiecriteria voor de opname en opvolging van financiële instrumenten in het productaanbod. Ook ging ze na in welke mate er een *gatekeeper* de belangen van de cliënt behartigde in de comités waarin deze selecties gebeurden.

In 2021 stelde de FSMA een werkprogramma rond productgovernance ter beschikking als leidraad voor marktspelers.

Onderstaande tabel vat de belangrijkste vaststellingen samen uit de inspecties rond de CSA 2021. Een **groene kleur** wijst op een punt dat de FSMA grotendeels **onder controle** acht. De punten waar de FSMA nog een **beperkte marge tot verbetering** ziet, zijn in het **geel** aangeduid. Een **oranje kleur** wijst op een punt waar de FSMA nog **ruime marge** ziet voor verbetering in de sector.

EXECUTIVE SUMMARY

Algemene vaststellingen voor alle types onderzochte producten binnen de CSA

Productgovernanceregelingen

De meeste distributeurs beschikken over productgovernanceregelingen die beschrijven hoe zij de doelmarkt en de distributiestrategie bepalen. De productgovernanceregelingen bevatten niet steeds een (voldoende) beschrijving rond de identificatie van de cliëntenbehoeften en de evaluatie van de productvoorwaarden, met inbegrip van de kosten.

Identificatie van de cliëntenbehoeften

Distributeurs verantwoorden in hun documentatie rond de selectie van een financieel instrument onvoldoende hoe dit financieel instrument beantwoordt aan de kenmerken, doelstellingen en behoeften van de omschreven doelmarkt. Zij verduidelijken niet of onvoldoende waarom het financieel instrument in het belang van de cliënt is.

De comités die betrokken zijn bij de formele goedkeuring van het geselecteerde product hebben meestal geen zicht op de analyse van de verschillende initiële productvoorstellen door de *productmanagers*.

Bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie

Distributeurs gebruiken in het algemeen voor de bepaling van de doelmarkt de lijst van vijf categorieën, zoals beschreven in de ESMA-richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen⁶. Zij maken hiervoor gebruik van de *European MiFID Template (EMT)*.

Distributeurs nemen meestal de doelmarkt en de distributiestrategie van de ontwikkelaar over, zonder deze te verfijnen op basis van de informatie over hun cliënten. Zij documenteren niet waarom er geen verfijning nodig is. Indien zij de doelmarkt en/of de distributiestrategie verfijnen, documenteren zij onvoldoende welke kwalitatieve en/of kwantitatieve elementen hebben geleid tot deze beslissing.

Distributeurs vragen in het algemeen hetzelfde informatieniveau van niet-MiFID-ontwikkelaars als van MiFID-ontwikkelaars voor de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie (EMT-fiche).

Compliance en *gatekeepers*

De compliancefunctie houdt in het algemeen toezicht op de ontwikkeling en periodieke herziening van de productgovernanceregelingen en neemt meestal deel aan de interne productgoedkeuringscomités.

De compliancefunctie of een andere *gatekeeper* zijn meestal niet of slechts zeer beperkt betrokken in de ontwikkelingsfase/selectiefase voorafgaand aan de formele goedkeuring van een financieel instrument in het productgoedkeuringscomité.

De documentatie van de inhoudelijke *challenge* door de compliancefunctie of een andere *gatekeeper* is nog voor verbetering vatbaar. De notulen van productgoedkeuringscomités bevatten meestal geen spoor van de inhoudelijke discussies.

EXECUTIVE SUMMARY

Productherziening

Ontwikkelaars en distributeurs voeren jaarlijks en bij specifieke gebeurtenissen een risico-gebaseerde herziening uit. In de praktijk leiden die herzieningen amper tot aanpassingen van de doelmarkt of de distributiestrategie.

Sommige distributeurs voeren geen enkele productherziening uit van de doelmarkt en de distributiestrategie in geval van een passieve verkoop⁷ (zonder actieve marketing).

Uitwisseling van informatie

De wijze van informatie-uitwisseling tussen ontwikkelaars en distributeurs na een product-lancering kan verschillen naargelang de relatie tussen beide partijen (bv. entiteiten binnen dezelfde groep of derde partijen). De gehanteerde werkwijze voor de informatie-uitwisseling staat soms, maar niet altijd, beschreven in een distributieovereenkomst.

Niet-MiFID-ontwikkelaars van fondsen verstrekken meestal geen scenarioanalyses aan de distributeurs.

De distributeur beperkt zijn informatie aan de ontwikkelaar in bepaalde gevallen tot informatie over de verkopen buiten de positieve doelmarkt of in de negatieve doelmarkt. Sommige distributeurs bezorgen deze informatie enkel op specifieke vraag van de ontwikkelaar.

Specifieke vaststellingen voor gestructureerde schuldinstrumenten

Productgovernanceregelingen

Ontwikkelaars van gestructureerde schuldinstrumenten beschikken in het algemeen over passende productgovernanceregelingen rond de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie. De rol van de scenarioanalyses bij de bepaling van de doelmarkt en de productkeuze is niet altijd voldoende duidelijk beschreven in de productgovernanceregelingen.

Identificatie van de cliëntenbehoeften

Voor gestructureerde schuldinstrumenten in vreemde valuta houden distributeurs onvoldoende rekening met de eventuele toekomstperspectieven rond de valuta waarin het gestructureerd schuldinstrument is uitgegeven en of die perspectieven gelden voor de volledige duur van het gestructureerd schuldinstrument.

Bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie

Ontwikkelaars en distributeurs houden bij de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie onvoldoende rekening met de complexiteit van de onderliggende waarden van gestructureerde schuldinstrumenten. Zij stellen onvoldoende in vraag of op maat gemaakte, complexe indexen (huisindexen) wel gepast zijn voor de doelmarkt en of de doelmarkt in staat is om de kenmerken en de risico's van dergelijke indexen en de impact ervan op het rendement van het product in te schatten.

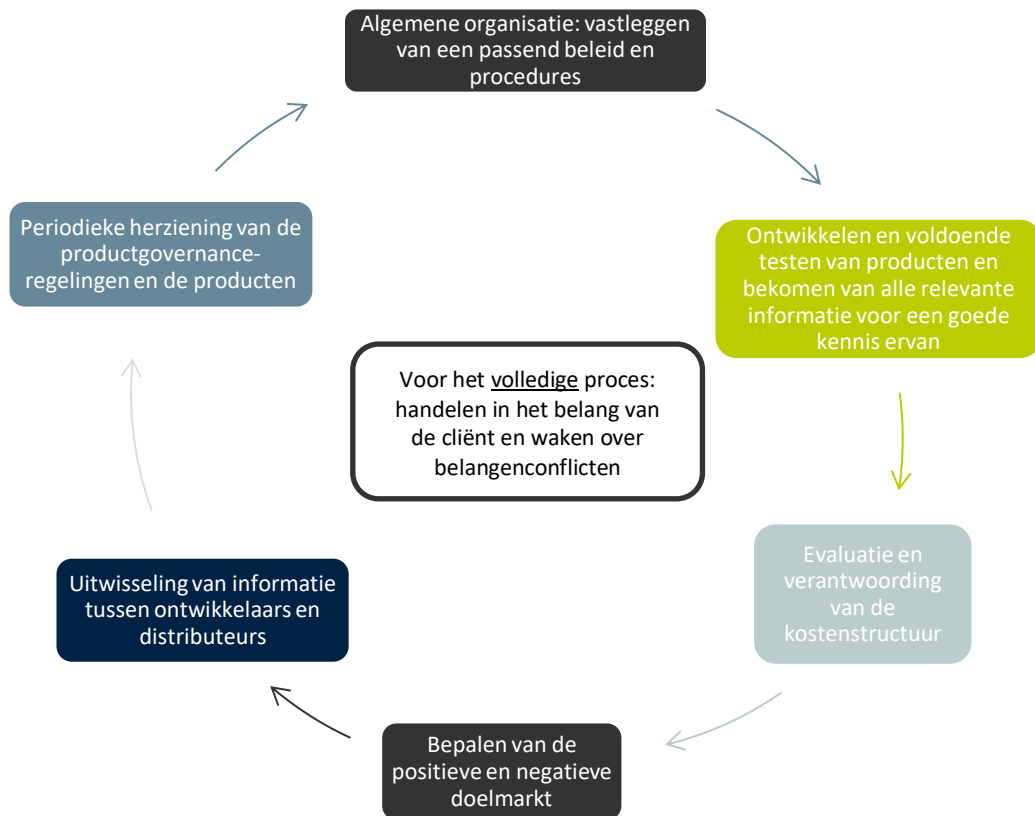
Ontwikkelaars en distributeurs gebruiken in het algemeen voor de bepaling van de doelmarkt de lijst van vijf categorieën, zoals beschreven in de ESMA-richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen. Zij maken hiervoor gebruik van de *European MiFID Template* (EMT).

EXECUTIVE SUMMARY	
Scenarioanalyse	
	Ontwikkelaars van gestructureerde schuldinstrumenten gebruiken scenarioanalyses in overeenstemming met de prestatiescenario's in de PRIIPS-verordening ⁸ . Een aantal ontwikkelaars maken bijkomend gebruik van <i>backtesting</i> over een langere periode dan de vijfjarige historiek die is voorgeschreven in de PRIIPS-verordening.
	Sommige ontwikkelaars voeren de scenarioanalyses laattijdig uit.
	Ontwikkelaars documenteren onvoldoende de conclusies die zij trekken uit de scenarioanalyses. De meeste ontwikkelaars en distributeurs verantwoorden niet waarom een gestructureerd schuldinstrument interessant kan zijn voor de doelmarkt, indien de scenarioanalyses in de PRIIPS KID teleurstellende of negatieve rendementsverwachtingen aangeven voor het gematigd scenario.
Verantwoording van de kostenstructuur	
	Ontwikkelaars brengen doorgaans alle directe en indirecte kosten correct in kaart overeenkomstig de PRIIPS-vereisten.
	Ontwikkelaars en distributeurs verantwoorden en documenteren onvoldoende hoe zij de kostenstructuur evalueren ten opzichte van de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de beoogde doelmarkt en hoe zij nagaan dat de kostenstructuur de rendementsverwachtingen niet ondermijnt. In een beperkt aantal gevallen hield de onderneming geen rekening met alle kosten, waaronder de distributiekosten bovenop de nominale waarde, om een beoordeling te maken.

De FSMA verwacht dat de sector de nodige inspanningen levert voor een robuust product-goedkeuringsproces dat rekening houdt met de vaststellingen, goede praktijken en aanbevelingen van dit sectorrapport. Zij verwacht in dit kader ook een passende identificatie en beheer van de belangenconflicten.

De FSMA stelt een [toolkit](#) ter beschikking om de ondernemingen te ondersteunen bij de organisatie en concrete toepassing van het productgovernanceproces qua identificatie van de cliëntenbehoefte, scenarioanalyse en kostenverantwoording. Vooral deze aspecten zijn immers vatbaar voor verbetering. Het betreft evenwel geen exhaustieve opsomming van alle elementen die tijdens het proces aan bod moeten komen.

2 Ondernemingen moeten over passende productgovernanceregelingen beschikken. Hun aanbod moet overeenstemmen met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt en de voorgenomen distributiestrategie



2.1 Verplichtingen voor ontwikkelaars⁹

Ontwikkelaars moeten beschikken over procedures en maatregelen om ervoor te zorgen dat zij bij het vervaardigen van financiële instrumenten voldoen aan de vereisten inzake passend beheer van belangenconflicten, met inbegrip van de vergoedingen. Zij moeten waarborgen dat het ontwerp en de kenmerken van een financieel instrument de eindcliënten niet benadeelt en niet tot problemen voor de integriteit van de markt leidt.

Wanneer zij samenwerken voor het creëren, ontwikkelen, uitgeven en/of ontwerpen van een financieel instrument, moeten ondernemingen hun wederzijdse verplichtingen in een schriftelijke overeenkomst vaststellen.

Het wettelijk bestuursorgaan moet daadwerkelijk controle uitoefenen over het productgovernanceproces.

Personeelsleden die betrokken zijn bij het vervaardigen van financiële instrumenten moeten de nodige deskundigheid bezitten om de kenmerken en risico's te begrijpen van deze financiële instrumenten.

Ontwikkelaars moeten een scenarioanalyse verrichten voor hun financiële instrumenten. Daarin beoordelen ze het risico dat het financieel instrument slechte resultaten zou opleveren voor eindcliënten en gaan ze na in welke omstandigheden dit kan gebeuren¹⁰.

Voor elk financieel instrument moeten ontwikkelaars de potentiële doelmarkt voldoende granulair omschrijven. Ze moeten omschrijven met welk type cliënten het financieel instrument, wat de behoeften, kenmerken en doelstellingen betreft, overeenstemt (positieve doelmarkt). Zij moeten ook bepalen met welke groep van cliënten het financieel instrument niet overeenstemt (negatieve doelmarkt).

Om te bepalen of een financieel instrument voldoet aan de vastgestelde behoeften, kenmerken en doelstelling van de doelmarkt, moeten ontwikkelaars het risico/rendementsprofiel van het financieel instrument onderzoeken en erover waken dat het financieel instrument kenmerken bevat die de cliënt ten goede komen.

Ontwikkelaars moeten de voorgestelde kostenstructuur van het financieel instrument evalueren en in het bijzonder onderzoeken:

- 1) of de kosten en tarieven verenigbaar zijn met de behoeften, doelstellingen en kenmerken van de doelmarkt;
- 2) of de kosten de rendementsverwachting voor het financieel instrument niet ondermijnen;
- 3) of de kostenstructuur voldoende transparant is, zodat deze geen kosten verhult of te complex is om te begrijpen.

Zij moeten informatie verstrekken aan distributeurs over de distributiestrategie, het productgoedkeuringsproces en de omschreven potentiële doelmarkt van het financieel instrument.

Ontwikkelaars moeten regelmatig de financiële instrumenten evalueren die zij vervaardigen (*product review*), rekening houdend met de gebeurtenissen die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt feitelijk kunnen beïnvloeden. Zij evalueren de producten voor elke verdere uitgifte of nieuwe lancering indien zij op de hoogte zijn van gebeurtenissen die de potentiële risico's voor beleggers feitelijk kunnen beïnvloeden. Ze gaan na of de producten functioneren zoals bedoeld. De (innovatieve) aard en de complexiteit van het product hebben een invloed op de frequentie van deze evaluatie.

De compliancefunctie moet toezicht houden op de ontwikkeling en de periodieke evaluatie van de productgovernanceregelingen om risico's op niet-naleving op te sporen. Zij moet ervoor zorgen dat haar verslagen aan het wettelijk bestuursorgaan stelselmatig informatie bevatten over de door de onderneming vervaardigde financiële instrumenten, waaronder informatie over de distributiestrategie.

2.2 Verplichtingen voor distributeurs¹¹

Distributeurs moeten beschikken over passende productgovernanceregelingen om ervoor te zorgen dat de producten en diensten die zij aanbieden of aanbevelen, overeenstemmen met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de omschreven doelmarkt, en dat de voorgenomen distributiestrategie overeenstemt met die doelmarkt.

Zij moeten de cliëntenbehoeften identificeren: ze omschrijven en beoordelen de omstandigheden en behoeften van de cliënten waarop zij zich willen richten, om ervoor te zorgen dat deze geen afbreuk doen aan de belangen van cliënten ten gevolge van financierings- of commerciële processen.

Het wettelijk bestuursorgaan moet daadwerkelijk controle uitoefenen over het productgovernanceproces.

Personeelsleden moeten de nodige deskundigheid bezitten om de kenmerken en risico's te begrijpen van de producten die zij aanbieden of aanbevelen en van de geleverde diensten. Ze moeten ook de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de omschreven doelmarkt begrijpen.

Distributeurs moeten de nodige informatie ontvangen van ontwikkelaars die onder de MiFID-regelgeving vallen, om de aangeboden of aanbevolen producten te begrijpen en te kennen. Sommige ontwikkelaars vallen niet onder de MiFID-regelgeving. Distributeurs ondernemen alle redelijke stappen om ervoor te zorgen dat zij ook van deze ontwikkelaars passende en betrouwbare informatie verkrijgen, zodat de producten worden gedistribueerd in overeenstemming met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt.

Om de doelmarkt en de distributiestrategie te bepalen, moeten distributeurs de informatie gebruiken die zij van ontwikkelaars hebben verkregen, alsook informatie over hun eigen cliënten.

Distributeurs moeten regelmatig een evaluatie verrichten van de beleggingsproducten die zij aanbieden of aanbevelen en de diensten die zij verlenen, rekening houdend met elke gebeurtenis die het potentiële risico voor de omschreven doelmarkt materieel kan beïnvloeden. Zij moeten minstens evalueren of de producten of diensten blijven overeenstemmen met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de omschreven doelmarkt en of de voorgenomen distributiestrategie geschikt blijft.

De compliancefunctie moet toezicht houden op de ontwikkeling en de periodieke evaluatie van de productgovernanceregelingen om risico's op niet-naleving van de productgovernancevereisten op te sporen. Zij moet ervoor zorgen dat haar verslagen aan het wettelijk bestuursorgaan stelselmatig informatie bevatten over de producten die zij aanbieden of aanbevelen en de geleverde diensten.

Distributeurs moeten de ontwikkelaars verkoopinformatie verstrekken en, indien relevant, informatie over hun productevaluaties van de doelmarkt en de distributiestrategie.

3 De FSMA doet vaststellingen over productgovernance bij ontwikkelaars¹² van gestructureerde schuldinstrumenten

3.1 Ontwikkelaars beschikken over passende productgovernanceregelingen rond de bepaling van doelmarkt en de distributiestrategie

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- Alle ontwikkelaars van gestructureerde schuldinstrumenten beschikken in het algemeen over passende productgovernanceregelingen rond de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie.
- Eén ontwikkelaar beschikte niet over een procedure voor de bepaling van de negatieve doelmarkt en bepaalde deze doelmarkt in de praktijk ook niet.
- Één ontwikkelaar beschikte enkel over een groepsprocedure, die evenwel niet was aangepast aan lokale bijzonderheden of de activiteiten van de Belgische entiteit onvoldoende beschreef.

3.2 Ontwikkelaars houden bij de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie onvoldoende rekening met de onderliggende waarden van gestructureerde schuldinstrumenten en documenteren onvoldoende hun keuzes voor de doelmarktcriteria

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- Alle ontwikkelaars gebruiken voor de bepaling van de doelmarkt de lijst van vijf categorieën, zoals beschreven in de ESMA-richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen. Deze categorieën staan ook opgenomen in de EMT.
- De meeste ontwikkelaars maken gebruik van de EMT om de doelmarkt en de distributiestrategie te bepalen en te documenteren. De concrete invulling van de bovenvermelde categorieën in het EMT-model is voornamelijk gebaseerd op de kenmerken van het product, zoals de complexiteit van het product, de PRIIPS-risico-indicator, de maturiteit, het voornaamste beschermingsniveau, enz.
- De invulling van de EMT blijft grotendeels beperkt tot een “checklist” zonder verdere beschrijving die de keuzes van de ontwikkelaar voor de verschillende doelmarktcriteria rechtvaardigt. In het algemeen konden de ontwikkelaars wel *ex post* hun keuzes toelichten.
- De complexiteit van de onderliggende waarden van het product (waaronder huisindexen) heeft meestal geen of slechts een zeer beperkte invloed op de bepaling van de doelmarkt (in het bijzonder voor de categorie ‘kennis en ervaring’). Ontwikkelaars gebruiken echter als onderliggende waarde steeds meer op maat gemaakte, complexe indexen die verband houden met een of meer beleggingsthema’s en die worden vastgesteld door algoritmen met complexe wiskundige berekeningen op basis van volatiliteit en dividenden. Ontwikkelaars stellen hierbij onvoldoende in vraag of dergelijke producten wel gepast zijn voor de doelmarkt.

3.3 Ontwikkelaars verrichten een scenarioanalyse, maar dit gebeurt niet altijd tijdig en de conclusies zijn onvoldoende gedocumenteerd

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- Alle ontwikkelaars van gestructureerde schuldinstrumenten gebruiken scenarioanalyses in overeenstemming met de prestatiescenario's in de PRIIPS-verordening (en zoals opgenomen in de KID):
 - om te onderzoeken of het risico- en rendementsprofiel overeenstemt met de behoeften en kenmerken van de doelmarkt;
 - om de risico's van ongunstige resultaten voor cliënten te beoordelen, alsook in welke omstandigheden deze uitkomsten zich kunnen voordoen.
- Een aantal ontwikkelaars maken bijkomend gebruik van *backtesting* over een langere periode dan de vijfjarige historiek die is voorgeschreven in de PRIIPS-verordening.
- Bij sommige ontwikkelaars lag de focus bij de scenarioanalyse eerder op een analyse van de productvoorwaarden, waarbij minimaal en maximaal rendement worden vergeleken, dan op de waarschijnlijkheid dat een bepaald rendement wordt gehaald.
- De rol van de scenarioanalyses bij de bepaling van de doelmarkt is onvoldoende duidelijk beschreven in de productgovernanceregelingen.
- Sommige ontwikkelaars voeren de scenarioanalyses laattijdig uit. In één geval voerde de ontwikkelaar de scenarioanalyse pas uit na vastlegging van de productkenmerken en na presentatie van het gestructureerd schuldinstrument aan het productgoedkeuringscomité. Op deze manier heeft de scenarioanalyse slechts beperkte toegevoegde waarde.
- Ontwikkelaars documenteren onvoldoende de conclusies die zij trekken uit de scenarioanalyses. Ze documenteren niet waarom ze toch willen verder gaan met een product indien uit de resultaten van de analyse in het gematigd scenario¹³ teleurstellende of negatieve resultaten blijken. Zij tonen hiermee onvoldoende aan hoe het product voldoet aan de vastgestelde behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt.

3.4 Ontwikkelaars evalueren onvoldoende de kostenstructuur

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- De meeste ontwikkelaars hebben een beleid en procedures over de waardering van gestructureerde schuldinstrumenten in lijn met de PRIIPS RTS¹⁴.
- Ontwikkelaars brengen doorgaans alle directe en indirecte kosten correct in kaart overeenkomstig de PRIIPS-vereisten.
- Een ontwikkelaar rekende in bepaalde gevallen een aanzienlijk hogere marge aan voor meer risicovolle producten dan voor minder risicovolle producten, terwijl er geen verschil was in kosten tussen beide types van producten. De ontwikkelaar verantwoordde bovendien niet waarom beleggers die bereid zijn een hoger risico te lopen, ook bereid zouden zijn daar aanzienlijk meer voor te betalen.

- Ontwikkelaars documenteren onvoldoende hoe zij:
 - de kostenstructuur evalueren ten opzichte van de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de beoogde doelmarkt;
 - nagaan dat de kostenstructuur het verwachte rendement niet ondermijnt.

3.5 De compliancefunctie ziet toe op de algemene productgovernanceregelingen, maar is niet tijdig betrokken in de ontwikkelingsfase van een gestructureerd schuldinstrument

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- De compliancefunctie is in het algemeen betrokken bij de ontwikkeling van en het toezicht op de productgovernanceregelingen, alsook bij de opmaak van distributieovereenkomsten.
- De compliancefunctie neemt deel aan de interne productgoedkeuringscomités.
- De compliancefunctie of een andere *gatekeeper* zijn meestal niet of slechts zeer beperkt betrokken in de ontwikkelingsfase die voorafgaat aan de formele goedkeuring van het gestructureerd schuldinstrument in het productgoedkeuringscomité. In de ontwikkelingsfase worden nochtans al fundamentele keuzes gemaakt rond onder meer de onderliggende waarde, de looptijd en de kosten.
- In bepaalde gevallen bleef het nazicht beperkt tot een *tick-the-box* oefening zonder inhoudelijke toetsing. De documentatie van de inhoudelijke *challenge* door de compliancefunctie of een andere *gatekeeper* is voor verbetering vatbaar of ontbreekt. De notulen van de productgoedkeuringscomités geven de inhoudelijke discussies over de financiële instrumenten niet steeds weer.

3.6 Ontwikkelaars voeren jaarlijks een risicogebaseerde productherziening uit

De FSMA stelt vast dat de ontwikkelaars jaarlijks en bij specifieke gebeurtenissen een risicogebaseerde productherziening uitvoeren op basis van de in de ESMA-richtsnoeren beschreven vijf doelmarktcriteria. Zij baseren zich onder meer op de informatie die zij verkrijgen van distributeurs rond de verkopen buiten de positieve doelmarkt of in de negatieve doelmarkt. In de praktijk leidt die herziening amper tot aanpassingen van de doelmarkt of de distributiestrategie.

4 De FSMA doet vaststellingen over productgovernance bij distributeurs¹⁵

4.1 Distributeurs documenteren niet of onvoldoende de identificatie van de cliëntenbehoefte bij de selectie van financiële instrumenten

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- Sommige distributeurs beschikken niet over een procedure die beschrijft hoe ze de werkelijke cliëntenbehoefte identificeren en mee in rekening nemen bij de selectie van financiële instrumenten in hun aanbod.
- Een aantal distributeurs beschikken wel over een procedure, maar documenteren onvoldoende hoe zij signalen van cliënten (vb. behoefte aan duurzame producten of interesse voor een bepaald devies) of van het netwerk dat in contact staat met de cliënten opvangen en aanwenden om de cliëntenbehoefte verder vorm te geven.
- Distributeurs verantwoorden in hun documentatie rond de selectie van een financieel instrument onvoldoende hoe dit financieel instrument beantwoordt aan de kenmerken, doelstellingen en behoeften van de omschreven doelmarkt.
- Bij de keuze voor een gestructureerd schuldinstrument heeft de vervaldagenkalender van reeds gelanceerde producten soms een bepalende rol. In het bijzonder voor gestructureerde schuldinstrumenten in deviezen ontbrak er een analyse die aantoonde, op basis van de marktomstandigheden op dat ogenblik, waarom het in belang was van de doelgroep om gelden voor een lange termijn te herbeleggen in een nieuw gestructureerd schuldinstrument in hetzelfde devies. Zo werd er onvoldoende rekening gehouden met de eventuele toekomstperspectieven rond het devies waarin het product was uitgegeven en of die perspectieven gelden voor de volledige duur van het gestructureerd schuldinstrument.
- De documentatie over de analyse van de verschillende productvoorstellen in de eerste stappen van het productselectieproces is gebrekkig. De documentatie laat bijvoorbeeld niet toe na te gaan welke criteria de productmanagers hanteerden bij hun beslissing over het te selecteren financieel instrument. Daarnaast beschrijven zij onvoldoende waarom het financieel instrument in het belang van de cliënt is.
- De comités die betrokken zijn bij de formele goedkeuring van het geselecteerde product hebben meestal geen zicht op de analyse van de verschillende initiële productvoorstellen door de productmanagers.

4.2 Distributeurs beschikken in het algemeen over passende procedures, maar verfijnen de voorgestelde doelmarkt en distributiestrategie van de ontwikkelaar zelden en verantwoorden dit niet

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- De meeste distributeurs beschikken over passende productgovernanceregelingen die beschrijven hoe zij de doelmarkt en de distributiestrategie bepalen. Zij hanteren voor de bepaling van de doelmarkt de vijf categorieën conform de ESMA-richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen en houden hierbij rekening met productkarakteristieken en het niveau van complexiteit van het product.

- Distributeurs nemen meestal de doelmarkt en de distributiestrategie van de ontwikkelaar over, zonder deze te verfijnen op basis van de informatie over hun cliënten. Zij documenteren niet waarom er geen verfijning nodig is.
- De complexiteit van de onderliggende waarden (waaronder huisindexen) heeft meestal geen of slechts een zeer beperkte invloed op de bepaling van de doelmarkt (in het bijzonder voor de categorie ‘kennis en ervaring’). Distributeurs gebruiken echter als onderliggende waarde steeds meer op maat gemaakte, complexe indexen die verband houden met een of meer beleggingsthema’s en die worden vastgesteld door algoritmen met complexe wiskundige berekeningen op basis van volatiliteit en dividenden. Distributeurs stellen hierbij onvoldoende in vraag of dergelijke producten wel gepast zijn voor de doelmarkt.
- Wanneer zij de voorgestelde doelmarkt en/of distributiestrategie van de ontwikkelaar wijzigen, documenteren distributeurs onvoldoende welke kwalitatieve en/of kwantitatieve elementen hebben geleid tot deze beslissing.
- Sommige distributeurs laten afwijkingen van de positieve doelmarkt toe in specifieke gevallen, maar dit blijft eerder beperkt (diversificatie, risicoafdekking (*hedging*)...). Restricties in de distributiestrategie worden meestal systeemtechnisch afgedwongen.
- Distributeurs vragen in het algemeen hetzelfde informatieniveau van niet-MiFID-ontwikkelaars als van MiFID-ontwikkelaars voor de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie (EMT-fiche).

4.3 Distributeurs gaan onvoldoende na of de productvoorwaarden, inclusief de kosten, verenigbaar zijn met de kenmerken, behoeften en doelstellingen van de doelmarkt

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- Distributeurs kunnen onvoldoende aantonen hoe de productvoorwaarden en in het bijzonder de kosten verenigbaar zijn met de kenmerken, behoeften en doelstellingen van de doelmarkt.
- Één distributeur gebruikte de PRIIPS-scenarioanalyse van de ontwikkelaar, terwijl die scenario’s de bijkomende distributiekosten niet omvatten die hijzelf aanrekende *boven pari*. De distributeur ging niet na wat de bijkomende impact van die kosten was.
- Distributeurs verantwoorden niet waarom een product in het belang van de cliënt is, indien uit de scenarioanalyse in het gematigd scenario een teleurstellend of negatief resultaat blijkt.
- Eén distributeur hield bij de productselectie geen rekening met de structureringskosten.
- Eén distributeur die productvoorstellen vroeg aan verschillende ontwikkelaars gaf onmiddellijk zijn aanzienlijke distributievergoeding te kennen, zonder zicht te hebben op het risico- en rendementsprofiel van het product en de scenarioanalyse af te wachten en in functie daarvan in te schatten welk kostenniveau verenigbaar zou zijn met de kenmerken, behoeften en doelstellingen van de doelmarkt.

4.4 De compliancefunctie ziet toe op de algemene productgovernanceregelingen, maar de distributeurs betrekken haar niet altijd tijdig in het productgoedkeuringsproces

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- De compliancefunctie ziet in het algemeen toe op de ontwikkeling en periodieke herziening van productgovernanceregelingen en voert *ex post* controles uit.
- De compliancefunctie of een andere *gatekeeper* zijn vaak niet betrokken in de selectiefase van het financieel instrument die voorafgaat aan de formele goedkeuring door het betrokken comité.
- De documentatie van de inhoudelijke screening en de conclusies van de compliancefunctie of een andere *gatekeeper* is nog voor verbetering vatbaar. De notulen van productgoedkeuringscomités bevatten meestal geen spoor van de inhoudelijke discussies.

4.5 Distributeurs voeren jaarlijks een risicogebaseerde productherziening uit

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- De meeste distributeurs voeren jaarlijks en bij specifieke gebeurtenissen een risicogebaseerde productherziening uit. Zij houden onder andere rekening met de solvabiliteit van de emittent, wijzigingen in het regelgevend/fiscaal kader, klachten, wijzigingen in het risicoprofiel van het financieel instrument en significante in- en uitstromen. In de praktijk leiden die herzieningen niet vaak tot wijzigingen.
- Distributeurs beoordelen naast de vijf doelmarktcriteria van de ESMA-richtsnoeren ook andere aspecten van het product zoals de prestatie en in het bijzonder voor fondsen de samenstelling en het beleggingsproces.
- Sommige distributeurs voeren geen enkele productherziening uit van de doelmarkt en de distributiestrategie in geval van een passieve verkoop (zonder actieve marketing).

5 De FSMA doet vaststellingen over de gezamenlijke informatieuitwisselingsverplichting¹⁶

De FSMA doet de volgende vaststellingen:

- Ontwikkelaars verstrekken in het algemeen de volgende informatie aan de distributeurs: de EMT-template voor de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie, algemene informatie rond de risico's en kostenstructuur van de producten en de wettelijke documenten (KIID/KID), die voor gestructureerde producten ook de scenarioanalyse omvatten.
- Distributeurs ontvangen van de ontwikkelaars geen bijkomende kwalitatieve toelichting waarom het risico/rendementsprofiel en de kostenstructuur verenigbaar zijn met de kenmerken, behoeften en doelstellingen van de omschreven potentiële doelmarkt.
- De wijze van informatie-uitwisseling tussen ontwikkelaars en distributeurs na een productlancering kan verschillen naargelang de relatie tussen beide partijen (bv. entiteiten binnen dezelfde groep of derde partijen). De gehanteerde werkwijze voor de informatie-uitwisseling staat soms, maar niet altijd, beschreven in een distributieovereenkomst.
- Distributeurs maken ook gebruik van externe *dataproviders* (gegevensverstrekkers) om informatie te verkrijgen over producten. Zij voeren in dit geval steekproefsgewijze controles uit op de kwaliteit van de beschikbare informatie.
- De uitwisseling van informatie blijft in bepaalde gevallen beperkt tot informatie over de verkopen buiten de positieve doelmarkt of in de negatieve doelmarkt. Sommige distributeurs wisselen deze informatie enkel uit op specifieke vraag van de ontwikkelaar.
- Communicatie over de uitgevoerde productherzieningen vindt meestal enkel plaats als er belangrijke bevindingen zijn.
- De informatie-uitwisseling vindt plaats via verschillende kanalen (e-mail, periodieke meetings, schriftelijk rapport, etc.).
- Niet-MiFID-ontwikkelaars van fondsen verstrekken meestal geen scenarioanalyses aan de distributeurs.

6 De FSMA stelt goede praktijken vast over productgovernance

De FSMA stelt de volgende goede praktijken vast:

- Ontwikkelaars en distributeurs hebben passende productgovernanceregelingen over de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie, rekening houdend met de vijf categorieën zoals gedefinieerd in de ESMA-richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen.
- Ontwikkelaars gebruiken de PRIIPS-methodologie om scenarioanalyses uit te voeren. Enkele ontwikkelaars voeren bijkomende *backtestings* uit met een langere historiek.
- Distributeurs houden rekening met het valutarisico¹⁷ bij het bepalen van de doelmarkt voor gestructureerde producten die in een andere valuta dan de euro worden uitgegeven.
- Sommige distributeurs stellen in hun distributieovereenkomsten met ontwikkelaars duidelijke en gedetailleerde regels vast over de omvang van de uit te wisselen informatie en de daartoe te gebruiken communicatiemiddelen.
- Distributeurs van fondsen vragen van niet-MiFID-ontwikkelaars hetzelfde informatieniveau als van MiFID-ontwikkelaars. Zij zijn niet bereid een fonds te distribueren als zij niet alle informatie krijgen om aan hun productgovernanceverplichtingen te voldoen.
- Verkopen buiten de positieve doelmarkt zijn eerder beperkt of in bepaalde ondernemingen zelfs verboden. De distributeurs hebben blokkeringsmechanismen in hun systemen om ervoor te zorgen dat zij de distributiestrategie steeds naleven. Eén distributeur heeft als commerciële doelstelling voor zijn verbonden agenten ingevoerd dat in beleggingsadvies ten minste 95 % van de aankooptransacties binnen de positieve reële doelmarkt moet vallen.

7 De FSMA doet aanbevelingen over productgovernance

De FSMA geeft de volgende aanbevelingen over productgovernance en brengt een aantal wettelijke vereisten in herinnering:

- Ontwikkelaars en distributeurs moeten ervoor zorgen dat hun **productgovernanceregelingen** een duidelijke beschrijving bevatten van alle stappen in het productgovernanceproces, toegepast op hun eigen organisatie (inclusief de identificatie van de cliëntenbehoeften en de verantwoording van de kostenstructuur). Het **belang van de cliënt** moet hierbij **centraal** staan.
- Distributeurs zouden de **identificatie van de cliëntenbehoeften** voldoende moeten omschrijven en documenteren om aan te tonen dat het financieel instrument **voldoet aan een werkelijke cliëntenbehoefte** en niet enkel gestuurd is vanuit financiële belangen. Bij de keuze van een financieel instrument zouden distributeurs eerst kunnen nagaan of er geen andere minder complexe, risicovolle, kostelijke of meer liquide producten zijn¹⁸.
- Bij **gestructureerde producten in vreemde valuta** zouden distributeurs voor de identificatie van het cliëntenbelang **rekening** moeten **houden met de perspectieven van de vreemde valuta** met inachtnaam van de aanbevolen houdperiode van het product.
- Ontwikkelaars en distributeurs zouden voor gestructureerde schuldinstrumenten **bij de bepaling van de doelmarkt en de distributiestrategie** moeten **rekening houden met de complexiteit van de onderliggende waarden**. Een voorbeeld hiervan zijn op maat gemaakte complexe huisindexen die verband houden met een of meer beleggingsthema's en die worden vastgesteld door algoritmen met complexe wiskundige berekeningen op basis van volatiliteit en dividenden. Dergelijke onderliggende waarden **verhogen aanzienlijk het risico dat beleggers deze structuren onvoldoende of niet begrijpen**. Ontwikkelaars en distributeurs zouden hier **voldoende aandacht aan moeten besteden bij de bepaling van de doelmarkt en bij de toetsing van de kennis** in het kader van de passendheids- en geschiktheidsbeoordeling. Zo zouden zij de doelmarkt voor complexe onderliggende waarden (waaronder huisindexen) moeten beperken tot beleggers met een hoge financiële kennis, de zogenaamde "*advanced investors*" in de EMT.
- Ontwikkelaars zouden hun distributeurs moeten meedelen waarom zij van mening zijn dat het product overeenstemt met de behoeften, doelstellingen en kenmerken van de doelmarkt. Zij zouden hierbij in het bijzonder moeten rekening houden met de kostenstructuur van het product.
- Distributeurs zouden duidelijk moeten **documenteren waarom zij al dan niet afwijken** van de omschreven **potentiële doelmarkt** (positief en negatief) en de **distributiestrategie van de ontwikkelaar** (verfijning). Indien zij afwijken, dan zouden zij moeten documenteren welke kwalitatieve en/of kwantitatieve elementen hebben geleid tot deze beslissing.
- Ontwikkelaars zouden hun **scenarioanalyses in een voldoende vroeg stadium** moeten **uitvoeren** en zouden de **conclusies** die zij trekken **uit hun scenarioanalyses beter** moeten **documenteren**. Deze analyses dragen immers bij tot een meer objectieve en gefundeerde onderbouwing van het productgovernanceproces. Daarnaast **integreren deze scenarioanalyses best alle kosten**, inclusief de distributiekosten boven de nominale waarde.
- Wanneer de **scenarioanalyses teleurstellende of negatieve resultaten** opleveren in het gematigd scenario zouden ontwikkelaars de **oorzaak** hiervan verder moeten **onderzoeken** (bijvoorbeeld omwille van de historiek van de onderliggende waarde, de kosten, etc.) wanneer zij toch willen verder gaan met dit financieel instrument. Zij zouden minstens moeten **toelichten waarom** zij van mening zijn dat het **product nog steeds in het belang van de cliënten** is rekening houdende met de vastgestelde behoeften, kenmerken en doelstellingen van de voorgenomen doelmarkt. **Ook**

de distributeurs zouden hiermee rekening moeten houden bij hun beoordeling om het product al dan niet op te nemen in hun productaanbod en zouden hun analyse moeten documenteren.

- Ontwikkelaars zouden de **kosten van gestructureerde schuldinstrumenten** op een coherente en consistente manier **kwantitatief en kwalitatief** moeten kunnen **verantwoorden**.

Een kwantitatieve verantwoording kan **aantonen dat de kosten van het product de rendementsverwachtingen niet ondermijnen** en dat de rendementsverwachtingen na kosten **aanvaardbaar zijn** voor de doelmarkt. Dit kan gebeuren aan de hand van een professioneel uitgevoerde statistische berekening van het verwachte rendement die de impact toont van alle kosten die inbegrepen zijn in en aangerekend worden bovenop de nominale waarde. Deze statistische analyse kan aantonen dat het schuldinstrument een **redelijke kans** (bijvoorbeeld meer dan 50 % kans) heeft:

1. op een positieve rendementsverwachting; en
2. op een hoger rendement dan het rendement na kosten van een vastrentend schuldinstrument met eenzelfde looptijd en munt en uitgegeven door dezelfde emittent of een emittent met een vergelijkbaar risicoprofiel (benchmark).

De **inputdata** voor de statistische analyse **kunnen zowel historische** (cf. PRIIPS-methodologie) **als toekomstgerichte data zijn**. Maakt men gebruik van in het verleden gesimuleerde data, dan is men best **bijzonder aandachtig of de simulatie wel gepast rekening houdt alle productkenmerken**. Het is een goede praktijk om het netto verwacht rendement vast te stellen via een analyse op basis van toekomstgerichte inputdata.

Indien het een product zonder volledige kapitaalbescherming betreft, kan de benchmark aangepast worden in functie van het bijkomende risico.

Valt de kwantitatieve test na een statistische analyse met historische data **negatief uit**, dan wordt best onderbouwd **waarom** men desgevallend **toch verder wenst te gaan met het product**, o.a. rekening houdend met de toekomstvisie op de onderliggende waarde.

Statistisch verwachte opbrengsten vormen geen verantwoording om onredelijk hoge kosten aan te rekenen.

Een bijkomende kwalitatieve verantwoording kan verzekeren dat de **kosten redelijk blijven en in overeenstemming zijn met de behoeften en doelstellingen van de doelmarkt**. Deze kwalitatieve test zou kunnen aantonen dat:

1. de kost voor de ontwikkeling en distributie van het product niet materieel verschilt van de kost voor de ontwikkeling en distributie van een vastrentend schuldinstrument met zelfde looptijd en munt (bv. *corporate bond*), behalve voor wat de aspecten betreft die voortvloeien uit de specifieke kenmerken van het gestructureerd schuldinstrument, en deze aspecten die een meerkost impliceren kunnen worden verantwoord aan de hand van concrete elementen; en
 2. de kosten die voor vergelijkbare producten worden aangerekend door concurrenten vergelijkbaar zijn.
- Distributeurs zouden **bij de productselectie rekening moeten houden met alle kosten** (inclusief de structureringskosten) **en het risico- en rendementsprofiel** van het product. Om te beoordelen

of de kosten verenigbaar zijn met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de doelmarkt, zouden distributeurs de hiervoor vermelde kwalitatieve toets kunnen toepassen. Indien een distributeur werkt met een niet-MiFID ontwikkelaar, kan de distributeur de hiervoor vermelde kwantitatieve toetsing zelf maken of het detail van deze werkzaamheden opvragen bij de ontwikkelaar.

- Uit intern onderzoek van de FSMA blijkt dat **gestructureerde schuldinstrumenten** die meer risicovol zijn (zonder volledig recht op terugbetaling van de inleg), die een kortere looptijd hebben, die zijn uitgegeven in een vreemde munt, relatief gezien gemiddeld hogere kosten (op jaarlijkse basis) hebben. Ontwikkelaars en distributeurs zouden bij dergelijke financiële instrumenten **bijzonder aandachtig moeten zijn voor de kostenverantwoording** van deze hogere kosten.
- Ontwikkelaars en distributeurs zouden een **gatekeeper** moeten **aanduiden die betrokken is bij de analyse van de productvoorstellen** in de stappen voorafgaand aan de formele goedkeuring van een financieel instrument (in de ontwikkelingsfase respectievelijk de selectiefase). De **gatekeeper** zou moeten **waken over het cliëntenbelang** en zou zijn **analyse** moeten **documenteren** zodat alle relevante stakeholders binnen het productgoedkeuringscomité dit kunnen raadplegen. Ondernemingen kunnen zelf bepalen wie de rol van **gatekeeper** vervult, maar deze zou zijn rol **voldoende onafhankelijk** moeten kunnen uitoefenen en zou indien nodig **problemen moeten kunnen aankaarten bij** de bevoegde organen.
- De compliancefunctie zou zijn **inhoudelijke challenge omstandig moeten documenteren**. De notulen van de productgoedkeuringscomités zouden de inhoudelijke discussies over de producten moeten bevatten.

-
- ¹ Dit houdt in dat de verschillende toezichthouders van de Europese Unie die deelnemen aan de CSA gelijktijdig toezichtsacties uitvoeren over hetzelfde thema. ESMA bepaalde de krijtlijnen voor de perimeter en de gezamenlijke methodologie van de CSA. De nationale toezichthouders blijven echter vrij om hun toezichtsaanpak te bepalen. De FSMA opteerde ervoor haar gebruikelijke inspectiemethodologie voor het toezicht op de MiFID-gedragsregels te hanteren.
 - ² ESMA zal ook nog haar *Final Report* met herziene richtsnoeren rond de productgovernancevereisten publiceren die onder andere rekening zal houden met de resultaten van de CSA-oefening. Dit sectorrapport kan – indien nodig – in het licht van die richtsnoeren worden aangepast.
 - ³ De lessen die de FSMA uit deze CSA trekt voor gestructureerde schuldinstrumenten kunnen ook relevant zijn voor gestructureerde producten die in een andere vorm, bijvoorbeeld als verzekeringscontract, worden gecommmercialiseerd. De FSMA wijst erop dat zij verzekeringscontracten niet specifiek onderzocht in het kader van deze CSA en dat de toepasselijke gedragsregels voor dit type van producten licht kunnen afwijken.
 - ⁴ In 2021 had meer dan de helft van de gestructureerde producten die in België werden gecommmercialiseerd een huisindex als onderliggende waarde.
 - ⁵ Mededeling van de FSMA_2020_14 van 20 oktober 2020 "[Herinnering aan de productgovernanceregels bij het aanbod van gestructureerde producten in België](#)".
 - ⁶ [Richtsnoeren voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II van 5 februari 2018](#) (ESMA35-43-620). Het gaat om (a) het type cliënt, (b) de kennis en ervaring, (c) de financiële situatie, (d) de risicotolerantie en verenigbaarheid van het risico/ rendementprofiel van het product met de doelmarkt en (e) de doelstellingen en behoeften van cliënten.
 - ⁷ Uitvoering van orders met of zonder passendheidstest op uitsluitend verzoek van de cliënt, zonder enige actieve marketing.
 - ⁸ Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad over essentiële informatie-documenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIPS), hierna "PRIIPS-verordening".
 - ⁹ Ondernemingen die financiële instrumenten vervaardigen, met inbegrip van de creatie, de ontwikkeling, de uitgifte en/of het ontwerp van financiële instrumenten.
 - ¹⁰ Artikel 22, § 10 KB MiFID-uitvoering 19 december 2017 beschrijft een aantal negatieve omstandigheden waarbij ondernemingen de werking van financiële instrumenten minstens zouden moeten beoordelen.
 - ¹¹ Beleggingsondernemingen die financiële instrumenten en diensten aan cliënten aanbieden of verkopen.
 - ¹² De vaststellingen in dit hoofdstuk zijn deze op het moment van de inspecties. Alle ondernemingen stelden intussen een herstelplan op.
 - ¹³ Het gematigde scenario is de waarde van het product op het 50^e percentiel. Met andere woorden, het is de waarde waarbij 50 % van de gesimuleerde rendementen eronder lag en 50 % erboven.
 - ¹⁴ Bijlage VI, Deel 1, punten 36-46 van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/653 van de Commissie van 8 maart 2017 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad over essentiële informatie-documenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIPS) door de vaststelling van technische reguleringsnormen voor de presentatie, de inhoud, de evaluatie en de herziening van essentiële informatie-documenten en de voorwaarden voor het voldoen aan de vereiste om dergelijke documenten te verstrekken, hierna "PRIIPS RTS".
 - ¹⁵ De vaststellingen in dit hoofdstuk zijn deze op het moment van de inspecties. Alle ondernemingen stelden intussen een herstelplan op.
 - ¹⁶ De vaststellingen in dit hoofdstuk zijn deze op het moment van de inspecties. Alle ondernemingen stelden intussen een herstelplan op.
 - ¹⁷ Het valutarisico is niet opgenomen in de PRIIPS-risico-indicator en de ontwikkelaar neemt dat over het algemeen niet mee in de doelmarktbeoordeling van de ontwikkelaar.
 - ¹⁸ [Opinion ESMA on good practices for product governance arrangements for structured retail products](#), randnummer 24.