



MiFID-II: Wft op de schop?

Speech van Gerben Everts, Bestuurder Autoriteit Financiële Markten

Ter gelegenheid van het MiFID II / MiFIR seminar van De Brauw Blackstone Westbroek N.V. op donderdag 15 mei 2014.

Goedemiddag dames en heren,

Allereerst een woord van dank. Aan De Brauw voor de uitnodiging, en specifiek Francine (Schlingmann), Kees (Groffen) en René (Maatman). Aan u, voor de geweldige opkomst en de interesse in dit onderwerp. En, ik zou het bijna vergeten, voor de afleiding. De afleiding van drukke werkzaamheden op het terrein van bijvoorbeeld toezicht op accountants. U heeft vast ook de kranten gelezen.

Bij dit alles zou je bijna vergeten dat de echte uren en overuren van de AFM juist in het werk achter de schermen zit. De noeste arbeid in het uitwerken van technische wet en regelgeving. Het vertalen daarvan in effectief en risicogestuurd toezicht. En natuurlijk de vele uren die gaan zitten in het toezicht houden zelf.

Er zitten veel juristen in de zaal. Niet alleen maar, volgens mij, maar het zal niet veel schelen. Vanzelfsprekend ook vele puristen. Puristen in de *trias politica*. En mijn opmerking over uitwerken van wet en regelgeving kan in dit gezelschap verwarring zaaien. Wat ik daarmee bedoel, zal hopelijk aan het eind van mijn bijdrage duidelijk worden. In de voorbereiding en het uitwerken van het Europese regelgevingskader hebben toezichthouders namelijk een belangrijke rol. En zo ook de AFM.

Dan komen we op MiFID, de Markets in Financial Instruments Directive. De nieuwe stok om te slaan voor liefhebbers van deregulering en vermindering van administratieve lasten. Dat beeld zal na mijn bijdrage vast blijven hangen. Het is veel. Het is technisch. Het is omstreden. En het gaat op onderdelen pijn doen. Tegelijkertijd is het nodig.

Als toezichthouder past het om twee dingen te doen. Allereerst bij alles wat je doet gezonde zelfkritiek toepassen. Met andere woorden: weet ik het wel zeker? Doen we de goede dingen? Leggen we de juist prioriteiten? En daarnaast ook aandacht te hebben voor reflectie.

Dat gaat bij mij samen in wat rennen tussen de bedrijven door. Dat geeft reflectie, inspiratie en confronteert je met je eigen grenzen. Zo was ik afgelopen maand voor een overleg van internationale toezichthouders in Washington. Gelukkig was er ook even tijd voor reflectie en inspiratie. En zo passeerde ik op zondag de Memorials van de meest legendarische voormalige Presidenten van de VS.

Nu denk ik altijd dat politici, en zeker republikeinen, heel hard roepen 'minder regels', maar stiekem het tegenovergestelde doen. Maar in de 18^{de} eeuw was opportunisme nog minder ontwikkeld. En Thomas Jefferson, de grondlegger van de Amerikaans constitutie was vrij duidelijk. Het monument ter nagedachtenis aan Jefferson, wellicht kent u het, is een enorm hoge ruimte met een fraai standbeeld omringt door vier grote muren met daarop weergegeven delen van speeches van Jefferson.

Door een van die delen, meer dan 200 jaar oud, werd ik geïnspireerd en jawel, dacht ik aan MiFID! Het gaat over de noodzaak tot verandering, ook qua wet en regelgeving.

Er staat: 'I am not an advocate for frequent changes in laws and constitutions. But laws and institutions must go hand in hand with the progress of the human mind as that becomes more developed, more enlightened, as new discoveries are made, new truths discovered and manners and opinions change with the change of circumstances.'

Vrij vertaald: als de financiële markten zich ontwikkelen, meningen wijzigen, kan de regelgeving dit alles niet negeren. Regelgeving moet aansluiting vinden bij de nieuwe praktijk.

Jefferson vervolg: 'Institutions must advance also to keep pace with the times. We might as well require a man to wear still the coat which fitted him when a boy as civilized society to remain ever under the regimen of their barbarous ancestors.'

Nu was MiFID I niet bepaald barbaars. Maar zeker niet perfect. Er waren verbeteringen nodig. Markten en de spelers op die markten hebben een enorme ontwikkeling doorgemaakt, ze bewegen naar nieuwe evenwichten, met meer geavanceerde technieken. En daar past nieuwe, meer geavanceerde regelgeving bij. Dat ben ik roerend met Jefferson eens.

Terug naar de realiteit. Zoals u allen weet zijn er volgende week donderdag, 22 mei, in Nederland verkiezingen voor het Europees Parlement. We krijgen dagelijks de peilingen over ons uitgestort. Het ziet ernaar uit dat het meer dan ooit een strijd wordt tussen pro en anti Europese sentimenten. Het wordt interessant te zien wat de nieuwe politieke verhoudingen na de verkiezingen worden. En wat dit zal betekenen voor de inrichting van het toezicht op de financiële markten binnen Europa. Niet alleen komt er een nieuw Parlement, ook komt er later dit jaar een nieuwe Commissie. Met ook een nieuwe Commissaris voor de Interne Markt. Voor ons vandaag een van de belangrijkste posities die er de komende tijd te vergeven is.

Om MiFID in een politiek kader te plaatsen is het denk ik goed even terug te kijken. Dan zullen we constateren dat de ambitie van Europa qua financiële regelgeving de laatste vijftien jaar vaak samenhang met wie er Commissaris was. Als we deze geschiedenis ter harte nemen komen we wellicht ook uit bij het ideale profiel waaraan de Commissaris Interne Markt de komende 5 jaar zou moeten voldoen.

Wellicht kunnen we dat profiel gewoon in het Nederlands opstellen, dat maakt het wel zo makkelijk. Want voor Nederland is deze post van groot belang. Willen we onze financiële sector en onze kapitaalmarkten eerlijk laten functioneren, transparantie van bedrijven bevorderen, accountants aansporen hun taak goed te doen en onze pensioengelden veilig stellen, dan kan dit op geen betere wijze dan vanuit Brussel.

Dat was 'vroeger' niet anders. Aan het eind van de jaren negentig waren er grote ambities, in Nederland en in Europa. De Europese kapitaalmarkten moeten kunnen opstoten in de vaart der volkeren en de concurrentie met de VS aangaan. De Interne markt was daarvoor erg belangrijk. Daarnaast werd gewerkt aan verdere liberalisering, integratie van Europese financiële dienstverlening, het verlagen van handelskosten en het stimuleren van innovatie.

Onder Frits Bolkestein als Commissaris leidde dit tot het Financial Services Action Plan (FSAP). Een totaal aan 42 maatregelen, dus een enorm uitgebreid regelgevingsprogramma, dat in een tijdsbestek van slechts 5 jaar from scratch tot finish is doorgevoerd. MiFID, inmiddels omgedoopt tot MiFID I, is hiervan de belangrijkste pijler. Daarnaast klinken de Prospectus Richtlijn, de Transparantie Richtlijn en de Richtlijn Marktmisbruik (MAD) u vast ook bekend in de oren. Deze regelgeving was hard nodig om integratie van financiële markten te realiseren. Niet voor niets dat vrijwel elk voorstel met unanimitéit door de Raad van Ministers en het Europees Parlement werd aangenomen.

Tegelijkertijd was het pakket veeleisend, qua omzetting in nationale regelgeving en, veel belangrijker, in de implementatie binnen de sector. U kent de sector: die roept vervolgens ho, ho, ho en zo geschiedde.

Dit leidde tot een succesvolle tegenbeweging, verankerd in de “*regulatory pause*” voor de sector, ofwel de ‘*dynamic consolidation*’, zoals het werd vertaald door de Europese Commissie. Het kwam er op neer dat van 2005 tot 2008 onder Charlie McCreevy de “*better regulation*” agenda voorop stond. Geen nieuwe regelgeving dan nadat een uitgebreid *impact assessment* en *cost-benefit* analyse had plaatsgevonden en de noodzaak van nieuwe regels kon worden aangetoond.

Voor uw beeld. Dit was de tijd waarin politici over elkaar heen buitelden met initiatieven de administratieve lastendruk naar beneden te krijgen. Met oproepen tot meer zelfregulering en minder toezicht. Vaak goedbedoeld begonnen, maar al snel liepen de overkoepelende sector-organisaties er mee weg. En al snel zagen we de gevolgen. De crisis van 2008 opende ons de ogen. Van temporisering van regelgeving was al snel geen sprake meer. Integendeel.

Onder Michel Barnier kwam het herstelwerk sinds 2010 op gang. De Commissie stelde ingrijpende herzieningen voor in MiFID, MAD, EMIR en CRD IV. En dit zijn slechts een paar voorbeelden, zodat ik vandaag niet mijn tong breek over teveel afkortingen. En het bouwwerk van regelgeving is nog geheel niet af. Voor de komende jaren is er nog een goed gevulde reguleringsagenda. Na de ervaring met LIBOR wordt de scope van regelgeving naar benchmarks en valuta's uitgebreid en komt de handel in grondstoffen scherp in beeld.

Maar het gaat niet om individuele regels alleen. Er is ook aandacht voor het vergroten van de consistentie van regelgeving. Stap voor stap wordt ingezet op wat uiteindelijk moet uitmonden in een single rulebook. Al denk ik dat we het eindstation nooit zullen bereiken, maar dat geeft niet.

We moeten nog een hele slag slaan qua aanpassing van de structuur van het Europese toezichtregime, met ESMA op het terrein van effectentoezicht, maar ook binnen en samen met de andere Europese toezichtautoriteiten, EIOPA en EBA. De impact van de Bankenunie en een leidende toezichthouder vanuit Frankfurt zal de fundamenten van ons Twin Peaks systeem raken.

Wij denken als AFM dat we daar uiteindelijk versterkt uit zullen komen. Als toezichthouder, als financiële sector en als maatschappij. Arbitrage naar ‘lichte regimes’ qua regelgeving, qua toezicht en een laissez faire benadering door toezichthouder en onder toezichtgestelden zal steeds moeilijker

zijn. Als klein land met relatief grote belangen elders in Europa hebben we als Nederland een groot belang bij een goede Europese toezichtstructuur.

Dit voorkomt problemen zoals we die bij de Euro hebben gezien. Dat de afspraken er wel zijn, maar de structuur om deze te handhaven ontbreekt. Dit kan je toch beter vooraf inzien, lijkt me.

Ik betrap me erop dat het verleidelijk is aan de vooravond van de verkiezingen voor het Europees Parlement met u van gedachten te wisselen over deze bredere Europese agenda. Wat erop zou moeten komen. Wat er af zou kunnen. Wat dat voor ons zal betekenen en specifiek voor de inrichting van onze financiële markten. Daar vinden we vast wel weer een andere gelegenheid voor de komende maanden.

Voor nu zal ik me richten op het eigenlijke onderwerp van vanmiddag, MiFID-II. Er is een politieke overeenstemming tussen de Raad van Ministers, het Europees Parlement en de Europese Commissie. Men is het eens over de politieke uitgangspunten en het wettelijk kader, de hoofdlijnen. Deze zijn op level 1 nu helder. Maar dat is oneerbiedig gezegd, oneerbiedig voor het vele werk tot nog toe, nog maar de top van de ijsberg.

Het is goed u te bedenken dat de technische uitwerking op level 2 nog heel wat hoofdbreken en verduidelijkingen vergt. Dit is de mooie taak waar ESMA nu voor staat opgelijnd. Het is het type werk waarin wij als AFM heel actief in participeren.

Van tevoren heb ik nagedacht of ik u moest verblijden met een volledig overzicht van MiFID II of een selectie. Ik heb voor een selectie gekozen. De rest kunt u nalezen in de duizenden pagina's die hierover zijn verschenen en nog zullen verschijnen. U kunt volgens mij met MiFID II helemaal losgaan in permanente educatie dan wel niet declarabele uren.

Ik heb u bijgepraat over de politieke achtergrond en de 'wind mee' die MiFID II had na de financiële crisis. Ik zal hierna eerst ingaan op de uitgangspunten en tekortkomingen van het oude MiFID I. Daarna zal ik ingaan op wat ik zie als de belangrijkste beleidsveranderingen van MiFID II. Tot slot hoop ik nog even stil te kunnen staan bij de impact van MiFID II in de praktijk. Waar is het allemaal om te doen?

Ik heb een ezelsbruggetje om de verschillende onderdelen te kunnen scheiden. Ik hoop dat dit ook als iets van een rode draad kan werken. Ik zal elke onderwerp even in de schijnwerper houden met de vragen:

1. wat is de betekenis van de nieuwe regelgeving voor de wetgeving in Nederland?
2. wat betekent het voor de dynamiek in Europa? en
3. wat vinden wij als AFM er van?

Allereerst sta ik even stil bij de uitgangspunten van MiFID-I en de vraag wat in de praktijk van deze uitgangspunten is terecht gekomen.

Ik herhaal ze nog maar even, de belangrijkste uitgangspunten van MiFID-I. Het ging om:

- meer keuzemogelijkheden voor beleggers om via verschillende platformen en kanalen te handelen, bijvoorbeeld de MTF die naast de gangbare beurzen kwamen te staan en de internalisatie van transacties;
- meer beleggersbescherming met duidelijkere verantwoordelijkheden voor financieel toezichthouders, met de categorisaties die we allen kennen variërend van niet professioneel tot in aanmerking komende tegenpartij (wat een prachtige vertaling hebben we soms);
- harmonisering van de Europese marktstructuur; en
- het aanzetten tot verdere integratie van de retailmarkt.

Maar tussen uitgangspunten en wetten staat de praktijk in de weg. Wat hebben we gezien. In de praktijk is vanaf november 2007 gebleken dat niet alle uitgangspunten even goed uit de verf kwamen. Dit blijkt bijvoorbeeld heel duidelijk uit de evaluatie van MiFID-I.

En wat gebeurt er dan? Dan is er de edele taak voor de toezichthouders, samen in CESR (de voorloper van ESMA) om het licht te schijnen op de praktijk. Zo werd gekeken naar het functioneren van de aandelen markten en naar de transparantie van de handel. Ook werd ingezoomd op derivaten die niet via platformen, maar rechtstreeks tussen partijen (OTC) werden verhandeld. Dit alles bij elkaar heeft een belangrijke aanzet gegeven tot het voorstel van de Commissie tot aanpassing van MiFID I.

Wat waren nu de belangrijkste bevindingen van de toezichthouders? Wat waren de goede kanten en de belangrijkste tekortkomingen?

- Conclusie was dat de concurrentie tussen platformen goed op gang kwam. Maar tegelijkertijd op oneigenlijke gronden. Wat ik daarmee bedoel is bijvoorbeeld de enorm ver doorge-

voerde fragmentatie van orders. Het volume van orders nam aanzienlijk af. Ook ontstond iets als een race to the bottom door het gebruik van steeds kleinere tick sizes, de kleinste eenheid waarin een prijs van een effect wordt aangeduid. Dit geeft nog eens een slinger aan extra fragmentatie en leidde tot verlieslatende strategieën;

- Verder werd MiFID I ingehaald door nieuwe technieken. Sommige ontwikkelingen met grote impact op de markt waren aan MiFID-I voorbij gegaan of zijn later gekomen. Denk aan de groei van algoritme handel en high frequency trading, in goed Nederlands flitshandel;
- Ook zagen we dat bepaalde beleidsinitiatieven niet goed van de grond kwamen, zoals het regime voor systematische internalisatie en de regels voor best execution;
- Andere elementen hadden juist een grotere impact dan voorzien. Denk aan de pre-trade transparency waivers en de groei van dark pools voor equity. Dit leidde er toe dat een groot deel van de markt onzichtbaar bleef;
- En qua transparantie van prijzen was de scope van MiFID I nog beperkt. Belangrijke delen van de financiële markten, zoals de obligatie en derivaten markten waren buiten de reikwijdte gebleven en geheel niet transparant;
- Verder bleek dat de integratie van retail dienstverlening achter bleef bij de verwachtingen;
- En tot slot was er nog steeds behoefte aan verdere harmonisatie van regelgeving. Minder lidstaatopties en een beter level playing field qua transpositie van regels.

Dan terug naar de ezelsbrug. Wat heeft dit nu betekend? Ik denk dat we kunnen stellen dat MiFID-I heeft geleid tot een echt stelsel aan Europese regels voor de marktinfrastructuur en orderuitvoering. En dat was nodig. Het heeft de markt per saldo goed gedaan. Transactiekosten verminderd.

Maar in de retailmarkt ging het niet zo snel. Harmonisatie en het op Europees niveau brengen van regels voor de retailmarkt bleef achter. Dat zien we op vele terreinen, maar ook hier. Er bleven dus tekortkomingen. De crisis versterkte deze tekortkomingen en maakte de review van MiFID des te urgenter.

En dat bracht ons uiteindelijk dus bij MiFID II. Ik denk dat het aardig is nu in te gaan op de belangrijkste veranderingen die men geprobeerd heeft in de tekst van MiFID-II te verankeren.

Kenmerkend voor MiFID-II is een belangrijke uitbreiding van de reikwijdte, de scope, de breedte van het speelveld. Daarnaast, u raadt het al, heeft ook in de diepte een uitbreiding plaatsgevonden, meer gedetailleerde regels dus. Kwam de crisis toch niet voor niets.

De uitbreiding van de scope was met name bedoeld om marktfalen te beteugelen en risico's in te dammen. Een paar voorbeelden van falen. Ik vertel u hopelijk niets nieuws als ik wijs op het vastlopen van de OTC derivatenmarkten direct na het omvallen van *Lehman Brothers*. De grootste industrielanden kwamen meteen in actie en de G20 maakte afspraken de OTC handel verplicht via een handelsplatform te laten lopen.

Nog een voorbeeld. Speculatie in de grondstoffenmarkt, althans dat was, of is, de perceptie. Dat termijnhandel in grondstoffen leidt tot hogere kostprijzen voor de minder kapitaalkrachtige medemens. En dat dit oneerlijk of zelfs moreel-onethisch is.

Verder was er een gebrek aan markttransparantie en werden steeds meer pijlen gericht op geavanceerde handelstechnologie zoals algoritmische handel en HFT. En ook vandaag de dag zijn die pijlen niet minder scherp geworden. Zo heeft het boek *Flash Boys* van Michael Lewis de wereldwijde gemeenschap weer even goed aan het denken gezet.

Genoeg marktfalen en risico's die politieke interventie rechtvaardigen. Dus werd de scope van MiFID II uitgebreid naar naar obligaties en derivaten, de *non-equity*. Dit gold met name wat betreft het pre- and post-trade transparantie regime en de verplichte verhandeling van derivaten op een handelsplatform. Ook werd de vergunningplicht uitgebreid naar meer marktspelers, bijvoorbeeld ook HFT. Verder is ook gelijk het derde landen beleid uitgebreid om ervoor te zorgen dat die buitenlandse partijen die aan een lichter regime zijn onderworpen geen oneigenlijke risico's in de Europese markt kunnen importeren. Ook voor hen gaat de lat omhoog.

Tot zover de uitbreiding van de scope. Daarnaast hadden we nog de diepgang, de toegenomen gedetailleerdheid van de regelgeving.

Deze grotere gedetailleerdheid volgt uit de politieke wens een single rule book te creëren en daarmee een gelijk speelveld tussen jurisdicties en toezichthouders. Dit heeft geleid tot een sterke druk om de regelgeving specifiek en dwingender te maken. Vandaar ook het gebruik van de verordening (MiFIR) die rechtstreekse werking heeft in heel Europa. In de verordening is een groot aantal zogenaamde empowerments opgenomen. Deze geven ESMA het mandaat om technische standaarden uit te werken.

De toegenomen diepgang en de mogelijkheid technische standaarden uit te werken komen met name naar voren bij de regels op het gebied van microstructuur. Hier gelden gedetailleerde handelsre-

gels en –mechanismes ten aanzien van prijsvorming en het gedrag van marktpelers. De technische standaarden komen ook terug bij het pre-trade waiver regime. Een pre-trade waiver is een onthefingsmogelijkheden waardoor sommige partijen geen pre-trade transparantie hoeven toe te passen. Dit vergt een zorgvuldige afweging en goede kennis over het functioneren van de markt. Het vinden van een duidelijke afbakening en daarbij geldende voorwaarden is geen sinecure.

De grotere gedetailleerdheid volgt ook uit de politieke gevoeligheid, of, zo u wilt, geladenheid van bepaalde maatregelen die juist weer voortkomen uit de uitbreiding van de scope. Denk hierbij aan de positielimieten die bijvoorbeeld gelden voor grondstoffen en open access, waarbij marktpartijen verplicht kunnen worden bepaalde partijen toe te laten tot hun dienstverlening. De regelgeving moet hierdoor rekening houden met allerlei uitzonderingsgevallen en eigenaardigheden van deelmarkten. En met het sluiten van compromissen ontstaat complexiteit. We zullen het er mee moeten doen.

Als we er hier nu mee waren is dat 1 ding. We zijn er echter nog niet. Meer detaillering zal nog volgen. Maar tegelijkertijd ook mee verheldering en verduidelijking. ESMA gaat nog aan de slag met level-2, de uitwerking van technische standaarden en het opstellen van technisch advies aan de Commissie. Voor u wellicht interessant is het volgende. ESMA zal eind deze maand of begin volgende maand twee consultatiedocumenten (een Consultation Paper en een Discussion Paper) publiceren. Deze staan 2 maanden uit voor consultatie. Dat is wat kort. U allen kunt in deze twee maanden uw visie geven en ESMA zal nadere voorstellen doen op basis van de ontvangen feedback.

Er is dus ruimte voor verbetering en verheldering en u kunt daarbij helpen. Maar laten we nu echter ook niet vergeten dat MiFID II veel maatregelen bevat die zeker toe te juichen zijn. Ik noem graag een aantal belangrijke maatregelen waar wij, de AFM, ons juist hard voor hebben gemaakt.

Dan kom ik snel op open access. De toegang tot centrale clearinghuizen. Binnen MiFID II zal dit worden toegestaan. Het slechte nieuws is dat het met veel voorwaarden is omkleed en met vertraging zal worden doorgevoerd. De impact zal voorlopig waarschijnlijk beperkt zijn. Dit vinden we jammer, maar vertrouwen erop dat dit op termijn gaat komen.

Daarnaast is het voor de AFM erg van belang het provisieverbod zoals we dit in Nederland nu kennen in stand te kunnen laten. Samen met het Verenigd Koninkrijk hebben we hiertoe een uitzondering voor het zogenaamde inducement regime bereikt. Daarmee kunnen Nederlandse marktpartijen voort op de ingeslagen weg. Nederlandse beleggers en consumenten worden niet alsnog geconfron-

teerd met verkeerde prikkels die ontstaan door commissiestructuren tussen aanbieder en tussenpersoon. Dit stemt de AFM tot tevredenheid, al hadden we vanwege het gelijke speelveld graag een Europa-breed provisieverbod gezien.

Verder komt er specifieke regelgeving voor algoritmische handel en HFT. De AFM is hierbij vanaf het begin nauw bij betrokken geweest. Ik mag me gelukkig prijzen dat we daartoe ook intern bij de AFM de nodige expertise hebben. We hebben ingezet op passende, maar werkbare regels. Regels die de risico's van algoritmische handel en HFT adresseren. Dat moet. Maar die tegelijkertijd geen afbreuk doen aan de bijdrage die technisch geavanceerde handelstechnieken kunnen leveren aan de efficiënte werking van de kapitaalmarkten. Want dat moet niet. Wij juichen toe dat hier nu uniforme, Europese regels voor komen. Het gaat immers om activiteiten die een bij uitstek internationaal karakter hebben.

Wat zijn nu deze nieuwe regels die gelden voor de Flash Boys? Met andere woorden, het Europese antwoord op het boek van Michael Lewis.

Er komt een vergunningplicht voor alle HFT-partijen, alle members van handelsplaatsen, en alle gebruikers van directe elektronische markttoegang. De reikwijdte van de vergunningplicht is op het laatste moment in de onderhandelingen sterk uitgebreid. Gebruikmaking van direct electronic access is vergunningplichtig geworden. Daar waren we niet direct gelukkig mee. Want het zal lastig zijn voor sommige kleinere handelspartijen om aan de vergunningseisen te voldoen.

Het kan de toegang tot de Europese beurzen vanuit derde landen minder gemakkelijk maken. En dus kan het uiteindelijk negatief uitpakken voor de liquiditeit op de Europese markten.

Wat zien we nog meer? We krijgen meer uitgebreide en strenge eisen aan de interne beheersing van algo en HFT-partijen. Ik noem niet alle eisen. De strengere eisen hebben vooral betrekking op het goedkeuren, ontwikkelen, testen, en reviewen van algoritmes. Voordat je een algoritme, ofwel een elektronische handelsstrategie, aan het werk zet, moet je wel goed weten wat dat algoritme zal gaan doen.

Verder zien we eisen die worden gesteld aan partijen die gebruik maken van algoritmische handel en daarbij tegelijkertijd een market making strategie toepassen. Deze partijen moeten continu actief zijn op de markt en daarbij doorlopend liquiditeit verschaffen, tenzij er sprake is van uitzonderlijke omstandigheden. De ambitie van deze eisen is het tegengaan van "opportunistisch" handelsgedrag.

De AFM is vanaf het begin sceptisch geweest en gepleit voor een meer pragmatisch insteek. Dat is inderdaad gebeurd. Maar dit neemt de twijfels over het praktische nut van deze market making regels voor HFT partijen niet weg.

Naast de aandacht voor de overall interne beheersing en market eisen worden ook voorwaarden gesteld aan de inrichting van de markt microstructuur. Dit betreft bijvoorbeeld de order-to-trade ratios, tariefstructuren van handelsplatformen, tick sizes en circuitbreakers.

Over die laatste, de circuitbreakers: MiFID-II zal handelsplaatsen verplichten adequate volatiliteitsmechanismes te hebben. Hiermee worden “systeemrisico’s” van algoritmehandel en HFT in de kiem gesmoord. Denk hierbij op algo’s die steeds heftiger op elkaar gaan reageren. Dit zagen we bijvoorbeeld bij de flash crash in de VS in mei 2010. Destijds ontbraken volatilitietsmechanismes zoals circuitbreakers. In de EU was en is de situatie op dit punt beter. Maar nog zeker niet optimaal.

Dan richt ik me nu graag op de impact van MiFID-II op de praktijk. Mijn inschatting is dat MiFID-II belangrijke gevolgen heeft voor de financiële regelgeving in Nederland en voor de marktpartijen in Nederland. Vandaar mijn titel van deze bijdrage ‘De Wft op de schop’. Gelijkertijd een vraagteken achter de titel. Moet de Wft volledig om? Zoals het een econoom onder de juristen betreft, is mijn antwoord: enerzijds wel, anderzijds niet.

Ja, in de zin dat de implementatie van de richtlijn consequenties heeft voor onze regelgeving. Ingrijpende consequenties. Denk aan de verbreding van de reikwijdte, de definitie van financiële instrumenten, vergunningplicht en transparantie. Ook kent MiFID II minder ruimte voor nationale beleidskeuzes. Het publicatieregime voor boetes moet worden aangepast. En de bevoegdheden van de toezichthouders moeten worden uitgebreid, zodat ook positielimieten en een verbod op bepaalde producten in de Wft wordt verankerd.

Nee, in de zin dat veel regulering rechtstreekse werking heeft door het opnemen in een verordening (MiFIR) en de technische standaarden van ESMA. Deze bepalingen hoeven niet in de Wft te worden geïmplementeerd.

Wat betekent dit nu voor de partijen die actief zijn op de kapitaalmarkten? Hoe dan ook zal de uitbreiding van de reikwijdte en de mate van gedetailleerdheid ertoe leiden dat de regelgeving dieper zal ingrijpen in de markt. Vandaar de opdracht aan ESMA om deze regelgeving op technisch niveau

te calibreren. Voor marktpartijen betekent de toenemende gedetailleerdheid dat onder invloed van MiFID-II de compliandecdruk toeneemt. Ik zal hier een paar gevolgen van noemen.

Alle marktpartijen zullen hun processen moeten aanpassen of in het leven roepen. Dit brengt eenmalige en doorlopende kosten met zich mee. Voor sommige marktpartijen zullen deze kosten hoog zijn; in het bijzonder voor sommige kleinere ondernemingen. Dit kan tot het onbedoelde en ongewenste effect leiden dat diversiteit in de financiële sector afneemt. Dat activiteiten zich nog meer bij de grotere partijen concentreren.

Dit alles past in een trend naar meer regulatory transparency. Vanwege de crisis is dit begrijpelijk, maar het heeft een keerzijde. Meer data kan nuttig zijn voor toezichthouders, maar voor marktpartijen is het wel kostbaar. Regelgevers moeten steeds goed blijven nadenken wat de toegevoegde waarde van nieuwe doorlopende rapportageverplichtingen is.

Er is weinig licht aan de horizon voor de fans van 'regulatory pauses'. Marktpartijen zullen hun IT-systemen binnenkort vast nog wel vaker moeten aanpassen. In die zin is de komst van MiFID-II dus een goed moment om te investeren in meer flexibele, future proof IT systemen. Dat geldt overigens evenzeer voor ons als toezichthouder. Wellicht kan straks enkel een jurist kan nog volstaan met Word en Excel. Maar dan misken ik de realiteit van uitgebreide databases, outlook en onbeperkte toegang tot Candy Crush.

Ik kom tot een afronding. Ik wil mijn betoog graag afsluiten met enkele observaties.

De politieke wens om door regelgeving meer greep te krijgen op de financiële markten is met oog op de crisis begrijpelijk. Maar dit kan doorslaan. Of MiFID II een succes wordt, zal in belangrijke mate afhangen van de praktijk. Het is nu nog lastig te voorspellen wat het uiteindelijke effect zal zijn.

Er zijn onderdelen van MiFID II die nogal ver doorschieten. Ik denk hierbij aan het in 1 keer uitbreiden van de transparantiebepalingen naar alle non-equity instrumenten. Dit had ook meer geleidelijk gekund. Bijvoorbeeld door te beginnen met de meest liquide instrumenten. En dan eerst te beoordelen wat het effect van de transparantieverplichtingen is op de handel. En vervolgens pas daarna deze verplichtingen uit te breiden naar andere instrumenten. Wellicht kunnen we op level-2 nog iets goed maken.

Ik noemde ook al het risico van overmatige detaillering van de regelgeving. Dit kan bepaalde partijen of deelmarkten uit Europa wegdrijven. Ook partijen die een positieve bijdrage leveren aan onze welvaart en aan goedwerkende financiële markten. Ook hier zullen we in level-2 nog even nadrukkelijk bij stil staan.

Want strenge regelgeving en gedetailleerde regelgeving mag nodig worden geacht. We moeten er tegelijkertijd voor oppassen dat we in Europa niet onze markt kwijtraken. Dat we ons ten opzichte van andere regio's, bijvoorbeeld de VS, op achterstand plaatsen. Dus streng waar het moet, maar met een goed geweten en na zorgvuldige beoordeling van nut en noodzaak.

Wat we van MiFID-II vinden is eigenlijk niet meer zo relevant nu de regelgeving op level 1 is vastgesteld. Het is een fait accompli. Is het nu een verbetering? Is het een voorbeeld van overmatige Europese bemoeizucht? Of gaat het juist niet ver genoeg? Dat kan natuurlijk ook. Het is wat het is, dus laten we er het beste van maken. Dus ik roep u op er mee aan de slag te gaan. Te reageren op de consultaties die vanuit ESMA zullen worden gedaan. En de AFM blijft graag met u in gesprek hoe we dit alles in de praktijk het beste kunnen organiseren. Want de ervaring leert dat zonder de expertise uit de markt we ook als toezichthouders veel minder sterk staan.

MiFID II, wat een naam. MiFID II heeft het risico gezien te worden als een 'deel II', dat zowel bij films als boeken maar al te vaak kwalitatief minder is dan deel 1. Maar ik geloof persoonlijk dat per saldo MiFID II een duidelijke verbetering betreft. Qua spanning en sensatie leent het zich wellicht wat minder met de vergelijking met films en boeken. Maar de regel van een minder sterk vervolg gaat hier denk ik niet op.

Dan toch tot slot nog even de Europese bemoeizucht in een ander perspectief. Ik begon met Thomas Jefferson en ik eindig ook graag in datzelfde 18^{de} eeuwse perspectief. Ik neem u mee naar de artillerie die u een enkele keer per jaar ook nog in Nederland in actie ziet. Tenzij u in Limburg woont natuurlijk. De bommen, mortieren en raketten worden hier niet zo vaak meer afgeschoten, maar bij gelegenheden als de troonswisseling hebben we weer de kanonnen in actie gezien.

Wat valt op? De artillerie doet iets heel verstandigs. Iets wat je bij de Taliban niet zo snel zult zien. Bij het afvuren draaien ze zich vooraf met het zicht van het doel af. U begrijpt, dat is heel verstandig. En daarom is dit ook keurig voorgeschreven. In de wet en regelgeving die voor de artillerie nog altijd geldt. En waarom is dit nu zo verstandig? Welnu, omdat de paarden die de kanonnen trekken kunnen schrikken en het op een draf kunnen zetten. Dat paarden al meer dan 100 jaar geleden voor

motorische aandrijving zijn ingeruild, wordt protocollair genegeerd. Mijn advies aan defensie of de afdeling protocol is dan ook goed kennis te nemen van MiFID II.

Mocht u soms bij het lezen van de uitwerking van MiFID II en MiFIR het spoor bijster zijn, troost u dan aan deze vergelijking. De veranderingen op financiële markten gaan gewoon wat sneller dan bij defensie. En dat is maar goed ook. En indachtig Thomas Jefferson kunnen we in een markt die steeds meer volwassen wordt, niet meer met een kinderlijk keurslijf aan regels uit de voeten.

Dat brengt me tot het eind van mijn bijdrage. Dank u wel voor uw aandacht. En veel succes in het vele en belangrijke werk dat ook u in het kader van MiFID II zult gaan doen. In de adviserende of implementerende sfeer. Ik hoop dat ik u niet teveel heb afgeschrikt vanmiddag. Anders hoop ik dat de meer interactieve break-out sessies die volgen uw vragen beantwoorden en zorgen kunnen wegnemen.

-0-