

# Nieuwe regels voor financiële markten

## *Het voorstel van de Europese Commissie voor herziening van de MiFID nader bezien*

mr. M.E.J. Bracco Gartner, mr. J. Dinant, dr. P.B. Teeboom, mr. drs. A.J. Wolters\*

### 1. Inleiding

De financiële markten zijn de afgelopen jaren ingrijpend veranderd. Er zijn nieuwe handelsplatformen en nieuwe producten ontstaan, en ook heeft de handel op de financiële markten als gevolg van technologische ontwikkelingen een ander karakter gekregen. Naast deze ontwikkelingen zijn de financiële markten in 2008 geconfronteerd met een financiële crisis. Deze crisis was voor de G20-landen in 2009 reden om afspraken te maken voor gecoördineerde aanpassingen aan de inrichting van de financiële markten.

Het voorgaande is voor de Europese Commissie aanleiding geweest om voorstellen te doen voor herziening van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (Markets in Financial Instruments Directive (hierna: MiFID)).<sup>1</sup> De voorstellen bestaan uit een richtlijn ter vervanging van de bestaande MiFID en uit een verordening (Markets in Financial Instruments Regulation (hierna: MiFIR)). De Europese Commissie heeft deze voorstellen in oktober 2011 gepubliceerd (hierna: het Voorstel). In dit artikel wordt eerst op hoofdlijnen een korte beschrijving gegeven van het Voorstel. Vervolgens bespreken we enkele onderwerpen die naar onze mening nadere aandacht vragen. We sluiten af met een samenvatting.

### 2. Hoofdlijnen

#### 2.1 Uitgangspunten van het Voorstel

De MiFID<sup>2</sup> is voortgekomen uit het Financial Services Action Plan (hierna: FSAP)<sup>3</sup> van de Europese Unie dat in 1999 is vastgesteld. Een belangrijke doelstelling van het FSAP was het versterken van de financiële markten door middel van het vergroten van transparantie en het verbeteren van beleggerbescherming, waardoor de concurrentiekracht van Europa zou toenemen. De MiFID heeft tot doel het versterken van de efficiënte en ordelijke werking en concurrentiekracht van de Europese financiële markten, het bevorderen van totstandkoming van een geïntegreerde markt voor financiële dienstverlening en het tot stand brengen van een modern Europees toezichtkader voor financiële dienstverlening en het effectenverkeer. De MiFID is in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd door middel van de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten van 30 oktober 2007.<sup>4</sup>

De evaluatie van de MiFID heeft aangetoond dat MiFID een aantal tekortkomingen heeft die de Europese Commissie met het Voorstel beoogt te repareren.<sup>5</sup> De Europese Commissie merkt op dat er onvoldoende transparantie en toezicht is ten aanzien van bepaalde derivaten waarvan de handel

buiten de beurs plaatsvindt, de zogenaamde over-the-counter (hierna: OTC) handel. Daarnaast is er behoefte om het niveau van beleggersbescherming te verhogen. Verder dient het effect van technologische ontwikkelingen op de werking van de financiële markten te worden bezien.

De Europese Commissie heeft bij de voorbereiding van het Voorstel de hiervoor genoemde punten verder uitgewerkt. Zij noemt een aantal belangrijke uitgangspunten. Allereerst beoogt de Europese Commissie robuustere en efficiëntere marktstructuren. Het Voorstel introduceert een nieuw type handelsplatform, de Organised Trading Facility (hierna: OTF)<sup>6</sup> naast de bestaande platformen: de gereguleerde markt en de multilaterale handelsfaciliteit (hierna: MTF). De Europese Commissie beoogt dat alle handelsplatformen aan dezelfde transparantieregels onderworpen zijn. Een ander uitgangspunt is de aandacht voor technologische ontwikkelingen. Zo worden naar aanleiding van de groei van algorit-

\* Peggy Bracco Gartner, Piebe Teeboom, Hans Wolters zijn allen werkzaam als senior beleidsmedewerker bij de afdeling Strategie Beleid en Internationale Zaken van de AFM. Jelle Dinant is senior jurist bij het team Kapitaalmarkten van de afdeling Juridische Zaken van de AFM.

1. 'Proposal for a Directive on Markets in Financial instruments repealing Directive 2004/39/EC', COM (2011) 656 final en 'Proposal for a Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation EMIR on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories' COM (2011)652/4, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:EN:PDF>.
2. Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (*PbEU L* 145).
3. Financial Services Action Plan van de Europese Commissie uitgegeven op 11 mei 1999, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm#actionplan](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#actionplan).
4. Wet van 30 oktober 2007 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht ter implementatie van richtlijn markten voor financiële instrumenten (Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten), *Stb.* 2007, 406.
5. Zie 'Public Consultation, Review of the Market in Financial Instruments Directive (MiFID)' van de Europese Commissie, 8 December 2010. Ook het CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID review and Responses to the European Commission Request for Additional Information, 29 July and 13 October 2010, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf).
6. Zie art. 1, eerste lid, sub (7) voorgestelde MiFIR.

mehandel, waaronder High Frequency Trading (HFT), nieuwe beheersingsmaatregelen en eisen aan de bedrijfsvoering voorgesteld voor beleggingsondernemingen en handelsplatformen.<sup>7</sup> Ook beoogt de Europese Commissie de mededinging op het gebied van clearing te verbeteren.<sup>8</sup> Een volgend uitgangspunt is het versterken van transparantie van de handel. Het Voorstel beoogt meer transparantie van handelsactiviteiten op aandelenmarkten en een nieuwe transparantieregeling voor de handel op niet-aandelenmarkten. Eén van de maatregelen om de transparantie te verhogen is het bij elkaar brengen van marktgegevens op één plaats. Door alle transactiegegevens op één plaats samen te brengen krijgen beleggers meer zicht op alle handelsactiviteiten binnen de Europese Unie. Een ander uitgangspunt is een versterkte rol voor nationale toezichthouders. Dit omvat de bevoegdheid van toezichthouders om onder bepaalde omstandigheden het aanbieden van specifieke financiële producten of beleggingsdiensten te verbieden en een strengere toezicht op de grondstoffenderivatenmarkten. Verder stelt de Europese Commissie voor dat toezichthouders bevoegd zijn om onder omstandigheden positielimieten op te leggen bij de handel in grondstoffenderivaten. Een laatste belangrijk uitgangspunt betreft het versterken van het gedragstoezicht op beleggingsondernemingen door het stellen van strengere eisen ten aanzien van vermogensbeheer, beleggingsadvies en de verkoop van complexe financiële producten.<sup>9</sup> Door het stellen van een provisieverbod en een versterking van de bevoegdheden van toezichthouders beoogt de Europese Commissie de beleggersbescherming meer te waarborgen.

## 2.2 Formele besluitvormingsproces

Het Voorstel is mede gebaseerd op adviezen die het Comité of European Securities Regulators (hierna: CESR)<sup>10</sup> in 2010 heeft uitgebracht.<sup>11</sup> Deze adviezen hebben betrekking op het functioneren van de equity-markt, de uitbreiding van post-trade transparantie naar non-equityinstrumenten, standaardisatie en platformtrading van derivaten die OTC worden verhandeld. Verder heeft de Europese Commissie eind 2010 een consultatiedocument gepubliceerd over mogelijke wijzigingen van de MiFID.<sup>12</sup>

Ten slotte heeft de Europese Commissie bij het opstellen van het Voorstel de ervaringen van de financiële crisis van 2008 meegenomen alsmede onderwerpen die veel politieke en maatschappelijke aandacht hebben gekregen, zoals de regulering van HFT en andere vormen van algoritmehandel, de handel op commoditiesmarkten en meer transparantie over de handel in staatsobligaties.

In Europees verband komen richtlijnen en verordeningen op het gebied van financieel recht tot stand volgens de zogenoemde co-decisie of medebeslissingsprocedure. Deze procedure vereist overeenstemming van het Europees Parlement en de Raad van Ministers op basis van een voorstel van de Europese Commissie. Het Voorstel wordt besproken in raads werkgroepen. Dit zijn werkgroepen waar inhoudelijke deskundigen van lidstaten aan deelnemen en die vooral ten doel hebben te komen tot een juridisch technisch voorstel dat uitvoerbaar is voor lidstaten. De AFM is hierbij als technisch adviseur van het Ministerie van Financiën nauw betrokken. Over de meer politiek gevoelige kwesties kan in raads werkgroepen veelal geen overeenstemming worden bereikt. Daarover vindt besluitvorming plaats op een hoger niveau (ambassadeurs of ministers).

De onderhandelingen zijn eind 2011 gestart onder Pools voorzitterschap en lopen de eerste helft van 2012 door on-

der Deens voorzitterschap, gevolgd door Cyprus in de tweede helft van het jaar. De officiële planning is dat de onderhandelingen tussen de Raad en het Europees Parlement eind van dit jaar worden afgerond. Wij verwachten dat de onderhandelingen één tot anderhalf jaar kunnen duren mede gegeven het feit dat een aantal onderwerpen uit het Voorstel politiek gevoelig ligt. Hierbij valt te denken aan de introductie van de OTF, de bevoegdheden van ESMA, de invoering van een provisieverbod voor vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies, de uitbreiding en inperking van de bevoegdheden van de nationale toezichthouders, derdelandenbeleid en meer concurrentie bij de toegang tot de centrale clearing. Nadat de Raad en het Europees Parlement overeenstemming hebben bereikt zal de implementatie van de richtlijn tot vervanging van de MiFID in nationale wetgeving moeten plaatsvinden. Dit geldt niet voor de MiFIR;

7. Algotmehandel is het verzamelbegrip voor alle strategieën waarbij orders worden afgegeven volgens een van tevoren geprogrammeerde set regels (algoritmes). Een algoritme is een set regels die gegeven een bepaalde beginsituatie, een vastgelegde reeks handelingen uitvoert. HFT is een handelstechniek, waarbij men met behulp van geoptimaliseerde IT-middelen gebruik probeert te maken van handelskansen die zich in een zeer korte tijdsperiode voordoen. Dit gaat doorgaans gepaard met zeer hoge order- en transactievolumes en een korte holding period, waarbij meestal alleen intraday wordt gehandeld en posities meestal niet overnight worden aangehouden. Met behulp van HFT worden doorgaans marketmaking- en arbitragestrategieën uitgevoerd. Zie ook de art. 17 en 51 voorgestelde MiFID.
8. Zie het voorgestelde art. 28 MiFIR.
9. Zie ook verklaring van G20 op 25 September 2009: "... All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms where appropriate, and cleared through central counterparties by end 2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements...", [http://www.europa-eu-un.org/articles/en/article\\_9032\\_en.htm](http://www.europa-eu-un.org/articles/en/article_9032_en.htm).
10. CESR is op 1 januari 2011 omgezet in de European Securities and Markets Authority (ESMA). Zie Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC, [http://www.esma.europa.eu/system/files/Reg\\_716\\_2010\\_ESMA.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/Reg_716_2010_ESMA.pdf).
11. Deze adviezen zijn te vinden op <http://www.esma.europa.eu/page/Secondary-Markets-documents:- CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review - Equity Markets, 29 July 2010>. [http://www.esma.europa.eu/system/files/10\\_802\\_Technical\\_Advice\\_MiFID\\_Review\\_Equity\\_Markets.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_802_Technical_Advice_MiFID_Review_Equity_Markets.pdf).- CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review - Non-equity Markets Transparency, 29 July 2010. [http://www.esma.europa.eu/system/files/10\\_799\\_Technical\\_Advice\\_MiFID\\_Review\\_Non\\_Equity\\_Markets\\_Transparency\\_2\\_.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_799_Technical_Advice_MiFID_Review_Non_Equity_Markets_Transparency_2_.pdf).- CESR Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review - Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives, October 2010. [http://www.esma.europa.eu/system/files/10\\_1096.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_1096.pdf).
12. Zie voetnoot 5.

deze verordening heeft immers rechtstreekse werking. Behalve implementatie in nationale wetgeving zal ESMA technische uitvoeringsmaatregelen moeten vaststellen en zullen instellingen de gelegenheid moeten hebben zich voor te bereiden op deze nieuwe wet- en regelgeving. Kortom, de inwerkingtreding van de herziene MiFID zal naar verwachting nog enige jaren duren.

Hierna bespreken we enkele onderwerpen die naar onze mening nadere aandacht vragen.

### 3. Financiële dienstverlening

#### 3.1 Inleiding

De Europese Commissie doet voorstellen om het gedrags-toezicht op beleggingsondernemingen te versterken. Deze versterking van de bestaande regels bestaat uit striktere eisen voor vermogensbeheer, beleggingsadvies en het aanbieden van complexe financiële producten. Het Voorstel verbiedt het ontvangen van vergoedingen van derden door onafhankelijke beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders (provisieverbod).<sup>13</sup> Het Voorstel introduceert een bevoegdheid voor nationale toezichthouders om financiële producten te verbieden die een serieuze bedreiging vormen voor het functioneren van de financiële markten, de stabiliteit van het financiële systeem of de bescherming van beleggers.<sup>14</sup> Verder introduceert het Voorstel regels voor corporate governance en eisen aan de deskundigheid van bestuurders voor beleggingsondernemingen. Hieronder wordt ingegaan op het voorstel voor een provisieverbod en een productenverbod.

#### 3.2 Provisieverbod

De Europese Commissie stelt voor te komen tot uitbreiding van de huidige verplichting voor beleggingsondernemingen om hun klanten te informeren over de beleggingsdiensten die zij aanbieden. Deze informatieverplichting wordt in het Voorstel uitgebreid als het gaat om beleggingsadvies. Zo moet de beleggingsonderneming bij beleggingsadvies aan de klant duidelijk maken of het advies wordt gegeven op onafhankelijke basis, of het is gebaseerd op een brede of meer restrictieve analyse van de markt en of de beleggingsonderneming doorlopend zal adviseren over de geschiktheid van het geadviseerde financiële product. Verder bepaalt het Voorstel dat als het beleggingsadvies op onafhankelijke basis wordt gegeven, de beleggingsonderneming een gediversifieerd aanbod van financiële producten moet meenemen in haar advies. De beleggingsonderneming mag niet uitsluitend financiële producten in haar advies betrekken die worden uitgegeven door aan haar gelieerde ondernemingen. Het Voorstel introduceert invoering van een verbod op het ontvangen van provisies van derde partijen bij vermogensbeheer en bij onafhankelijk beleggingsadvies. Het begrip 'onafhankelijk beleggingsadvies' is een nieuw begrip; de MiFID kent geen onderscheid tussen onafhankelijk beleggingsadvies en andersoortig beleggingsadvies. Als het gaat om onafhankelijk beleggingsadvies en vermogensbeheer mag de beleggingsonderneming alleen worden betaald door de klant, aldus het Voorstel. De beleggingsonderneming mag bij deze dienstverlening geen vergoedingen meer ontvangen van derden. Dit soort vergoedingen zijn momenteel vrij gangbaar in de markt zowel in Nederland als de overige lidstaten.<sup>15</sup> Het gaat dan met name om distributievergoedingen die aanbieders van financiële producten, zoals (beheerders van) belegginginstellingen en uitgevende instellingen, be-

talen aan beleggingsondernemingen voor het verkopen van hun financieel product. Het gaat bijvoorbeeld ook om re-tourprovisies, waarbij een deel van de fee voor de uitvoering van de order (welke fee uiteindelijk ten laste van de klant komt) door de uitvoerende broker wordt terugbetaald aan de vermogensbeheerder die hem de opdracht gaf. Van dit soort vergoedingen kan een ongewenste prikkel uitgaan, waardoor een beleggingsonderneming wordt verleid om niet uitsluitend in het belang van de klant te handelen.

Het verbod op het ontvangen van provisies houdt verband met het streven van de Europese Commissie en toezichthouders naar een marktstructuur met een systeem van directe beloningen, waarbij de klant zelf direct betaalt voor de dienstverlening. Een dergelijk systeem bevordert dat de beleggingsonderneming het belang van de klant vooropstelt. Ook geeft het de belegger een beter inzicht in de kosten van de beleggingsdienstverlening; het is immers niet meer mogelijk kosten voor de dienstverlening op indirecte wijze aan de belegger door te berekenen in de prijs van het product. Dit zou moeten leiden tot goedkopere diensten of producten en geeft de belegger bovendien een beter uitgangspunt om beleggingsondernemingen onderling te vergelijken. Hierdoor bevordert het verbod het 'level playing field' tussen de diverse soorten beleggingsondernemingen, doordat de totale kosten van de dienst voor beleggers zichtbaar worden. Tegenstanders van het provisieverbod voeren aan dat beleggers niet gewend zijn om direct te betalen voor beleggingsadvies. Om kosten te besparen zouden beleggers eerder kiezen voor 'execution only'-diensten, terwijl adviesdiensten passender kunnen zijn gezien de beleggingservaring en beleggingsdoelstellingen.

Het Voorstel gaat naar onze mening niet ver genoeg. Niet valt in te zien waarom bij 'gebonden' beleggingsadvies en execution only-dienstverlening wel provisies zouden zijn toegelaten. Een verschil in provisieregels tussen de diverse soorten beleggingsdiensten zal beleggingsondernemingen aanmoedigen om beleggers richting het execution only-kanal of gebonden advies te sturen, waar hogere vergoedingen via provisies uit producten kunnen worden ontvangen dan bij vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies. Bovendien is het verschil in betaalwijze verwarrend voor beleggers. De belegger zal dan ook eerder kiezen voor diensten die op het oog goedkoper lijken te zijn, zonder dat hij zich realiseert dat hij via het product betaalt. Beleggingsondernemingen die geen provisies meer mogen ontvangen ondervinden daardoor een concurrentienadeel ten opzichte van beleggingsondernemingen die nog wel provisies mogen ontvangen. Wij zijn voorstander van een, bij voorkeur Europees, verbod op alle vormen van provisies bij beleggingsondernemingen voor alle soorten beleggingsdiensten: vermogensbeheer, beleggingsadvies (zowel onafhankelijk als gebonden) en execution only-diensten. Daarnaast pleiten we voor een systeem van directe beloningen, waarbij de klant zelf direct betaalt voor de dienstverlening. Het Voorstel is daarom een gemiste kans om een noodzakelijke her-

13. Art. 24 leden 5 en 6 voorgestelde MiFID.

14. Art. 31 e.v. voorgestelde MiFIR.

15. Zo geeft het CESR Report 'Inducements: Report on good and poor practices' van 19 april 2010 (reference CESR/10-295) een overzicht van de verschillende soorten vergoedingen die beleggingsondernemingen ontvangen, zie [http://www.esma.europa.eu/system/files/10\\_295.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_295.pdf).

vorming in de markt door te voeren die in het belang is van de belegger.<sup>16</sup>

### 3.3 Productenverbod

Het Voorstel geeft zowel ESMA als nationale toezichhouders de bevoegdheid om de marketing en verkoop van bepaalde financiële instrumenten dan wel bepaalde financiële activiteiten of praktijken te verbieden. ESMA kan alleen tijdelijke verboden uitvaardigen, terwijl de nationale toezichhouders meer permanente verboden kunnen uitvaardigen. Het gaat hier om bevoegdheden die vergaand ingrijpen op de vrije werking van de markt. Daarom kan alleen worden ingegrepen als wordt voldaan aan bepaalde voorwaarden.<sup>17</sup> ESMA mag bovendien pas ingrijpen als de Europese regels het euvel niet goed adresseren en als de toezichhouder(s) geen actie hebben ondernomen om de bedreiging te mitigeren. Ook moet ESMA voordat ze de maatregel oplegt, in beschouwing nemen of de voorgenomen maatregel een negatief effect kan hebben op de efficiency van de markten of een disproportioneel nadeel toebrengt aan beleggers dan wel toezichtarbitrage tot gevolg kan hebben.

Voor de nationale toezichhouders geldt de beperking dat zij uitsluitend kunnen ingrijpen als sprake is van financiële instrumenten en praktijken die een serieuze bedreiging vormen voor de werking van de markt, de financiële stabiliteit of de bescherming van beleggers en als deze bedreigingen niet adequaat geadresseerd worden door Europese regels. Nationale toezichhouders mogen in dat geval proportionele maatregelen nemen, maar pas nadat zij hierover hun collega-toezichhouders hebben geconsulteerd en de maatregel niet discriminerend is voor producten en diensten die vanuit andere lidstaten worden geleverd. ESMA vervult een coördinerende rol als nationale toezichhouder(s) een maatregel nemen.

Uiteraard moeten zowel ESMA als de nationale toezichhouders hun voorgenomen maatregelen publiceren op hun website om de markt te informeren. ESMA moet iedere drie maanden haar maatregelen evalueren, terwijl nationale toezichhouders verplicht zijn hun maatregelen in te trekken als niet langer aan de voorwaarden is voldaan. De Commissie is bevoegd nadere regels te stellen.

De financiële crisis heeft geleerd dat het nodig is dat lidstaten of ESMA kunnen ingrijpen als sprake is van serieuze bedreigingen voor de werking van de markten of stabiliteit van het systeem. Het is echter de vraag of deze voorgestelde bevoegdheid veel toegevoegde waarde zal hebben voor de bescherming van de belegger als het gaat om inadequate financiële producten. Nationale toezichhouders kunnen pas maatregelen nemen als sprake is van ernstige misstanden. Gezien de grote impact van een dergelijk generiek verbod op de markt moet eerst sprake zijn van de hiervoor genoemde praktijken die een serieuze bedreiging vormen voor de werking van de markt, de financiële stabiliteit of de bescherming van beleggers. Daarvan zal niet snel sprake zijn. Wij verwachten dan ook meer heil van toezicht op het productontwikkelingsproces. Dergelijk toezicht geeft toezichhouders meer handvatten om individuele producten te beoordelen op hun toegevoegde waarde voor de klant. Beleggingsondernemingen zouden verplicht moeten zijn hun organisatie zo in te richten dat zij producten selecteren dan wel ontwikkelen die bijdragen aan de beleggingsdoelstellingen van hun klanten. Dit ligt in lijn met de zorgplichtbepalingen uit MiFID. Toezicht op het productontwikkelingsproces van beleggingsondernemingen heeft bovendien als

voordeel dat de toezichthouder heel gericht maatregelen kan nemen tegen specifieke financiële producten van aanbieders, zonder concurrerende aanbieders te belasten. De goede aanbieders zouden niet moeten lijden onder een algemeen totaala verbod vanwege het handelen van hun minder goedwillende collega's.

## 4. Handelsplaatsen en secundaire markten

### 4.1 Inleiding

De Europese Commissie stelt voor om een nieuwe categorie van handelsplaatsen in te voeren, de OTF naast de bestaande platformen: de gereguleerde markt en de MTF. Op een OTF kunnen zowel aandelen als non-equities zoals obligaties, structured finance-producten en derivaten worden verhandeld. Voorts stelt de Europese Commissie voor om pre- en post-trade transparantiebepalingen<sup>18</sup> uit te breiden naar andere asset classes dan aandelen (op aandelen lijkende instrumenten, schuldpapier, structured finance-producten en derivaten). De evaluatie van MiFID heeft aangetoond dat de kwaliteit en consolidatie van post-trade informatie moet worden verbeterd. Die moeten (potentiële) beleggers beter in staat stellen om te beoordelen of de betrokken beleggingsonderneming zich houdt aan voorschriften met betrekking tot best execution.<sup>19</sup>

Het Voorstel introduceert een aantal nieuwe maatregelen om de risico's die voortvloeien uit geautomatiseerde handel te adresseren. Deze onderwerpen worden hierna kort toegelicht.

### 4.2 OTF

De Commissie beoogt onder meer om de handel van gestandaardiseerde derivatencontracten onder de definitie van OTF te brengen. Daarmee wordt voldaan aan de G20-afspraken om gestandaardiseerde OTC-derivatencontracten op een elektronisch platform te verhandelen. De OTF is bedoeld om een level playing field tussen de diverse plaatsen voor uitvoering van orders te realiseren. Zo zullen dezelfde eisen voor pre- en post-trade transparantie gaan gelden voor de

16. Zie ook de brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 13 december 2011. In dit verband is relevant te noemen dat de Minister van Financiën in die brief opmerkt dat als een verbod op Europees niveau niet haalbaar is, hij alsnog stappen zal zetten om deze provisies op nationaal niveau te verbieden. Het Voorstel komt de minister van Financiën een eind tegemoet door provisies te verbieden voor vermogensbeheer en onafhankelijk advies. De Minister geeft overigens wel aan eerst in te zetten op een verbod op Europees niveau, zie <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2011/12/13/kamerbrief-nadere-uitwerking-beleid-provisieverbod-complexe-producten.html>.
17. ESMA kan alleen ingrijpen als sprake is van een bedreiging voor de beleggersbescherming, de ordelijke werking en integriteit van de financiële markten, of de stabiliteit van het financiële systeem in de EU, zie ook de art. 31 en 32 voorgestelde MiFIR.
18. Art. 3 tot en met 10 voorgestelde MiFIR.
19. Zie ook D. Busch, 'Handboek Beleggingsondernemingen', *Serie Onderneming en Recht*, Deel 51, Deventer: Kluwer 2009.

handel op een OTF als voor de handel op een geregleme-  
teerde markt of MTF.

De definitie van OTF is met opzet breed, zodat het alle (toekomstige) vormen van georganiseerde uitvoering van transacties kan omvatten. Kenmerkend verschil tussen een OTF enerzijds en een MTF of gereglemeerde markt anderzijds is dat een MTF of een gereglemeerde markt op een non-discretionaire wijze orders uitvoert, terwijl de exploitant van een OTF wel die discretie heeft. Dit betekent dat op de exploitant van een OTF de zorgplicht, ken-uw-cliënt en best execution verplichtingen van toepassing zijn; deze eisen gelden niet voor een MTF of gereglemeerde markt vis-à-vis haar members. Omdat een OTF kwalificeert als een handelsplatform, dient de exploitant neutraal te zijn. Orders mogen daarom niet uitgevoerd worden voor eigen rekening van de exploitant van de OTF. Indien een beleggingsonderneming (op een systematische wijze) orders van haar cliënten voor eigen rekening wil uitvoeren, dan kan dat uitsluitend via de weg van systematische internalisatie.<sup>20</sup>

Wij zijn in beginsel voorstander van de introductie van de OTF, maar plaatsen daar wel een aantal kanttekeningen bij. Zo lijkt de rigide scheiding tussen de handel voor cliënten (op een OTF) en handel voor eigen rekening ('op eigen boek'), die niet is toegestaan op een OTF, niet in overeenstemming te zijn met de praktijk van de handel. Dit betekent dat deze handelaren een organisatorische scheiding zullen moeten aanbrengen tussen deze twee vormen van handel. Vooral voor de handel in minder liquide non equity-instrumenten kan deze zeer nadelige gevolgen hebben voor de liquiditeit van de handel in deze instrumenten. Het heeft onze voorkeur om voor bepaalde instrumenten de handel voor eigen rekening toe te staan teneinde cliëntenorders te kunnen uitvoeren.

#### 4.3 Transparantieplichtingen

De Commissie stelt voor om pre- en post-trade transparantiebepalingen<sup>21</sup> uit te breiden naar andere asset classes dan aandelen (op aandelen lijkende instrumenten, schuldpapier, structured finance-producten en derivaten). In de huidige MiFID zijn de transparantiebepalingen beperkt tot aandelen. Het is de bedoeling dat er een transparantieregime komt dat is gerelateerd aan het betreffende financiële instrument; geen "one size fits all". De details van de pre- en post-trade transparantieplichtingen moeten verder worden uitgewerkt in de "implementing legislation".

We zijn in beginsel voor de uitbreiding van pre- en post-trade transparantie. De details van de nieuwe transparantie eisen voor non-equities moeten door ESMA nog worden uitgewerkt. Hierbij zal voldoende ruimte moeten zijn om dit per instrument te laten variëren en is het noodzakelijk om voorzichtig te zijn met het stellen van eisen aan instrumenten die worden verhandeld op minder liquide markten. Het stellen van te stringente transparantieplichtingen kan schadelijk zijn voor de liquiditeit in bepaalde markten of marktsegmenten.

#### 4.4 Consolidatie van post-trade informatie

De evaluatie van MiFID heeft aangetoond dat de kwaliteit en consolidatie van post-trade informatie moet worden verbeterd. De verbetering van de kwaliteit en consolidatie van post-trade informatie moet ten goede komen aan de mogelijkheid voor beleggers om te beoordelen of de uitvoering van hun order ook daadwerkelijk voldoet aan de best execution regel. Het voorstel van de Commissie voor-

ziet o.a. in het invoeren van *Approved Publication Arrangements* (APA's), *Consolidated tape providers* (CTP's) en *Approved Reporting Mechanisms* (ARM's).<sup>22</sup> Deze data reporting services worden onderworpen aan een vergunningplicht. De nationale toezichthouders zijn verantwoordelijk voor de vergunningverlening, ESMA zal een lijst publiceren van alle data service providers in de EU. We zijn in beginsel positief over de invoering van deze verplichtingen, waaronder de consolidated tape.<sup>23</sup> Deze komen ten goede aan de gewenste verbetering van de kwaliteit van de post-trade informatie en kunnen over het algemeen rekenen op steun in de markt.

#### 4.5 Algoritmehandel

Het Voorstel introduceert nieuwe maatregelen om de risico's die voortvloeien uit geautomatiseerde handel te adresseren.<sup>24</sup> Het Voorstel richt zich hierbij zowel op handelsplaatsen als beleggingsondernemingen. De voorstellen rondom algoritmehandel betreffen hierbij met nadruk alle vormen van algoritmehandel en niet alleen HFT. De Commissie erkent hiermee dat alle soorten geautomatiseerde handel vergelijkbare risico's mee kunnen brengen. De Commissie volgt aldus de benadering van ESMA, die een vergelijkbare invalshoek heeft gekozen in haar eigen recente werk op dit gebied.<sup>25</sup> De voorgestelde maatregelen zijn bedoeld om de geïdentificeerde risico's rondom HFT tegen te gaan. Een vreemde eend in de bijt is de op het laatste moment aan het Voorstel toegevoegde marketmakingverplichting; algoritmische handelsstrategieën dienen continu actief te blijven gedurende de handelsdag en doorlopend liquiditeit te verschaffen ongeacht de marktomstandigheden.<sup>26</sup>

Wij beoordelen de voorstellen rondom algoritmehandel voor het grootste deel positief. Wij zijn van mening dat de nadruk moet liggen op verbetering van de "systems & controls" door de gehele handelsketen heen, zodat deze de gevolgen van de recente technologisering en automatisering van de handel goed kan opvangen. Vanwege de snelheid, automatisering en grote ordervolumes stelt algoritmehandel verhoogde eisen aan de risicobeheersing en aan risicomangement

20. Er is sprake van systematische internalisatie volgens overweging 16 van het Voorstel wanneer een beleggingsonderneming op een georganiseerde, frequente en systematische basis cliëntenorders uitvoert voor eigen rekening (op eigen boek) buiten een gereglemeerde markt, MTF of OTF.
21. Pre- en post-trade transparantie betreffen de (prijs) transparantie voorafgaand aan en na afloop van de handel. Pre-trade transparantie heeft bijv. betrekking op de inzage in het orderboek, post-trade transparantie omvat o.a. informatie over prijs en volume van de gedane transactie.
22. Art. 61 tot en met 68 van de voorgestelde MiFID.
23. Een *consolidated tape provider* (CTP) voorziet in het verzamelen van post-trade informatie (zoals prijs, volume en tijdstip van de transactie), het consolideren daarvan in een continue elektronische datastream en het publiek maken van deze informatie.
24. Art. 15 en 71 voorgestelde MiFID.
25. Zie ESMA *Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*, ESMA/2011/456, 22 december 2011, zie <http://www.esma.europa.eu/content/Final-report-Guidelines-systems-and-controls-automated-trading-environment-trading-platforms>.
26. Zie art. 17.3 voorgestelde MiFID.



en operationele systemen van handelaren, intermediairs, en platformen. Dit is ongeacht de precieze strategieën die met behulp van algoritmehandel worden uitgevoerd.

Wij vinden het zeer wenselijk dat toezichthouders in staat worden gesteld om waar zij dit nodig achten algoritmes op te vragen om deze te evalueren. We zijn echter kritisch over de voorgestelde jaarlijkse verplichting tot melden van algoritmes door marktpartijen aan de toezichthouder. Het risico is dat toezichthouders worden geconfronteerd met een grote hoeveelheid data. Ook bestaat het risico dat het melden van een algoritme wordt gezien als impliciete goedkeuring van de algoritmestrategie. Het zou dan ook wenselijk zijn om in het Voorstel te verduidelijken dat algoritmehandelaren de ontwikkeling, het gebruik en de aanpassingen in algoritmes goed dienen te documenteren en dat zij in staat moeten zijn deze gegevens op een inzichtelijke wijze aan de toezichthouder aan te leveren als hij daarom vraagt.

We hebben bezwaar tegen de eerder genoemde marketmakingverplichting voor algoritmehandelaren. Deze verplichting is zwaarder dan de verplichtingen voor officiële (contractuele) marketmakers of liquidity providers, die voor hun diensten een vergoeding of bepaalde voorrechten krijgen. Wij zijn van mening dat het niet realistisch is om van marktpartijen te vragen om continu liquiditeit te verschaffen als dit niet past in hun verdienmodel. Soms is het immers voor een gezonde bedrijfsvoering ook nodig om liquiditeit te consumeren (door middel van het inleggen van bestens market orders) in plaats van te verschaffen (door limietorders passief in het orderboek te laten rusten). Het Voorstel dwingt marktpartijen met andere woorden om in voorkomende gevallen direct tegen hun eigen belang in te handelen. Daarmee draagt het niet bij aan het robuuster maken van de markt. Ten slotte maakt de voorgestelde verplichting het institutionele beleggers (zoals pensioenbeheerders) onmogelijk om orderexecutie-algoritmes te gebruiken waarmee men grote orders opknipt om minder marktimpact te hebben. De marketmakingverplichting geldt immers voor alle algoritmehandelaren.

#### 4.6 Bevoegdheden

##### *Opvragen dataverkeer*

In het Voorstel wordt een beperking voorgesteld in de bevoegdheid van de toezichthouder om (bestaande) bestanden inzake telefoon- en ander dataverkeer op te vragen.<sup>27</sup> Deze bestanden kunnen nog slechts worden opgevraagd wanneer (i) zij zich bevinden bij een beleggingsonderneming en sprake is van een 'redelijk vermoeden' dat de betreffende bestanden relevant zijn voor het bewijs van overtredingen van MiFID-regels door deze beleggingsonderneming; en (ii) deze bestanden niet zien op de inhoud van de gesprekken of andere vormen van communicatie. Een vergelijkbare beperking in de bevoegdheid van toezichthouders wordt voorgesteld in het voorstel voor aanpassing van de richtlijn markt-misbruik.

Een gevolg van dit Voorstel is dat het opvragen en gebruiken van dit soort gegevens niet langer betrekking heeft op de inhoud van de communicatie. De toezichthouder kan nog slechts nagaan op welke data en tijdstippen er communicatie heeft plaatsgevonden tussen de beleggingsonderneming en anderen (zoals klanten), maar niet wat de inhoud van die communicatie is geweest.

Daarmee wordt deze voorgestelde bevoegdheid in feite een 'dode letter': om in het kader van de MiFID te kunnen na-

gaan of de beleggingsonderneming zich bijvoorbeeld jegens klanten heeft gehouden aan de relevante zorgplichtbepalingen, is juist relevant wat de inhoud van de communicatie is geweest. Zonder die inhoud heeft een toezichthouder weinig aan telefoon- of andere databestanden; het is juist de inhoud van de communicatie die van belang is om te kunnen nagaan of de beleggingsondernemingen zich aan de regels hebben gehouden. Het is van belang dat in het vervolg van het proces wordt ingezet op het schrappen van deze voorgestelde bevoegdheid. Op deze manier wordt bewerkstelligd dat het mogelijk is om toezicht te blijven houden op het nakomen van belangrijke zorgplichtbepalingen.

##### *Beroepsuitoefening*

Het Voorstel introduceert uitbreiding van bestaande bevoegdheden. Hieronder twee in het oog springende uitbreidingen:

(i) een tijdelijke uitsluiting van beroepsuitoefening voor beleidsbepalers van beleggingsondernemingen. Op basis van de huidige wetgeving kan de AFM de geschiktheid van beleidsbepalers toetsen en toetsen of hun betrouwbaarheid buiten twijfel staat, voordat zij hun functie gaan uitoefenen. Het Voorstel schrijft nu voor dat er ook een tussenvariant mogelijk moet worden in de vorm van een tijdelijk verbod op functie-uitoefening.<sup>28</sup>

(ii) maximale bestuurlijke boetes voor rechtspersonen tot 10% van de jaaromzet dan wel – als de rechtspersoon onderdeel is van een concern – van de geconsolideerde jaaromzet op holdingniveau; maximale bestuurlijke boetes voor natuurlijke personen tot EUR 5 miljoen; alternatief voor zowel natuurlijke als rechtspersonen is een bestuurlijke boete van 2 maal de hoogte van het met de overtreding behaalde financiële voordeel. Deze boetebedragen zijn aanmerkelijk hoger dan onder de huidige wetgeving (art. 1:81 Wft), waarin het maximum is gesteld op EUR 4 miljoen (of 2x dat bedrag bij recidive) dan wel 2x de hoogte van het verkregen voordeel mits dat meer is geweest dan EUR 2 miljoen.<sup>29</sup>

## 5. Samenvatting

De vervanging van de MiFID ziet op het versterken van het gedragstoezicht op beleggingsondernemingen door het stellen van strengere eisen ten aanzien van vermogensbeheer, beleggingsadvies (onafhankelijk dan wel gebonden) en de verkoop van complexe financiële producten. Wij zijn van mening dat het voorgestelde provisieverbod niet ver genoeg gaat en uitgebreid zou moeten worden tot een verbod op alle vormen van provisies bij beleggingsondernemingen voor alle soorten beleggingsdiensten. Met betrekking tot de voorgestelde bevoegdheid voor toezichthouders om onder voorwaarden financiële producten te verbieden, vragen wij ons af of dit een toegevoegde waarde heeft voor de bescherming van beleggers. Wij zijn voorstander van toezicht op het productontwikkelingsproces van beleggingsondernemingen. Dat geeft toezichthouders meer handvatten om individuele producten van individuele beleggingsondernemingen te beoordelen op hun toegevoegde waarde voor de klant. Wij zijn in beginsel voorstander van de introductie van de OTF, maar vinden dat het begrip moet aansluiten bij daadwerkelijk bestaande handelspraktijken. Voorts beoogt de Eu-

27. Zie art. 16 voorgestelde MiFID.

28. Art. 75 voorgestelde MiFID.

29. Art. 75 voorgestelde MiFID.

ropese Commissie de transparantie van transacties te versterken door versterking van het transparantieregime en door het introduceren van de consolidated tape. Wij zijn voor de uitbreiding van pre- en post-trade transparantie, zolang dit niet schadelijk is voor de liquiditeit van de markt. De introductie van een consolidated tape wordt toegejuicht. Ook worden ten aanzien van HFT en andere vormen van algoritmehandel nieuwe beheersingsmaatregelen voorgesteld voor beleggingsondernemingen en handelsplatformen. Wij staan hier positief tegenover. Wij hebben bezwaar tegen de voorgestelde marketmakingverplichting voor algoritmehandelaren. Deze verplichting is naar onze mening niet praktisch uitvoerbaar en voegt weinig toe aan de overige voorgestelde maatregelen.

Het Voorstel beperkt de bevoegdheid van de toezichthouder om (bestaande) bestanden inzake telefoon- en ander dataverkeer op te vragen. Deze bestanden mogen niet zien op de inhoud van de gesprekken of andere vormen van communicatie. Wij vinden dat dit niet bijdraagt aan een betere bescherming voor beleggers. De toezichthouder kan nog slechts nagaan op welke data en tijdstippen er communicatie heeft plaatsgevonden tussen de beleggingsonderneming en anderen (zoals klanten), maar niet wat de inhoud van die communicatie is geweest. Zonder die inhoud heeft een toezichthouder weinig aan telefoon- of andere databestanden; het is juist de inhoud van de communicatie die van belang is om te kunnen nagaan of de beleggingsondernemingen zich aan de regels hebben gehouden.

Op het moment van schrijven van deze bijdrage is de Europese besluitvorming over het Voorstel nog niet afgerond. Hoewel wij op onderdelen kritische kanttekeningen plaatsen, ondersteunen wij het streven van de Europese Commissie om het toezicht op de financiële markten op een aantal punten te versterken met het oog op een eerlijke en ordelijke werking van de financiële markten en de bescherming van beleggers op die markten.