Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA 'S-GRAVENHAGE

Directie Financiële Markten

Korte Voorhout 7
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.rijksoverheid.nl

Ons kenmerk
FM/2013/1579 M

Bijlagen
1

Datum 10 september 2013
Betreft Beantwoording schriftelijk overleg MiFIDII/MiFIR

Geachte Voorzitter,

Bijgaand treft u de antwoorden op de vragen en opmerkingen van de vaste commissie voor Financiën in het kader van een schriftelijk overleg over het voorstel van de Europese Commissie tot herschikking van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten ("MiFIDII") en van de Verordening markten voor financiële instrumenten ("MiFIR"), die mij zijn toegezonden op 19 juni jl..

Hoogachtend,

de minister van Financiën,

J.R.V.A. Dijsselbloem

II Reactie van de minister

Ik heb met belangstelling kennis genomen van de vragen en opmerkingen van de leden van de fracties van de VVD, de PvdA, de PVV, de SP en D66. Hieronder zal ik per onderwerp ingaan op de gestelde vragen, conform de indeling van mijn brief van 1 juni 2013 over de actuele stand van zaken van de behandeling van het voorstel van de Europese Commissie tot herschikking van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten ("MiFIDII") en van de Verordening markten voor financiële instrumenten ("MiFIR").[1] Alvorens ik inga op de vragen van de leden van de fracties, zal ik bij het desbetreffende onderwerp eerst kort de algemene inzet ("*general approach*") van de Raad voor MiFIDII/MiFIR schetsen, waarover op 21 juni 2013 in de Ecofin Raad overeenstemming is bereikt. Het in de Raad bereikte compromis is in lijn met de Nederlandse inzet, zoals verwoord in het BNC-fiche van 29 november 2011.[2] Deze algemene inzet is de basis voor de onderhandelingen met het Europees Parlement (de triloog).

1. Non-discriminatoire toegang tot clearinghuizen en handelsplatformen ("open access")

Uitkomst raadsonderhandelingen

De verschillende (raads)delegaties waren sterk verdeeld over doel en strekking van de door de Commissie voorgestelde open access bepalingen. Een aantal lidstaten, waaronder Nederland, steunt die voorstellen terwijl andere lidstaten de betreffende bepalingen willen schrappen. Naar aanleiding van bilateraal overleg tussen de twee lidstaten die sterk tegen, respectievelijk sterk vóór de open access bepalingen zijn, is er een compromis bereikt in het Raadsvoorstel. Nederland kan instemmen met het compromis. Weliswaar zijn er – om tegemoet te komen aan de bezwaren van de tegenstanders van open access – enige beperkingen verbonden en nadere eisen gesteld aan de toepassing van de open access-bepalingen (zie ook hieronder), maar is het oorspronkelijke uitgangspunt dat er sprake dient te zijn van non-discriminatoire toegang tot clearinghuizen (Central Counter Parties: CCP's) en gereguleerde handelsplatformen overeind gebleven.

Zowel de leden van de VVD-fractie als de leden van de PVV-fractie vragen naar de reden van de grote verschillen in opvattingen tussen de lidstaten ten aanzien van open access.

De reden voor de grote verschillen tussen de verschillende (raads)delegaties lijkt voornamelijk te zijn gelegen in de situatie in de eigen lidstaat. In één grote lidstaat zijn handelsplatformen en clearinghuizen in eigendom bij dezelfde partij. Dit wordt ook wel het "silo-model" genoemd. De "open access" bepalingen beogen dit silo-model te doorbreken. De betreffende lidstaat heeft daartegen bezwaar, omdat dit het verdienmodel volgens het silo-model in die lidstaat onder druk zou zetten. Een andere grote lidstaat is juist voorstander van de "open access" bepalingen omdat

[1] Kamerstukken II 2012/13, 21 501-07, nr. 1061.
[2] Kamerstukken II 2011/12, 22 112, nr. 1269, blz. 14-21.

de eigen platformen en CCP's toegang willen krijgen tot, onder meer, de handelsplatformen en CCP's in een andere lidstaat met het silo-model. De ene lidstaat wil dus de monopolie-situatie in de andere lidstaat doorbreken. Omdat deze twee grote lidstaten volkomen tegenover gestelde standpunten hebben, hebben zij onder leiding van het Ierse voorzitterschap bilateraal overleg gevoerd om tot een compromis te komen. Daarnaast waren tijdens de raadsonderhandelingen enige lidstaten van mening dat "open access" bepalingen tot liquiditeitsfragmentatie leiden hetgeen de goede en ordelijke werking van de markten zou kunnen bedreigen. De lidstaten die dit standpunt in hebben genomen, hechten minder belang aan het doorbreken van monopolie-situaties.

De leden van de VVD-fractie, de PVV-fractie, de PvdA-fractie en de SP-fractie vragen naar de inhoud van de "open access" bepalingen, waaronder de weigeringsgronden en de beperkingen die zijn gesteld aan de toepassing van open access. De leden van de VVD-fractie vragen in dit kader tevens welke gevolgen deze wijzigingen hebben ten opzichte van de oorspronkelijke Nederlandse inzet en voor de hoeveelheid derivaten die centraal gecleared worden.

Op grond van de artikelen 28 en 29 van MiFIR kunnen handelsplatformen toegang tot CCP's verzoeken, respectievelijk kunnen CCP's toegang tot handelsplatformen verzoeken. Handelsplatformen, respectievelijk CCP's moeten die toegang verlenen, tenzij een van de in die artikelen genoemde weigeringsgronden zich voordoen. Een van de twee weigeringsgronden is wanneer sprake zou zijn van een bedreiging van de goede en ordelijke werking van markten, in het bijzonder gelet op de liquiditeitsfragmentatie. Nederland heeft bezwaar gemaakt tegen het opnemen van een verwijzing naar liquiditeitsfragmentatie omdat dit door de bevoegde autoriteiten van de lidstaten gemakkelijk kan worden aangegrepen om toegang te weigeren. Dit zou betekenen dat in de praktijk nog steeds geen sprake zou zijn van open access. Liquiditeitsfragmentatie vormt op zichzelf bezien geen bedreiging van de goede en ordelijke werking van de markt. Naar aanleiding van MiFID I is meer concurrentie gekomen tussen handelsplatformen, hetgeen heeft geleid tot lagere tarieven en ook tot liquiditeitsfragmentatie. Liquiditeitsfragmentatie zou daarom geen (doorslaggevende) factor moeten zijn bij de beoordeling van toegang tot handelsplatformen en CCP's. Omwille van het compromis bleek het echter noodzakelijk om deze weigeringsgrond te handhaven.

Voorts kan toegang tot een CCP, respectievelijk een handelsplatform, worden geweigerd indien de toegang een regeling met betrekking tot "interoperabiliteit" zou vereisen. Dit geldt alleen voor derivatentransacties die niet als Over-the-Counter (OTC) transacties kunnen worden gekwalificeerd.[3] Interoperabiliteit houdt in dat twee of meer CCP's verbindingen ("links") met elkaar aangaan. Hierdoor krijgen clearing members de mogelijkheid om op een handelsplatform gedane transacties te laten clearen door de CCP van hun voorkeur. Deze keuzemogelijkheid voor clearing members heeft als voordeel dat hun positie over verschillende handelsplatformen gesaldeerd kan worden, zodat de clearing members slechts één keer margin dienen te storten voor de gesaldeerde positie waardoor de kosten van clearing - en daarmee ook van transacties - dalen. Bovendien wordt hierdoor de concurrentie tussen CCP's gestimuleerd, waardoor de werking van de financiële markten wordt verbeterd, de prijs en dienstverlening

[3] Voor transacties in andere financiële instrumenten (zoals aandelen) geldt deze weigeringsgrond dus niet.

wordt verbeterd en er meer innovatie zal zijn. Er zijn evenwel ook risico's verbonden aan interoperabiliteit omdat CCP's door de link met andere CCP's kunnen worden getroffen door problemen die zich bij de andere CCP's voordoen. Daarom stellen de AFM en DNB op basis van de nieuwe European Market Infrastructure Regulation (EMIR) voorwaarden waaraan een interoperabele CCP moet voldoen indien gebruik wordt gemaakt van de link, zoals het vragen van extra onderpand,. De weigeringgrond ten aanzien van interoperabiliteit beperkt de open access en is in die zin volgens Nederland onwenselijk omdat de kans kleiner is dat de hierboven beschreven doelen en voordelen van de "open access" bepalingen worden gehaald. Voor zover er risico's zijn verbonden aan interoperabiliteit, worden deze ondervangen door het stellen van de hiervoor bedoelde voorwaarden. Er dienen daarom geen additionele eisen in MiFIR te worden gesteld. Ook hier bleek het echter noodzakelijk in te stemmen met deze weigeringsgrond om het principe van "open access" overeind te kunnen houden.

De wijzigingen in de "open access" bepalingen in het Raadsvoorstel ten opzichte van het Commissievoorstel betekenen een minder grote doorbreking van bestaande monopolies. In principe hebben de wijzigingen in het Raadsvoorstel (ten opzichte van het Commissievoorstel) geen materiële invloed op de hoeveelheid derivaten die centraal gecleared moeten worden. Verordening nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende OTC-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (EMIR) regelt welke derivaten verplicht centraal gecleared dienen te worden en de huidige open acces bepalingen in MiFIR wijzigen dit niet.

De leden van de D66-fractie vragen waarom er geen impact assessment is uitgevoerd ten aanzien van open access en welke gevolgen de minister voorziet voor de stabiliteit van de markten.

In antwoord op de vraag waarom geen impact assessment is uitgevoerd ten aanzien van open access, wordt opgemerkt dat deze impact assessment onderdeel uitmaakt van de impact assessment die is uitgevoerd ten behoeve van het Commissievoorstel voor EMIR.[4] De reden hiervoor is dat open access als beleidsdoelstelling oorspronkelijk was opgenomen in het EMIR-voorstel. Gedurende de onderhandelingen over EMIR is open access echter beperkt tot OTC-derivaten om de voortgang van de onderhandelingen over EMIR te bespoedigen (er kon geen overeenstemming bereikt worden over open access voor alle financiële instrumenten). MiFIR regelt de open access voor instrumenten die niet reeds onder artikel 7 en 8 van EMIR vallen.

De "open access" bepalingen hebben geen materiële nadelige gevolgen voor de stabiliteit van de markten. Voor zover de goede en ordelijke werking van de markten zou worden bedreigd, kan toegang worden geweigerd. Bovendien wordt de veiligheid van de afwikkeling gewaarborgd door de bepalingen in EMIR.

Verder vragen de leden van de D66-fractie wat de minister vindt van een uitzondering van open access met betrekking tot derivaten totdat de review is afgerond.

[4] http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/20100915_impact_assessment_en.pdf.

Artikel 43, achtste lid, van het MiFIR Raadsvoorstel bepaalt dat de Europese Commissie uiterlijk zes maanden voor het van kracht worden van de verordening een rapport zal uitbrengen over de vraag of het noodzakelijk is om tijdelijk derivaten die op handelsplatformen worden verhandeld ("exchange traded derivatives"), uit te zonderen van de "open access" bepalingen. Het kabinet acht het echter niet nodig en wenselijk om dit rapport af te wachten en om nu derivaten uit te zonderen van open access, zoals het Europees Parlement voorstelt. In de tekst van het Europees Parlement wordt voorgesteld om alleen open access te bewerkstelligen voor aandelen en geldmarktinstrumenten. De huidige situatie met betrekking tot open access wordt hierdoor echter niet verbeterd. Er is in sommige gevallen namelijk al sprake van open access ten aanzien van aandelen. Het is juist belangrijk dat open access ook wordt bewerkstelligd ten aanzien van op een platform verhandelde derivaten.

2. Transparantie voor en na de handel ("pre and post trade transparency")

Uitkomst raadsonderhandelingen

In overeenstemming met de wens van Nederland, bevat het Raadsvoorstel alle onder het huidige MiFID-regime geldende vrijstellingen ("waivers") van de transparantieregels. Het betreft de volgende vrijstellingen: een vrijstelling voor orders waarvan het volume significant groter is ten opzichte van de normale omvang van een order (large in scale), een vrijstelling voor orders die in een zogeheten order management facility worden gehouden, een vrijstelling voor orders die tot stand zijn gekomen via een reference price model (de reference price waiver; RPW) en een vrijstelling voor orders die al tot een transactie hebben geleid (de negotiated trade waiver; NTW). Het Ierse raadsvoorzitterschap heeft zogenoemde volume caps geïntroduceerd voor de RPW en de NTW. Nederland kan hiermee instemmen in het kader van een compromis, aangezien ook dit mechanisme het gebruik van de RPW en de NTW beperkt.

De *leden van de VVD-fractie, de PvdA-fractie en de PVV-fractie vragen hoe het compromis er uit ziet ten aanzien van de vrijstellingen (waivers) in het Raadsvoorstel, met name ten aanzien van de reference price waiver en de negotiated trade waiver, welke gevolgen dit heeft voor de transparantie en wat het standpunt is van Nederland ten aanzien van de waivers.*

Zoals hiervoor aangegeven, bevat het Raadsvoorstel vier typen vrijstellingen (waivers) van de pre-trade transparantieverplichtingen voor aandelen en vergelijkbare rechten (equities) die de bevoegde toezichthouder kan verlenen: een vrijstelling voor "large in scale" orders, een vrijstelling voor orders die in een order management facility worden gehouden, een reference price waiver (RPW) en een negotiated trade waiver (NTW). Het reference price model is een systeem waarbij de prijs wordt bepaald op grond van een prijs die elders (op een ander "verlicht" handelsplatform) wordt bepaald. Een negotiated trade systeem formaliseert transacties die al tot stand zijn gekomen. Het gevolg van deze vrijstellingen is dat de pre-trade transparantieverplichtingen niet gelden voor orders die tot stand zijn gekomen op grond van een van de vier hierboven genoemde manieren. In het Raadsvoorstel is het gebruik van de RPW en de NTW beperkt door een zogeheten

"volume cap" mechanisme. Dit houdt in dat het gebruik van de RPW en NTW in een financieel instrument op een handelsplatform wordt beperkt tot maximaal 4% van het totaal aantal transacties in dat financiële instrument op alle handelsplatformen in de Europese Unie in de voorafgaande periode van 12 maanden. In totaal mag niet meer dan 8% van het totale aantal transacties in dat financiële instrument in de Europese Unie plaatsvinden met gebruikmaking van de RPW en NTW. Indien de volume cap van 4% is bereikt, mag op dat handelsplatform geen handel in het betreffende financiële instrument plaatsvinden gedurende een periode van 6 maanden. Indien de volume cap van 8% is bereikt, mag op alle handelsplatformen in de Europese Unie die gebruik maken van de RPW geen handel in het betreffende financiële instrument plaatsvinden gedurende een periode van 6 maanden. De aantallen transacties gedurende de afgelopen 12 maanden, waarop de percentages van de volume caps worden gebaseerd, worden gepubliceerd door ESMA. ESMA zal voorts de methode publiceren die wordt gebruikt om tot de betreffende percentages te komen.

Nederland is nog steeds voorstander van het behoud van de vier waivers omdat zij een nuttige functie vervullen ten aanzien van orders die te groot zijn om in het centrale "verlichte" orderboek uit te voeren. Ten aanzien van de RPW en de NTW geldt dat hieraan naar het oordeel van Nederland een large in scale drempel zou moeten worden verbonden. Alleen zeer grote orders vallen dan nog onder de vrijstelling. Om te bepalen of een order als large in scale kwalificeert, worden alle aandelen die tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten geclassificeerd volgens hun gemiddelde dagomzet. Er zijn dus verschillende large in scale drempels; de laagste large in scale drempel is op dit moment €50.000. Zoals hierboven aangegeven, is in het Raadsvoorstel echter een volume cap opgenomen, in plaats van de door Nederland gewenste large in scale drempel. In het geval van een volume cap kunnen ook retail orders onder het bereik van RPW en de NTW vallen. Deze mogelijkheid is echter beperkt, namelijk totdat de volume cap is bereikt, zodat Nederland kan instemmen met dit compromis.

De leden van de PvdA-fractie hebben voorts een aantal vragen met betrekking tot de ontwikkeling en het tegengaan van "dark pools".

Uit de impact assessment bij de Commissievoorstellen voor MiFIDII en MiFIR blijkt dat ongeveer 7% van de totale handel in de Europese Economische Ruimte plaatsvindt zonder dat transparantieverplichtingen van toepassing zijn (en dus plaatsvindt in "dark pools" en broker crossing networks).[5] De Commissie verwacht dat – zonder verdere regelgeving – dit percentage verder zal stijgen. In overeenstemming met de G20-doelstelling beogen MiFIDII en MiFIR meer handel te laten plaatsvinden op "verlichte" handelsplatformen in plaats van in dark pools. Eén van de maatregelen ter uitvoering van de G20-doelstelling is de eis dat gestandaardiseerde derivaten op een gereguleerd handelsplatform verhandeld moeten worden. Hierdoor gelden - nadat het nieuwe MiFIDII/MiFIR-regime van kracht is geworden - de transparantie verplichtingen ook voor gestandaardiseerde derivaten, waar dit voorheen niet het geval was omdat deze voor een belangrijk deel OTC werden verhandeld. Daarnaast wordt mede ter uitvoering van de G20-

[5] Commission Staff Working Paper Impact Assessment van 20 oktober 2011 accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments, p. 12.

doelstelling een nieuw type gereguleerd handelsplatform, de Organized Trading Facility ("OTF"), geïntroduceerd in MiFIDII. Er vindt dus juist een verschuiving plaats van "dark pools" naar gereguleerde handelsplatformen, zodat van een "waterbedeffect" geen sprake lijkt.

De leden van de SP-fractie hebben een aantal vragen met betrekking tot "block orders".

Een block order is een zeer grote order in vergelijking tot orders van normale omvang. Het uitvoeren van grote orders zonder vrijstelling van transparantieverplichtingen heeft in de regel grote prijsschommelingen tot gevolg, ten nadele van degene die de block order wil (laten) uitvoeren (kopen of verkopen). Het gaat dan meestal om grote institutionele beleggers, zoals pensioenuitvoeringsorganisaties, vermogensbeheerders en verzekeraars. Vrijstelling van de transparantieverplichtingen is daarom noodzakelijk om dit soort transacties nog mogelijk te maken. De risico's die mogelijk gepaard gaan met het niet zichtbaar zijn van block orders is het gebrek aan transparantie en een risico voor ordelijke prijsvorming indien het met block orders gepaard gaande aantal transacties een significant deel zou uitmaken van het totaal aantal transacties voor het specifieke financiële instrument. Zoals hierboven aangegeven, zijn aan onvoorwaardelijke transparantie echter ook risico's verbonden, zoals negatieve prijsimpact voor zeer grote orders. In Nederland houdt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) toezicht op handel die plaatsvindt op de gereguleerde handelsplatformen en heeft daarbij inzicht in het orderboek en in de gedane transacties, ongeacht of de betreffende orders (richting de markt) pre-trade transparant zijn of niet.

De leden van de PvdA-fractie vragen het kabinet naar een appreciatie van het door hen geschetste race-naar-de-bodem-risico en naar de coördinerende rol van ESMA om dat risico te voorkomen.

Het is juist dat de nationale toezichthouders vrijstellingen verlenen van de pre- en post trade transparantie. Voordat een toezichthouder een vrijstelling verleent, dient hij ESMA en de andere nationale toezichthouders hiervan op de hoogte te stellen. ESMA zal vervolgens de voorgenomen vrijstelling toetsen aan de eisen die hiervoor gelden. Bovendien kunnen andere lidstaten bezwaar maken tegen de voorgenomen vrijstelling. Als de lidstaten er vervolgens onderling niet uitkomen, kan ESMA (via bindende mediation) een besluit nemen. Er bestaat derhalve ten aanzien van de verlening van vrijstellingen van de pre- en post trade transparantie geen (wezenlijk) risico van een "race-naar-de-bodem".

3. Organized Trading Facility ("OTF")

Uitkomst raadsonderhandelingen

De verschillende lidstaten waren sterk verdeeld over het voorstel van de Commissie voor de invoering van een nieuw gereguleerd handelsplatform: de Organized Trading Facility ("OTF"). Die verdeeldheid spitste zich in de eerste plaats toe op de vraag of op de OTF zowel equities (zoals aandelen) als non-equities (zoals derivaten en obligaties) verhandeld zouden mogen worden. Nederland

steunt het binnen de Raad bereikte compromis dat beide categorieën van financiële instrumenten op de OTF verhandeld mogen worden, omdat een OTF waarop uitsluitend non-equities verhandeld mogen worden de levensvatbaarheid van dit nieuwe handelsplatform negatief zal beïnvloeden. Overigens stelt het Europees Parlement zich vooralsnog op het standpunt dat via een OTF uitsluitend non-equities verhandeld kunnen worden. Voor verdeeldheid zorgde eveneens het Commissievoorstel omtrent de bevoegdheid van de OTF-exploitant om als deelnemer op "zijn" handelsplatform voor eigen rekening te handelen ("proprietary trading"). Een belangrijk deel van de raadsdelegaties was van oordeel dat die bevoegdheid de neutraliteit van het handelsplatform in gevaar zou kunnen brengen en tot belangenverstrengeling zou kunnen leiden. Nederland steunde het Commissievoorstel maar heeft uiteindelijk ingestemd met een compromisvoorstel dat handel voor eigen rekening – door de OTF-exploitant – in een zeer beperkte vorm toestaat.

Zowel de leden van de VVD-fractie als de leden van de PVV-fractie vragen naar de beweegredenen van de lidstaten die geen voorstander zijn van een OTF waarop alle financiële instrumenten kunnen worden verhandeld.

Er zijn verschillende redenen waarom sommige lidstaten geen voorstander zijn van een Organized Trading Facility (OTF) met een brede reikwijdte. De G20 heeft bepaald dat minder zichtbare en beperkt gereguleerde delen van de markt, met name de zogenaamde Over-the-Counter (OTC) handel, transparanter gemaakt moeten worden. Eén van de maatregelen ter uitvoering van de G20-doelstelling is de eis dat gestandaardiseerde derivaten op een gereguleerd handelsplatform verhandeld moeten worden. Vanuit die maatregel achten sommige lidstaten het daarom niet nodig dat alle financiële instrumenten op de OTF verhandeld kunnen worden. Door de reikwijdte van de OTF te beperken tot zogenaamde non-equities, zoals obligaties en derivaten, wordt in hun visie (reeds) voldaan aan de G20-doelstelling.
Een andere argument voor een beperkte OTF-reikwijdte is dat door de toevoeging van een additioneel gereguleerd handelsplatform marktfragmentatie toeneemt. Doordat de handel over meer platformen versnipperd wordt, heeft dit tot gevolg dat het voor marktpartijen lastiger te bepalen is wat nu "de" prijs is van een bepaald financieel instrument.
Een derde argument is de vrees van enkele lidstaten dat handel die nu plaatsvindt op een gereglementeerde markt of MTF binnen hun grenzen zich verplaatst naar een OTF die zich niet noodzakelijkerwijs in hun jurisdictie bevindt.
Nederland is van mening dat het voor een goed functionerende OTF nodig is dat zowel non-equities als equities kunnen worden verhandeld op de OTF. Door alleen non-equities toe te staan, die in de regel wat minder liquide zijn dan equities, wordt het voor een OTF lastig om voldoende handelsvolume aan te trekken of te behouden op basis waarvan een handelsplatform succesvol kan worden geëxploiteerd. Ook leidt dit bijvoorbeeld tot de onwenselijke situatie dat een derivaat van een aandeel wel op de OTF verhandeld mag worden, maar het onderliggende aandeel niet. Verder wordt marktfragmentatie aangepakt door de verscherpte transparantie-eisen en heeft de concurrentie tussen gereglementeerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten als gevolg van MiFID I positieve effecten voor beleggers met zich meegebracht, zoals meer keuze en lagere kosten. Introductie van een nieuw handelsplatform kan deze positieve effecten versterken.

De leden van de PvdA-fractie en de VVD-fractie vragen naar de waarborgen in MiFID om het risico van belangenverstrengeling bij proprietary trading te verminderen. De leden van de VVD-fractie vragen in dit kader tevens in welke gevallen proprietary trading mogelijk is. De leden van de SP-fractie vragen hoe de neutraliteit van het handelsplatform gewaarborgd wordt.

Eerder tijdens de raadsonderhandelingen was er sprake van een voorstel dat proprietary trading, of handel voor eigen rekening, door de exploitant van de OTF mogelijk zou maken. In dat kader werden enkele waarborgen opgenomen in de concept raadsteksten om belangenverstrengeling te voorkomen: een exploitant mocht alleen op verzoek van een cliënt voor eigen rekening handelen en de cliënt moest telkens vooraf instemming geven. In de tekst zoals deze uiteindelijk is vastgesteld door de Raad is hiervan teruggekomen en is het voor de exploitant alleen mogelijk om te handelen voor eigen rekening in illiquide staatsobligaties. Verder geldt dat de expoitant voor bepaalde non-equities aan matched principle trading (MPT) mag doen. MPT houdt in dat de exploitant van het handelsplatform als het ware tussen de verkoper en de koper in gaat staan. De exploitant van het platform gaat (vrijwel) tegelijkertijd zowel een transactie met de verkoper als met de koper aan. Hoewel de exploitant van de OTF strikt genomen dus zelf transacties aangaat, loopt hij geen marktrisico over de transactie. Verder geldt dat de exploitant geen voordeel uit een dergelijke transactie mag halen anders dan een vooraf vastgestelde vergoeding en dienen cliënten vooraf te zijn ingelicht over het proces van MPT. De beperkte schaal waarop proprietary trading mogelijk is volgens de huidige Raadstekst vormt volgens het kabinet geen gevaar voor de neutraliteit van de OTF.

De laatste vraag van de leden van de VVD-fractie ziet op de gevolgen voor de aantrekkelijkheid van de OTF (voor institutionele beleggers) nu proprietary trading alleen beperkt mogelijk is. De toegevoegde waarde van de OTF ligt naar verwachting vooral in de handel in non-equities. Dit zijn doorgaans minder liquide instrumenten dan equities. Voor de levensvatbaarheid van de OTF is het dus belangrijk dat er voldoende handel gedreven kan worden. Met name grote institutionele beleggers, zoals pensioenuitvoeringsorganisaties, vermogens-beheerders en verzekeraars, hebben behoefte aan een goed functionerende en liquide OTF. De aantrekkelijkheid van de OTF kan vergroot worden door enerzijds equities toe te laten op de OTF en anderzijds door toe te staan dat de exploitant de liquiditeit in bepaalde instrumenten in stand kan houden door voor eigen rekening te handelen. Een beperkte mogelijkheid voor proprietary trading is gezien bovenstaande uiteraard beter dan geen mogelijkheid. De aantrekkelijkheid van de OTF zou echter groter geweest zijn indien was voorzien in een ruimere mogelijkheid voor handel voor eigen rekening door de exploitant van de OTF.

Door de leden van de PvdA-fractie en de SP-fractie wordt gevraagd naar eventuele verschillen in transparantievereisten tussen de verschillende handelsplatformen.

De transparantievereisten gelden voor alle gereguleerde handelsplatformen, er is dus geen verschil in transparantie tussen de handel die op een gereglementeerde markt (beurs), MTF dan wel OTF plaatsvindt. De transparantievereisten zijn wel gedifferentieerd naar type financieel instrument en tijdstip: er zijn specifieke transparantie eisen voor equities en non-equities en voor deze beide categorieën financiële instrumenten zijn de transparantievereisten onderverdeeld in vereisten

die voor de handel (pre-trade) gelden en vereisten die na de handel (post-trade)gelden.

De leden van de PvdA-fractie vragen het kabinet in te gaan op de bezwaren van de Federatie van Europese Effectenbeurzen (FESE) ten aanzien van de OTF.[6]

De bezwaren die FESE opwerpt in de aangehaalde brief zijn geuit voordat de Europese Commissie haar voorstel voor de herziening van MiFID heeft gepubliceerd. Veel van de geuite kritiek is daarom niet meer relevant. Zo zijn er bijvoorbeeld geen verschillen in transparantievereisten tussen de verschillende handelsplatformen en moet de OTF, evenals de gereglementeerde markt en de MTF, aan allerlei organisatorische eisen voldoen om een ordelijke handel te waarborgen. Wat betreft kritiek op de mogelijkheid van de exploitant van de OTF om voor eigen rekening te handelen, wordt verwezen naar het in dat kader hierboven gegeven antwoord op vragen van de leden van fracties van de VVD, PvdA en de SP.

De leden van de SP-fractie vragen naar de reden om een nieuw handelsplatform op te richten. Deze leden vragen zich af of niet kan worden volstaan met de al bestaande handelsplatformen.

Een belangrijke doelstelling van de herziening van MiFID is om minder zichtbare en beperkt gereguleerde delen van de markt transparanter te maken. Naast de huidige gereguleerde platformen, de gereglementeerde markt en de MTF bestaan er ook ongereguleerde multilaterale handelsplatformen, zoals *broker crossing networks*. Een belangrijk onderscheidend kenmerk van deze ongereguleerde platformen ten opzichte van de gereglementeerde markt en de MTF is de discretionaire orderafhandeling. Discretionaire orderafhandeling is relevant voor bijvoorbeeld institutionele beleggers, zoals pensioenuitvoeringsorganisaties, vermogensbeheerders en verzekeraars, die zo invloed uit kunnen oefenen op de wijze waarop orders door het systeem worden afgehandeld. Zulke partijen willen niet dat grote orders in één keer worden doorgezet, omdat de kans dan groot is dat de order wordt ontdekt en dat vervolgens andere partijen snel posities tegen die order innemen, waardoor de institutionele belegger uiteindelijke duurder uit is. De OTF is derhalve bedoeld om enerzijds ongereguleerde platformen zoveel mogelijk binnen de reikwijdte van MiFID te brengen en anderzijds de door de praktijk gewenste mogelijkheid van discretionaire orderafhandeling op een multilateraal platform in stand te laten. Aangezien discretionaire orderafhandeling op de gereglementeerde markt en de MTF niet mogelijk is, kunnen deze gereguleerde handelsplatformen niet zonder meer voorzien in de behoefte waar de OTF in zal voorzien.

Verder vragen de leden van de SP-fractie of er nog verschil zit in instrumenten die verhandeld (gaan) worden op een OTF en de bestaande handelsplatformen en of verwacht wordt dat de handel van bestaande gereguleerde platformen zal verschuiven naar de OTF.

Volgens de tekst van het Raadscompromis zullen alle soorten financiële instrumenten op de OTF kunnen worden verhandeld. Het Europees Parlement is

[6] http://www.fese.eu/_mdb/news/Commissioner%20Barnier_Letter_April%202011.pdf.

van mening dat er alleen non-equities op de OTF moeten kunnen worden verhandeld. In de triloog zal getracht worden een compromis te vinden tussen deze verschillende zienswijzen.
Op voorhand valt niet met zekerheid te zeggen op welk handelsplatform welk type instrument veelal verhandeld zal worden. De huidige praktijk laat in ieder geval enige specialisatie zien in de zin dat op een nationale gereglementeerde markt vooral aandelen van nationale bedrijven worden verhandeld en dat andere handelsplatformen zich op een bepaald segment toeleggen zoals opties of andere derivaten. Dit zal in de nieuwe situatie niet anders zijn. Ook de vraag of handel zich gaat verplaatsen van de huidige gereguleerde platformen naar de OTF valt op voorhand moeilijk te beantwoorden. Evenals bij de introductie van de MTF met MiFID I, zal de introductie van de OTF voor de nodige extra concurrentie zorgen. Wanneer een OTF bepaalde handel tegen lagere kosten kan faciliteren dan de concurrentie kan het inderdaad zo zijn dat die handel zich vervolgens verplaatst. Aan de andere kant is het doel van de introductie van de OTF om handel die thans nog op ongereguleerde platformen plaatsvindt naar gereguleerde platformen te halen. Naast eventuele verschuiving zal er naar verwachting daarom ook nieuwe handel zijn.

De leden van de D66-fractie vragen naar de verschillen tussen de gereglementeerde markt en de OTF en wat de voor- en nadelen zijn van de OTF.

Het kenmerkende verschil tussen de gereglementeerde markt en de MTF enerzijds en de OTF anderzijds is dat op de OTF discretionaire orderafhandeling mogelijk is. Discretionaire orderafhandeling houdt in dat het platform discretie uit kan oefenen op de wijze waarop orders door het systeem worden afgehandeld. Zoals hierboven vermeldt is dit relevant voor bijvoorbeeld institutionele beleggers die niet willen dat grote orders in één keer worden doorgezet om te voorkomen dat andere partijen snel posities tegen die order innemen. Een ander verschil (in de Raadstekst) is dat enige vorm van handel voor eigen rekening door de exploitant van het platform mogelijk is bij de OTF. Dit is niet het geval bij de gereglementeerde markt en de MTF.

Een nadeel van de OTF is dat door de toevoeging van een additioneel gereguleerd handelsplatform marktfragmentatie (voor met name de handel in equities) toeneemt. Doordat de handel over meer platformen versnipperd wordt, heeft dit tot gevolg dat het voor marktpartijen lastiger te bepalen is wat nu “de” prijs is van een bepaald financieel instrument. Sommige lidstaten zien ook de extra concurrentie die van een nieuw handelsplatform uitgaat als nadeel. Deze lidstaten vrezen dat de handel die nu plaatsvindt op een gereglementeerde markt of MTF binnen hun grenzen zich verplaatst naar een OTF die zich niet noodzakelijkerwijs zal bevinden in de desbetreffende lidstaat.

Het belangrijkste voordeel van de OTF is gelegen in de doelstelling ervan: met de OTF wordt een platform geboden aan handel die thans buiten de gereguleerde platformen plaatsvindt om zodoende minder zichtbare en beperkt gereguleerde delen van de markt transparanter te maken. Door OTC-handel te verplaatsen naar gereguleerde platformen met de bijbehorende transparantievereisten verbetert het prijsvormingsproces. Zoals in antwoord op vragen van de SP-fractie is uitgelegd, kan de doelstelling niet behaald worden met de bestaande gereguleerde handelsplatformen.

Tenslotte vragen de leden van de D66-fractie naar de invloed van discretionaire orderafhandeling op de kwaliteit van het prijsvormingsproces en of de kwaliteit van dit proces verbeterd wordt indien de OTF slechts opengesteld wordt voor instrumenten die niet op een ander gereguleerd platform verhandeld worden.

Het onderscheidende kenmerk van de OTF ten opzichte van de bestaande gereguleerde handelsplatformen is discretionaire orderafhandeling. De reden om deze mogelijkheid op de OTF toe te staan is om bestaande niet-gereguleerde platformen binnen de reikwijdte van MiFID te brengen. In de huidige situatie wordt de handel op de bestaande, ongereguleerde platformen niet publiekelijk pre-trade transparant gemaakt, en kan daarmee niet worden meegenomen in het openbare prijsvormingsproces. Nu deze handel onder de reikwijdte van MiFID en daarmee de relevante transparantievereisten wordt gebracht, zal die handel in de nieuwe situatie wel een bijdrage leveren aan het prijsvormingsproces. Dat is een belangrijke verbetering ten opzichte van de huidige situatie. De mogelijkheid van discretionaire orderafhandeling doet daar niets aan af. Wanneer de handel op de OTF beperkt wordt tot instrumenten die niet op een gereglementeerde markt of een MTF verhandeld worden, zal dit het prijsvormingsproces niet ten goede komen: de liquiditeit van de instrumenten die op de OTF verhandeld worden, wordt door dat voorstel immers sterk beperkt.

4. Algoritme-handel en high frequency trading (“HFT”)

Uitkomst raadsonderhandelingen

Tijdens de raadsonderhandelingen was sprake van brede steun voor de voorstellen van de Commissie om de zogenoemde algoritme handel, daaronder begrepen “High Frequency Trading” (HFT), nader te reguleren. Enkele lidstaten waren voorstander van een strengere regulering en ontmoediging van met name HFT. Andere raadsdelegaties, waaronder Nederland, gaven aan het belang van een adequaat toezichtregime voor algoritme handel te onderkennen - dit in verband met de mogelijke risico’s van bepaalde handelsstrategieën - maar wezen ook op de voordelen (zoals verhoogde liquiditeit op de financiële markten) van algoritme-handel. Het bereikte raadscompromis bevat zowel voorschriften voor beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven als voor gereguleerde handelsplatformen waarop algoritme-handel plaatsvindt. Zo zullen dergelijke beleggingsondernemingen over effectieve risicomanagement systemen en interne beheersingsystemen moeten beschikken en in beginsel continu voor liquiditeit moeten zorgen, indien zij bepaalde market making-strategieën uitvoeren. Handelsplatformen moeten beschikken over effectieve risicomanagement systemen om de robuustheid van hun handelssystemen te waarborgen. Een vergelijkbare verplichting geldt voor partijen die betrokken zijn bij de uitvoering van orders of die de orderuitvoering faciliteren. Ook zullen handelsplatformen moeten voorzien in zogenaamde *circuit breakers*, waarmee de handel voor een korte periode kan worden stilgelegd in geval van extreme prijsvolatiliteit. Verder zijn ter regulering van algoritmehandel in de Raadstekst voorschriften opgenomen, die handelsplatformen in staat stellen maatregelen te treffen ten aanzien van de *order-to-trade ratio*, de *order-flow* en de (minimum) *tick sizes*. Nederland steunt

de hiervoor geschetste maatregelen met betrekking tot algoritme-handel en heeft derhalve ingestemd met het compromisvoorstel.

De leden van de VVD-fractie merken op dat aan HFT verschillende voordelen zijn verbonden en vragen of deze voordelen overeind blijven met de in MiFID voorgestelde maatregelen in het kader van HFT. Verder vragen deze leden in hoeverre de risico's en uitwassen met de voorgestelde maatregelen aangepakt worden.

Zoals de leden van de VVD-fractie terecht opmerken leidt HFT tot krappere spreads en efficiëntere markten. Algoritme-handel, waaronder begrepen HFT, brengt echter ook een aantal potentiële risico's met zich mee zoals het risico op overbelasting van de systemen van handelsplatformen. Verder kunnen fouten of storingen in computeralgoritmes of in de (beheersings)systemen van handelaren of handelsplatformen tot onordelijke handel leiden. Daarnaast bestaat het risico dat – ten gevolge van een fout in een computeralgoritme of van inadequate monitoring – computeralgoritmes overreageren op marktgebeurtenissen, hetgeen de volatiliteit kan vergroten en de liquiditeit tijdelijk sterk kan verminderen. Deze risico's kunnen een ineffectieve of zelfs irrationele prijsvorming tot gevolg hebben hetgeen kan leiden tot onevenredig grote schokken bij de prijsvorming (volatiliteit).
De maatregelen die in het kader van MiFIDII worden voorgesteld zijn bedoeld om deze risico's te adresseren. Zo zullen alle personen die HFT-technieken gebruiken een vergunning als beleggingsonderneming moeten hebben, waardoor zij aan alle eisen die MiFIDII aan dergelijke financiële ondernemingen stelt, moeten voldoen. Een andere maatregel is dat beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven over effectieve risicomanagement systemen en interne beheersing systemen moeten beschikken. Hiermee moet onordelijke handel en misbruik van systemen worden voorkomen. Verder wordt voorzien in de verplichting voor beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven en bepaalde market making strategieën uitvoeren om in beginsel continu voor liquiditeit te zorgen. Wat transparantie betreft zullen beleggingsondernemingen verplicht worden om de toezichthouder inzage te geven in hun handelsstrategieën en dienen door computeralgoritmes gegenereerde orders gemarkeerd te worden (algo-flagging). Deze algo-flagging zorgt ervoor dat toezichthouders en handelsplatformen meer inzicht krijgen in handelspatronen, waardoor zij beter in staat zullen zijn om gedrag te onderkennen dat de ordelijke werking van de markt verstoort of dreigt te verstoren.
Naast eisen voor beleggingsondernemingen voorziet MiFIDII in het kader van algoritme-handel ook in specifieke verplichtingen voor handelsplatformen. Zo zullen handelsplatformen moeten beschikken over effectieve risicomanagement systemen om de robuustheid van hun handelssystemen te waarborgen. Een vergelijkbare verplichting geldt voor partijen, die betrokken zijn bij de uitvoering van orders of die de orderuitvoering faciliteren. Verder dienen handelsplatformen, zoals hierboven aangegeven, te voorzien in *circuit breakers*, dienen zij *order-to-trade ratios* te kunnen beperken en (minimum) *tick sizes* te kunnen verruimen indien de situatie daar aanleiding toe geeft.

Zoals gezegd, zijn de maatregelen die in het kader van MiFIDII worden voorgesteld bedoeld om de eerder genoemde risico's te adresseren en bedoeld om een ordelijke handel te waarborgen. Ze zijn niet bedoeld om het gebruik van algoritme-handel of HFT-technieken te ontmoedigen of te beperken. Het kabinet is van

mening dat met de in de Raadstekst opgenomen maatregelen een goede balans is gevonden.

De leden van de VVD-fractie vragen tenslotte welke mogelijkheden er zijn in het kader van effectieve risicomanagementsystemen en interne beheersingssystemen en of deze voldoende adequaat zijn.

De eis die aan beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven wordt gesteld om over effectieve risicomanagementsystemen en interne beheersingssystemen te beschikken is een zogenaamde *principle-based* norm. Er wordt op het niveau van de richtlijn (level 1) niet in detail getreden over hoe dergelijke systemen er precies uit moeten zien. Het is aan de beleggingsonderneming zelf om hier, in overeenstemming met aard, schaal en complexiteit van haar activiteiten en de daaruit voorvloeiende risico's, zo goed mogelijk invulling aan te geven. Uiteraard zullen door ESMA via nadere regelgeving (level 2) meer gedetailleerde eisen worden gesteld aan de inrichting van de interne beheersing door beleggingsondernemingen. Overigens heeft ESMA voor het huidige MiFID-regime al zogeheten richtsnoeren voor de geautomatiseerde handel vastgesteld.[7] Op basis van deze ESMA-richtsnoeren worden reeds eisen gesteld aan de (interne) beheersingssystemen van handelaren die algoritme-handel bedrijven alsmede aan die van de handelsplatformen waarop dergelijke handelaren actief zijn. Op de naleving van de ESMA-guidelines wordt (in Nederland) toezicht gehouden door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). MiFIDII zal deze thans reeds geldende eisen verder versterken en verplichten.

De leden van de PvdA-fractie vragen naar het bestaan van een Europees single rulebook voor HFT-handel. Deze leden vragen zich af aan de hand van welke richtlijnen of standaarden toezicht moet worden gehouden in het kader van interne risicomanagementsystemen. Eenzelfde vraag wordt door deze leden gesteld in het kader van onder andere tick sizes en order-to-trade ratio's. Ook vragen de leden naar een appreciatie van het door hen geschetste race-naar-de-bodem-risico ten aanzien van HFT en naar de coördinerende rol van ESMA om dat risico te voorkomen.

Op dit moment kent MiFID geen aparte regels voor HFT. Er is derhalve thans geen sprake van een single rulebook, hoewel de hierboven genoemde richtsnoeren van ESMA al wel bijdragen aan convergentie op dit terrein. Het doel van de herziening van MiFID is juist tot dit single rulebook te komen, ook wat betreft regulering van handelaren die HFT-technieken toepassen. Ten eerste worden op level 1 regels gemaakt, die deels in een verordening zijn gegoten en ten tweede voorziet MiFIDII op tal van onderwerpen in een bevoegdheid voor ESMA om nadere regels uit te werken die de uniformiteit in het toezicht moeten waarborgen en een 'race-naar-de-bodem' moeten voorkomen. Dit geldt uiteraard ook voor de eisen die aan beleggings-ondernemingen (die algoritmehandel bedrijven) en aan handelsplatformen worden gesteld.

De leden van de PvdA-fractie vragen voorts naar het kabinetsstandpunt over de zogenaamde minimum resting time en hoe een dergelijke maatregel zich verhoudt met de andere maatregelen ten aanzien van HFT. Tenslotte vragen deze leden hoe

[7] http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2012_122_en.pdf

het kabinet zich tot dusver heeft opgesteld ten opzichte van een voorstel van het Europees Parlement op dit punt.

Het kabinet is geen voorstander van de introductie van een *minimum resting time*. Een dergelijke maatregel heeft negatieve effecten voor de efficiëntie van de markt; het heeft een negatief effect op de liquiditeit en daarmee op de kwaliteit van de prijsvorming. De maatregelen zoals genoemd in antwoord op eerdere vragen van de leden van de VVD-fractie ten aanzien van de risico's van HFT, zoals die inzake risicomanagement- en beheersingsystemen, *circuit breakers* en *algo-flagging*, zijn in de visie van het kabinet geschikter om de risico's die gepaard gaan met HFT en algoritme-handel te adresseren. Dergelijke maatregelen schaden de liquiditeit niet of in veel mindere mate dan een *minimum resting time*.
Tijdens de raadsonderhandelingen heeft de introductie van een minimum resting time vrijwel geen rol gespeeld. Er was bij de lidstaten nauwelijks steun voor een dergelijke maatregel te vinden. Het Europees Parlement is wel voorstander van een dergelijke maatregel. In het kader van de triloog zal deze maatregel uiteraard wel een rol spelen, waarbij de Raad naar verwachting zal aandringen op het niet opnemen van deze maatregel in MiFIDII.

De leden van de SP-fractie vragen of het kabinet van mening is dat circuit breakers bij handelsplatformen op zichzelf voldoende zijn om extreme prijsvolatiteit te voorkomen. Voorts vragen deze leden welke criteria aan circuit breakers worden gesteld, wie er toezicht op houdt en of het kabinet van mening is dat ESMA vereisten voor circuit breakers moet vaststellen.

Het instellen van *circuit breakers* is een nuttige maatregel om de risico's van HFT te adresseren, het is echter één van meerdere maatregelen die in de visie van het kabinet nodig zijn. De maatregel is op zichzelf derhalve onvoldoende om alle risico's van HFT te adresseren. Het kabinet steunt daarom in hoofdlijnen de andere maatregelen die in het kader van MiFIDII genomen worden ten aanzien van HFT, zoals hierboven beschreven in antwoord op vragen van de VVD-fractie.

In artikel 51 van MiFIDII wordt bepaald aan welke eisen handelsplatformen moeten voldoen. Nationale toezichthouders zullen daar toezicht op houden. Aan ESMA is echter de bevoegdheid gegeven om deze eisen, waaronder de eis om *circuit breakers* te hebben, nader uit te werken om zodoende uniformiteit in het toezicht te waarborgen. Dit is naar mening van het kabinet een goede zaak; het kabinet is het derhalve met de leden van de SP-fractie eens dat ESMA de vereisten van *circuit breakers* moet vaststellen.

5. Grondstoffenderivaten en positielimieten

Uitkomst raadsonderhandelingen

In overeenstemming met het door Nederland ingenomen standpunt, regelt de Raadstekst van MiFIDII dat positielimieten steeds deel moeten uitmaken van een systeem van positiemanagement van grondstoffenderivaten. Een dergelijk systeem mag dus niet (uitsluitend) uit zogenoemde "alternative arrangements" bestaan. De verschillende Raadsdelegaties waren verdeeld over de vraag wie ingevolge MiFID bevoegd moet zijn om positielimieten vast te stellen en toe te passen. Terwijl twee

grote lidstaten het voorstel van de Commissie steunden dat die bevoegdheid neerlegt bij de exploitanten van de gereguleerde handelsplatformen - waarop grondstoffenderivaten worden verhandeld - was de meerderheid van de raadsdelegaties van opvatting dat de nationale toezichthouders daartoe bevoegd zouden moeten zijn. Er was bij de raadsdelegaties geen steun om de hiervoor beschreven bevoegdheid neer te leggen bij ESMA. De Europese toezichthouder wordt wel opgedragen om de (technische) vereisten waaraan positielimieten moeten voldoen te ontwerpen en de toepassing van positielimieten in de verschillende lidstaten te coördineren. Verder is op aandringen van enige lidstaten,waaronder Nederland, het voorstel van de Commissie in die zin gewijzigd dat de mogelijkheid om vrijstelling te verlenen van de verplichting om positielimieten vast te stellen en toe te passen, is beperkt.

De leden van de VVD-fractie vragen wat de gevolgen zijn van de uitzondering op de toepassing van positielimieten en in hoeverre dit gevolgen heeft voor de ordelijke koersvorming en marktmisbruik voorkomt.

De Raadstekst kent één uitzondering op de verplichting om positielimieten toe te passen, de zogenoemde “bona fide hedging exemption” (artikel 59, eerste lid, MiFIDII). Op grond van die uitzondering zijn positielimieten niet van toepassing op posities die worden ingenomen door andere ondernemingen dan financiële ondernemingen (“non financial entities”) en indien het – kort samengevat - vast staat dat zij die posities innemen ter beperking van de risico’s die rechtstreeks voorvloeien uit hun commerciële of treasury activiteiten. Deze uitzondering ziet derhalve op niet-financiële ondernemingen die in het kader van hun reguliere bedrijfsvoering proberen de risico’s van prijsschommelingen van grondstoffen af te dekken (“hedgen”) en met dat doel grondstoffenderivatencontracten aangaan. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een luchtvaartmaatschappij die door middel van het aangaan van derivatencontracten probeert het risico van de stijging van de prijs van kerosine af te dekken. De achtergrond van deze uitzondering is dat bij dergelijke hedging-activiteiten, indien deze worden uitgevoerd door “non-financial entities” in het kader van hun reguliere (commerciële) bedrijfsvoering, misstanden als prijsmanipulatie of voorwetenschap niet of nauwelijks aan de orde zijn en het toepassen van positielimieten op dergelijke “bona fide hedging” posities een (onnodige) lastenverzwaring veroorzaakt, omdat de maatregel genoemde ondernemingen hindert in hun reguliere (commerciële) bedrijfsvoering. Voor de goede orde wordt nog opgemerkt dat een vergelijkbare uitzondering is opgenomen in de door het Europees Parlement vastgestelde MiFIDII-tekst en de op de Dodd-Frank Act gebaseerde regelgeving in de VS.[8]

De leden van de PvdA-fractie vragen hoe het toepassingsbereik van MiFIDII wordt bepaald door het concept financieel instrument en in het bijzonder de spot-FX transacties.

Valutamarkten zijn spotmarkten net als bijvoorbeeld de markten voor goud, graan en olie. Het doel van MiFID is om de handel in financiële instrumenten te reguleren. Producten die op de spotmarkten worden verhandeld vallen zelf niet onder het bereik van MiFID omdat dergelijke producten geen financiële instrumenten zijn. MiFID reguleert echter wel de handel in derivaten van die

[8] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1737 (July 21, 2010) (“Dodd-Frank Act”).

producten. Zo kwalificeert bijvoorbeeld een valutaderivaat als financieel instrument in de zin van MiFID. In het tekstvoorstel voor zowel MiFID II als de nieuwe Verordening betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (Verordening marktmisbruik) wordt meer aandacht gegeven aan de wisselwerking tussen spotmarkten en derivatenmarkten. Bij het toezicht op derivatenmarkten dienen ook de karakteristieken, handelspatronen en ontwikkelingen op spotmarkten in ogenschouw genomen te worden.

De leden van de fracties van de VVD, SP en D66 stellen allen vragen met betrekking tot de in de Raadstekst neergelegde bevoegdheid tot het vaststellen en toepassen van positielimieten door de nationale toezichthouders, de rol van ESMA daarbij en het risico dat in de verschillende lidstaten niet op gelijke wijze invulling wordt gegeven aan die bevoegdheid.

Op grond van de MiFIDII Raadstekst dienen de nationale toezichthouders positielimieten vast te stellen en toe te passen voor grondstoffenderivaten(contracten) die worden verhandeld op een gereguleerd handelsplatform (artikel 59, eerste lid). De Raad wijkt hiermee af van de voorstellen van de Europese Commissie (EC) en van het Europees Parlement (EP). Zowel de EC als het EP stellen voor om de bevoegdheid tot het vaststellen en toepassen van positielimieten neer te leggen bij de markt zelf, namelijk bij de exploitanten van de gereguleerde handelsplatformen waarop grondstoffenderivaten(contracten) worden verhandeld. De Raad heeft besloten om die bevoegdheid niet (langer) neer te leggen bij die exploitanten, maar bij de toezichthouders die - anders dan ESMA - rechtstreeks toezicht houden op de gereguleerde handelsplatformen waarop grondstoffenderivaten(contracten) worden verhandeld. Hiermee volgt de Raad de als gevolg van de Dodd-Frank Act gewijzigde situatie in de VS.

Geen van de drie hiervoor genoemde Europese instellingen stelt voor om de bevoegdheid tot het vaststellen en toepassen van positielimieten neer te leggen bij ESMA. Enerzijds omdat die maatregel het takenpakket van ESMA fors zal uitbreiden. Om deze bevoegdheid op adequate wijze te kunnen uitoefenen, zal de betrokken toezichthouder rechtstreeks - en zo mogelijk “real time” -toezicht moeten houden op de gereguleerde handelsplatformen waarop grondstoffenderivaten worden verhandeld. Zoals hiervoor reeds aangewezen houdt ESMA geen rechtstreeks toezicht op de in de verschillende jurisdicties van de EU gevestigde gereguleerde handelsplatformen. Anderzijds omdat het naar het oordeel van de Europese instellingen niet doelmatig is om die bevoegdheid neer te leggen bij één (Europese) toezichthouder. Zij nemen het standpunt in dat vanwege de complexiteit en de omvang van de taak onderhavige bevoegdheid neergelegd moet worden bij de markt zelf – dat wil zeggen de exploitanten van gereguleerde handelsplatformen - dan wel bij de toezichthouder die het dichts bij de markt zit. Dat sprake is van een complexe en omvangrijke taak blijkt alleen al uit een vergelijking met de Amerikaanse situatie. Op grond van het nieuwe MiFID-regime dienen positielimieten te worden vastgesteld voor *alle* grondstoffen-derivatencontracten die worden verhandeld op gereglementeerde markten (beurzen), multilaterale handelsfaciliteit (MTFs) en (de nieuwe) Organised Trading Facilities (OTFs) in de EU. Dit kan duizenden verschillende financiële instrumenten betreffen. Op grond van de zogenoemde “Position Limits Rule” van de CFTC zijn in de VS voor slechts 28 fysiek afgewikkelde standaard

grondstoffenderivatencontracten (“Core Referenced Futures Contracts”) positielimieten vastgesteld.[9] De uit artikel 59, eerste lid, van MiFIDII voortvloeiende opdracht om positielimieten vast te stellen en toe te passen is dus vele malen omvangrijker en complexer dan de vergelijkbare uit de “Position Limits Rule” voortvloeiende opdracht.

De Raad onderschrijft volledig het belang dat in de verschillende jurisdicties op gelijke en consistente wijze uitvoering wordt gegeven aan de in MiFIDII neergelegde voorschriften inzake de handel in grondstoffenderivaten(contracten) en de voorschriften met betrekking tot positielimieten in het bijzonder. ESMA heeft hierbij een cruciale rol. In de eerste plaats doordat ESMA de regels (“regulatory technical standards”) ontwerpt voor de criteria die nationale toezichthouders in acht moeten nemen bij de vaststelling van positielimieten en bij de berekening van de omvang van de positie die een persoon (in een bepaalde periode) in grondstoffenderivaten in mag nemen (artikel 59, zevende lid, MiFIDII). De vele elementen die ESMA bij het vaststellen van de hiervoor bedoelde regels in acht moet nemen, zijn eveneens uitgewerkt in MiFID. Verder bepaalt MiFIDII dat de nationale toezichthouders alle details van de door hen vastgestelde en toegepaste positielimieten aan ESMA dienen te rapporteren. ESMA publiceert vervolgens een samenvatting van die gegevens op zijn website (artikel 59, vijfde lid, MiFIDII). Bovendien wordt in MiFIR uitdrukkelijk geregeld dat ESMA dient te bewerkstelligen dat de nationale toezichthouders op een consistente wijze gebruik maken van de bevoegdheden waarover zij beschikken ten behoeve van het toezicht op de naleving van de regels inzake de handel in grondstoffenderivaten (artikel 34 MiFIR). Ook beschikt ESMA zelf over toezicht- en handhavingsbevoegdheden (“position management powers”) onder meer voor de situatie dat de nationale toezichthouders niet of onvoldoende ingrijpen indien er sprake is van gevaar voor de ordelijke werking van de grondstoffenmarkt (artikel 35, tweede lid, MiFIR). Uit het bovenstaande kan worden afgeleid dat MiFIDII en MiFIR de lidstaten geen ruimte laat om afwijkende regels met betrekking tot positielimieten vast te stellen en slechts zeer beperkt ruimte laten om in concrete gevallen de communautaire regels inzake positielimieten op afwijkende wijze toe te passen.

De leden van de VVD-fractie vragen of de Nederlandse toezichthouder toegerust is om positielimieten vast te stellen en toe te passen.

De uit MiFIDII voortvloeiende verplichting voor de (nationale) toezichthouder om positielimieten voor grondstoffenderivaten(contracten) vast te stellen en toe te passen, is een nieuwe bevoegdheid. De specifieke technische eisen aan positielimieten en positiemanagement zullen in Europees verband worden uitgewerkt door ESMA op level 2. De bevoegde Nederlandse toezichthouder, de Autoriteit Financiële Markten (AFM), zal zich voorbereiden om - na het van kracht worden van MiFIDII - deze nieuwe bevoegdheid op adequate wijze uit te oefenen in lijn met de in ESMA verband vast te stellen technische uitwerking van de regelgeving. Tevens zal zij in gesprek treden met de sector over gepaste invulling van dit deel van de nieuwe regels.

[9] Zie § 151.2. van de Position Limits for Futures en Swaps, 76 Fed.Reg. 71, 626 (November 18, 2011) (“Position Limits Rule”).

De leden van de SP-fractie vragen of de minister zich ervoor wil inspannen om OTC-grondstoffenderivaten ook duidelijk aan positielimieten te onderwerpen zoals het geval is in de VS voor swaps onder de Dodd-Frank Act.

Uit de MiFIDII Raadstekst, in het bijzonder artikel 59, blijkt niet uitdrukkelijk dat (bepaalde) posities in grondstoffenderivaten(contracten), die buiten een gereguleerd handelsplatform worden verhandeld, in aanmerking moeten worden genomen bij de berekening van de omvang van een positie in grondstoffenderivaten(contracten), die een persoon in een bepaalde periode inneemt. Naar het oordeel van de Nederlandse regering is het echter de intentie van MiFIDII dat – net als in de VS – OTC-posities in grondstoffenderivaten-(contracten), die “economically equivalent” zijn aan grondstoffenderivaten-(contracten) die worden verhandeld op een gereguleerd handelsplatform, worden meegenomen bij de berekening van de omvang van de positie.

6. Provisieverbod voor beleggingsondernemingen

Uitkomst raadsonderhandelingen

Tijdens de raadsonderhandelingen heerste sterke verdeeldheid over het onderwerp provisies. Zoals ik uw Kamer eerder heb bericht, was er niet voldoende steun voor een breed Europees provisieverbod voor beleggingsondernemingen. Als gevolg daarvan bevat de Raadstekst geen Europees provisieverbod, maar een verbod op het vasthouden (“retain”) van provisies bij (individueel) vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies. Laatstgenoemd verbod houdt in dat een beleggingsonderneming provisies mag ontvangen, maar dat deze moeten worden doorgegeven aan de klant. Mede vanwege de interventies van Nederland - daarbij gesteund door een andere (grote) lidstaat – bevat het compromisvoorstel van de Raad tevens een zogenoemde minimumharmonisatiebepaling. Deze bepaling zal Nederland voldoende ruimte bieden om nationaal een provisieverbod voor beleggingsondernemingen te introduceren en naar eigen inzicht vorm te geven. Nederland kan dan ook met deze bepaling instemmen.

De leden van de VVD-fractie en D66-fractie vragen waarom Nederland verdergaande maatregelen wil nemen dan de Europese richtlijn verplicht. In het bijzonder vragen de leden waarom een provisieverbod de voorkeur verdient boven transparantie en het bereikte compromis dat het vasthouden van provisies verbiedt.

De bestaande provisieregels en de daaruit voortvloeiende transparantie over provisies zijn niet afdoende om de prikkels die van provisies kunnen uitgaan adequaat te adresseren. Klanten zijn ondanks de verplichte transparantie over provisies in de praktijk onvoldoende in staat om effectief tegengewicht te bieden aan beleggingsondernemingen en in te schatten of en in hoeverre provisies de dienstverlening aan deze klant beïnvloeden. Een klant zet de informatie die hij of zij ontvangt over provisies vaak niet om in inzicht en actie richting de beleggingsonderneming. Daarnaast blijkt het in de praktijk lastig om vast te stellen of provisies afbreuk doen aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de klant.

In antwoord op de vraag waarom een verbod op het ontvangen en verstrekken van provisies de voorkeur verdient boven een verbod op het vasthouden van provisies, wordt opgemerkt dat deze keuze is gebaseerd op een aantal overwegingen. Allereerst draagt een verbod op het vasthouden van provisies niet bij aan het inzichtelijker maken van de kosten (en daarmee de vergelijkbaarheid) van het product of de dienstverlening voor de klant. Doordat (nog steeds) sprake is van een geldstroom tussen bijvoorbeeld de aanbieder van een financieel instrument en de beleggingsonderneming, blijft het voor de klant moeilijk om vast te stellen wat de uiteindelijke kosten zijn van het product en/of de dienstverlening. Bovendien kunnen provisies die worden doorbetaald aan de klant als 'korting' de indruk wekken dat een bepaald beleggingsproduct gunstiger is (omdat hierop meer provisie wordt terugontvangen), terwijl de klant zelf indirect voor deze 'korting' betaalt. Op die manier kan terugbetaling van provisies als een verkeerde prikkel voor de beleggingsbeslissing van de klant werken. Daarnaast hebben verscheidene marktpartijen aangegeven dat het doorbetalen van provisies een kostbare constructie is, mede omdat het complex is om per klant het correcte bedrag aan provisie te bepalen dat moet worden doorbetaald. Marktpartijen zullen administratieve systemen moeten opzetten die ervoor zorgen dat klanten tijdig het correcte bedrag aan provisies krijgen terug betaald. Tot slot is het voor de klant (en de toezichthouder) in de praktijk lastig om te controleren of de provisie in zijn geheel en tijdig wordt doorbetaald. Beleggingsondernemingen kunnen bijvoorbeeld 'administratiekosten' inhouden, waarvan onduidelijk is in hoeverre deze kostendekkend zijn of mogelijk alsnog een marge (en daarmee een ongewenste prikkel) genereren. Beleggingsondernemingen kunnen ook in de verleiding komen om provisies lang onder zich te houden ten behoeve van hun bedrijfsfinanciering, hetgeen ten koste gaat van de klant.

De leden van de VVD-fractie vragen wat een nationaal provisieverbod betekent voor het gelijke speelveld en de concurrentiepositie van beleggingsondernemingen in Nederland en welke gevolgen dit heeft voor de beleggingssector.

Omdat Nederland met een nationaal provisieverbod gebruik maakt van de ruimte die MiFID biedt (en MiFIDII naar verwachting zal bieden) om als lidstaat verdergaande maatregelen te treffen, zullen beleggingsondernemingen in Nederland aan strengere eisen moeten voldoen dan hetgeen geldt ingevolge MiFID of hetgeen (naar verwachting) zal gaan gelden ingevolge MiFIDII. Deze strengere regels zullen ook gelden voor Nederlandse bijkantoren van beleggings-ondernemingen uit andere lidstaten. In dit opzicht heeft een nationaal provisieverbod gevolgen voor het gelijke speelveld met andere beleggings-ondernemingen in de Europese Unie, die mogelijk niet aan deze strengere eisen hoeven te voldoen. Hierbij moet echter opgemerkt worden dat ook in MiFIDII de regels omtrent provisies naar verwachting aanzienlijk zullen worden aangescherpt. Zoals hiervoor aangegeven, bevat de compromistekst van de Raad een verbod op het vasthouden van provisies, terwijl de tekst van het EP een provisieverbod voor 'onafhankelijk' beleggingsadvies bevat met de mogelijkheid voor lidstaten om tevens een verbod op het vasthouden van provisies op te leggen voor de overige beleggingsdiensten. Hoewel de triloog over MiFIDII nog niet is afgerond, lijkt deze stand van zaken er op te duidden dat de uiteindelijke impact van een nationaal provisieverbod op het gelijke speelveld en de concurrentiepositie van Nederlandse beleggingsondernemingen beperkt zal zijn.

Desalniettemin is het denkbaar dat bepaalde instellingen als gevolg van de invoering van het provisieverbod ervoor kiezen om niet langer actief te zijn op de Nederlandse markt. Op dit moment is er echter geen indicatie dat een dergelijke 'vlucht' van beleggingsondernemingen naar het buitenland zal plaatsvinden. Dat een nationaal provisieverbod niet hoeft te leiden tot een dergelijke 'vlucht' naar het buitenland, wordt ook geïllustreerd door de ervaringen in het Verenigd Koninkrijk waar met ingang van 1 januari 2013 een provisieverbod voor (beleggings)adviseurs van kracht is geworden.

De leden van de fractie van de PvdA vragen of het kabinet het waarschijnlijk acht dat de mogelijkheid van minimumharmonisatie op het punt van het provisieverbod wordt gehandhaafd in de onderhandelingen tussen de Raad en het Europees Parlement.

Zowel de *general approach* van de Raad als de EP-tekst bevat een zogenaamde minimumharmonisatiebepaling. Het kabinet acht het derhalve waarschijnlijk dat deze bepaling behouden blijft tijdens de triloog.

De leden van de PVV-fractie vragen wat het gevolg is van de minimum-harmonisatiebepaling aangaande het provisieverbod en of dit betekent dat het Nederlandse provisieverbod in ongewijzigde vorm kan worden gehandhaafd. Ook vragen de leden van de PVV-fractie in hoeverre het huidige provisieverbod nationale koppen bevat.

Zoals hiervoor aangegeven, is het gevolg van de minimumharmonisatiebepaling in de compromistekst dat lidstaten additionele maatregelen mogen treffen met betrekking tot provisies. De huidige formulering van deze bepaling geeft Nederland voldoende ruimte om het provisieverbod voor beleggingsondernemingen dat naar verwachting per 1 januari 2014 in werking treedt, bij de implementatie van MiFIDII in ongewijzigde vorm te handhaven. In antwoord op de vraag of het provisieverbod een nationale kop bevat, wordt opgemerkt dat de invoering van het provisieverbod voor beleggingsondernemingen een nationale maatregel betreft die verder gaat dat hetgeen MiFID en (naar verwachting MiFIDII) voorschrijft. In dit opzicht kan het provisieverbod beschouwd worden als een 'nationale kop'.

7. Overige vragen

De leden van de PvdA-fractie vragen hoe en of de huidige compromistekst wijzigingen aanbrengt in de cliëntenclassificatie van MiFIDI, of de categorie eligible counterparty wordt verkleind en hoe het zit met de classificatie van lokale overheden of semi-publieke instellingen en van MKB-ondernemers.

De herziening van het MiFID-regime brengt slechts één wijziging aan in het systeem van de cliëntenclassificatie zoals opgenomen in bijlage II bij de huidige MiFID-richtlijn. De wijziging bewerkstelligt dat lidstaten - kort samengevat – nadere regels mogen vast stellen met het oog op de vaststelling van de expertise en kennis van "municipalities" en "local public authorities" die aangemerkt willen worden als professionele cliënten in de zin van MiFID. Onderhavige wijziging is voorgesteld door de Europese Commissie en ongewijzigd opgenomen in de Raadstekst. De classificatie van de categorie "in aanmerking komende tegenpartij"

("eligible counterparty"), die niet is opgenomen in genoemde bijlage, maar in het tweede, derde en vierde lid van artikel 30 van de MiFID Raadstekst, wordt niet aangescherpt. Ook de classificatie van ondernemingen onder MiFID wordt niet gewijzigd; hiervoor blijft de omvang van de onderneming bepalend. Indien een onderneming voldoet aan twee van de volgende (drie) voorwaarden, wordt zij aangemerkt als professionele belegger: (a) balanstotaal van €20 miljoen; (b) netto-omzet van €40 miljoen; (c) eigen vermogen van €2 miljoen. Voldoet een onderneming niet aan deze voorwaarden, dan kwalificeert zij automatisch als niet-professionele belegger. Overigens kunnen professionele beleggers de beleggingsonderneming zelf verzoeken om aangemerkt te worden als niet-professionele belegger (de zogenaamde *opt-out*).

De leden van de PVV-fractie vragen het kabinet om aan te geven welke problemen worden opgelost met de herschikking van MiFID en de MiFIR. Daarbij vragen de leden in het bijzonder naar de bescherming van beleggers.

De bestaande MiFID-richtlijn heeft gezorgd voor meer concurrentie tussen handelsplatformen, een grotere keuze voor beleggers tussen dienstverleners en beschikbare financiële instrumenten, lagere transactiekosten en Europese integratie. Deze vooruitgang werd mede in de hand gewerkt door technologische ontwikkelingen. Mede naar aanleiding van de crisis zijn er echter enkele tekortkomingen aan het licht gekomen. Ten eerste heeft de scherpere concurrentie tot nieuwe uitdagingen geleid. De voordelen van meer concurrentie zijn niet in dezelfde mate aan alle marktdeelnemers ten goede gekomen en zijn niet altijd doorgegeven aan de eindbeleggers, ongeacht of dit particuliere of institutionele beleggers betreft. De marktfragmentatie die inherent is aan concurrentie, heeft tevens de handelsomgeving complexer gemaakt, met name wat het verzamelen van handelsgegevens betreft. Ten tweede zijn diverse onderdelen van MiFID achtergebleven bij de technologische ontwikkelingen en marktontwikkelingen, zoals algoritmehandel en HFT. Ten derde heeft de financiële crisis tekortkomingen blootgelegd in de regulering van andere instrumenten dan aandelen, die voornamelijk tussen professionele beleggers worden verhandeld. Ten slotte onderstrepen de snelle innovatie en de groeiende complexiteit van financiële instrumenten het belang van een hoge mate van beleggersbescherming die gelijke tred houdt met de recentste ontwikkelingen.
De herziening van de MiFID maakt integraal deel uit van hervormingen die er niet alleen op zijn gericht om een veiliger, deugdelijker, transparanter en meer verantwoordelijk financieel stelsel tot stand te brengen dat ten dienste staat van de economie en de samenleving als geheel, maar ook om te zorgen voor een sterker geïntegreerde, efficiëntere en concurrerende financiële markt in de EU. Bovendien wordt met MiFIDII/MiFIR (verder) vorm gegeven aan de G20-afspraken om minder zichtbare en beperkt gereguleerde delen van de markt transparanter te maken en het toezicht daarop te versterken, met name ten aanzien van instrumenten die veelal onderhands (OTC) worden verhandeld. Ook wordt met MiFIDII/MiFIR beoogd om tot een beter toezicht op en een grotere transparantie van grondstoffenderivatenmarkten te komen, zodat deze markten hun rol inzake hedging en koersvorming naar behoren kunnen vervullen.

Ten aanzien van de bescherming van beleggers, wordt opgemerkt dat MiFID I reeds een belangrijke stap voorwaarts was voor de bescherming van zowel particuliere als professionele beleggers. Niettemin is duidelijk geworden dat

specifieke wijzigingen in het kader van de bescherming van de beleggers vereist zijn om op de veranderende praktijken in te spelen en het beleggersvertrouwen te ondersteunen. Met MiFIDII/MiFIR worden met name de regels voor beleggingsadvies en (individueel) vermogensbeheer aangescherpt en wordt de mogelijkheid voor beleggingsondernemingen om provisies van derden te ontvangen beperkt. Hierbij zijn de voornaamste doelstellingen om belangenverstrengelingen te voorkomen en bij te dragen aan een betere informatieverstrekking aan de cliënt over de verrichte diensten en de uitgevoerde orders. Verder wordt een kader voor koppelverkoop ingevoerd om ervoor te zorgen dat beleggers naar behoren worden geïnformeerd en tevens te voorkomen dat zij nadelige gevolgen van dergelijke praktijken ondervinden. Tot slot scherpt het voorstel de vereisten aan met betrekking tot de wijze waarop beleggings-ondernemingen en hun tussenpersonen omgaan met fondsen of instrumenten die aan cliënten toebehoren.

De leden van de PVV-fractie vragen verder naar de subsidiariteit van MiFIDII.

Met de herziening van MiFID en de nieuwe verordening MiFIR wordt beoogd het regelgevingskader zodanig te actualiseren en aan te passen dat rekening wordt gehouden met de ontwikkelingen die sinds de tenuitvoerlegging van MiFID op de financiële markten hebben plaatsgevonden. Gezien het grensoverschrijdende karakter van de financiële markten wordt ernaar gestreefd dat de voorwaarden waaronder beleggingsondernemingen en handelsplatformen kunnen concurreren, of het nu de regels inzake transparantie voor of na de handel, de bescherming van de belegger of de risicobeoordeling en de risicobeheersing door marktdeelnemers betreft, over alle grenzen heen gelijk zijn. Deze regels vormen momenteel de kern van de MiFID. Vanwege deze integratie zou geïsoleerd nationaal ingrijpen veel minder efficiënt zijn en tot fragmentatie van de markten leiden, hetgeen zou resulteren in toezicht- en regelgevingsarbitrage en verstoring van de concurrentie. Zo zouden verschillende niveaus van markttransparantie of beleggersbescherming in de lidstaten tot marktfragmentatie, minder liquide en efficiëntie markten en schadelijke toezicht- en regelgevingarbitrage kunnen leiden. Overigens vallen de meeste kwesties die door de herziening worden bestreken reeds binnen het huidige wettelijke kader van de MiFID. Vanwege de bovenstaande redenen heeft het kabinet in het BNC-fiche van fiche van 29 november 2011 positief geoordeeld over de subsidiariteit van de voorstellen voor MiFIDII/MiFIR.[10]

Tot slot vragen de leden van de PVV-fractie naar de kosten die voortvloeien uit de implementatie van MiFIDII.

De herschikking van MiFID en de nieuwe verordening MiFIR zullen naar verwachting leiden tot (extra) administratieve lasten die samenhangen met de nieuwe transparantieregels, uitgebreide rapportageverplichtingen, verplichtingen omtrent het opslaan, bewaren, ontsluiten en consolideren van handelsdata, en aangescherpte informatieverplichtingen gericht op het verhogen van beleggersbescherming. De voorstellen bevatten daarnaast ook bepalingen die er op zijn gericht om de administratieve lasten te verminderen en doublure van verplichtingen te voorkomen, met name door eisen te harmoniseren en bepaalde taken op Europees niveau te beleggen. De Europese Commissie begroot de totale administratieve lasten vooralsnog op een jaarlijks bedrag tussen de €90,5 miljoen

[10] Kamerstukken II 2011/12, 22 112, nr. 1269, blz. 14-21.

en €190,4 miljoen en een eenmalig bedrag tussen de €254,8 miljoen en €402,3 miljoen. De totale jaarlijkse regeldruk (bestaande uit administratieve lasten, toezichtlasten en nalevingskosten) in de EU als geheel, wordt door de Europese Commissie geschat tussen €312 miljoen en €586 miljoen en een eenmalig bedrag tussen de €512 miljoen en €732 miljoen. De schattingen van de eenmalige een doorlopende kosten bedragen respectievelijk 0,10% tot 0,15% en 0,06% tot 0,12% van de totale operationele uitgaven van het Europese bankwezen. Omdat de onderhandelingen over de voorstellen nog niet zijn afgerond, is nu nog niet te overzien wat de specifieke gevolgen voor Nederlandse ondernemingen zullen zijn. Uiteraard zullen in het wetsvoorstel tot implementatie van de herschikte MiFID de gevolgen voor de regeldruk voor Nederlandse ondernemingen in kaart worden gebracht.