Nieuwe regels voor marktstructuur als gevolg van MiFID II

Mr J. Dinant[1]

1 Inleiding

In de zomer van 2014 is een nieuwe Europese richtlijn gepubliceerd die MiFID I in belangrijke mate herziet (MiFID II).[2] Deze nieuwe richtlijn zal worden geïmplementeerd in Nederlandse wetgeving waarna de nieuwe regels naar verwachting vanaf 3 januari 2017 moeten worden nageleefd. Tegelijk met MiFID II zal MiFIR in werking treden, een verordening die rechtstreeks in alle lidstaten van toepassing is.[3] MiFID II en MiFIR hebben belangrijke gevolgen voor de financiële regelgeving in Nederland en voor marktpartijen in Nederland. Hoewel de inwerkingtreding van deze nieuwe regels wellicht nog ver weg lijkt, is het voor de praktijk zinvol om nu al te weten welke veranderingen op Europees niveau zijn overeengekomen en dan met name op het gebied van marktstructuur.

MiFID II breidt de reikwijdte van MiFID I niet alleen uit, ook zal op onderdelen meer gedetailleerde regelgeving plaatsvinden. In dit artikel wil ik op hoofdlijnen enkele wijzigingen bespreken die betrekking hebben op de marktstructuur. Het betreft onder meer de introductie van een nieuw type handelsplatform, een uitbreiding van transparantieverplichtingen, de verplichte verhandeling van derivaten op een handelsplatform en een uitbreiding van de vergunningplicht voor bepaalde marktpartijen.

1 Mr. J. (Jelle) Dinant is werkzaam als senior jurist op de afdeling Juridische Zaken van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Deze bijdrage is per 31 augustus 2014 afgesloten. Ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving die na deze datum hebben plaatsgevonden, zijn niet in deze bijdrage meegenomen. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

2 Richtlijn 2014/65/EU van het Europees parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, PB L 173/349 van 12.6.2014.

3 Verordening (EU) Nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, PB L 173/84 van 12.6. 2014.

2 Achtergrond

De aanleiding voor MiFID II

Nadat MiFID I in 2007 was geïmplementeerd in Nederlandse wetgeving heeft zich een aantal belangrijke ontwikkelingen voorgedaan die ik nader toelicht.

We zien dat de marktstructuur ingrijpend is gewijzigd sinds MiFID I.[4] Het monopolie van de traditionele beurzen is sindsdien doorbroken en het aantal handelsplatformen is toegenomen. Dit betekent dat een marktpartij kan kiezen op welke handelsplatform hij een order inlegt. Als gevolg van de concurrentie tussen handelsplatformen zijn de transactiekosten gedaald. De transactiekosten op een Multilateral Trading Facility (MTF) zijn veelal lager dan op een gereglementeerde markt.

Door fragmentatie van de handel is de informatie over koersvorming en liquiditeit van een financieel instrument versnipperd over de diverse handelsplatformen. Om een goed beeld van deze informatie te krijgen, dient deze weer bij elkaar te worden gebracht. In de periode voorafgaand aan MiFID I bestond dit probleem niet aangezien die prijsvorming plaats vond op één centrale marktplaats. MiFID I is op dit punt van consolidatie van handelsdata tekortgeschoten.[5]

Een ander aspect betreft de handel in financiële instrumenten waarvoor beperkte transparantieregels gelden. Dit is niet alleen te wijten aan de groei van de over the counter-handel (OTC-handel), maar ook aan het feit dat in de praktijk veel gebruik wordt gemaakt van de ontheffingsmogelijkheden die MiFID I biedt ten aanzien van de pre- en post-trade transparantieverplichtingen.[6] Als gevolg hiervan is er minder transparantie over de prijzen waartegen transacties tot stand komen. De vraag is of dit strookt met het doel van MiFID I om meer efficiënte financiële markten te creëren waarbij beleggers in voldoende mate worden beschermd. In een omgeving met meerdere, concurrerende handelsplatformen zijn namelijk best execution en post-trade transparantie essentieel voor de bescherming van de belegger.

4 Richtlijn 2004/39/EG, van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EG en 93/6/EEG van de Raad en de Richtlijn 2000/12/EG van het Europees parlement en de Raad houdende de intrekking van Richtlijn 3/22/EEG van de Raad, PB L 145 van 30.4.2004.

5 Zie ook J. Dinant, 'Ontwikkelingen op het gebied van handelsplatformen, de consequenties van MiFID nader bezien', *Lustrumbundel 2012 Vereniging voor Effectenrecht*, Kluwer Deventer 2012, p. 365-375.

6 Pre-trade transparantieverplichting: verplichting om vraag en aanbod in orderboek kenbaar te maken. Post-trade transparantieverplichting: verplichting om prijs en volume van uitgevoerde transacties kenbaar te maken.

De veranderingen in het landschap voor orderuitvoering zijn niet uitsluitend toe te schrijven aan MiFID I. Ook de technologische ontwikkelingen dragen bij aan de concurrentie tussen handelsplatformen. Om de hiervoor beschreven versnippering van orders efficiënt te laten verlopen, is een belegger die gebruik maakt van grote orders genoodzaakt zijn toevlucht te zoeken tot algoritmehandel (algotrading).[7] Hierbij worden op computergestuurde wijze handelsplatformen 'afgestruind' om de uitvoering van een order tegen de meest gunstige voorwaarden te laten plaatsvinden. Tegenover dit gebruik van algoritmes door institutionele beleggers of hun brokers staat het gebruik van algoritmes door 'high frequency traders', die met grote snelheid en hoge frequentie proberen te profiteren van minimale koersverschillen en daardoor minder geavanceerde spelers te snel af te zijn. Dit dwingt andere partijen om zelf ook gebruik te gaan maken van geavanceerdere algoritmes en om grotere IT-investeringen te doen.

Naast deze ontwikkelingen zijn de financiële markten in 2008 geconfronteerd met een financiële crisis. Deze crisis, met daarin onder meer de val van Lehman Brothers in 2008, was voor de G-20 landen in 2009 aanleiding om afspraken te maken die ook de financiële markten raken. Als voorbeeld zijn te noemen de verplichte handel in derivaten op een handelsplatform, de verplichte clearing van bepaalde OTC-derivaten en de verplichting tot het rapporteren van derivatentransacties. Ook op het gebied van de handel in grondstofderivaten geeft MiFID II invulling aan afspraken die in de G-20 gemaakt zijn.[8]

Bovengenoemde ontwikkelingen zijn voor de Europese Unie, teneinde de ordelijke werking van de financiële markten en de bescherming van beleggers te versterken, reden geweest MiFID I te herzien en MIFIR te introduceren. MiFID II en MiFIR kunnen daarbij niet los worden gezien van andere wetgevingsinitiatieven zoals de EMIR Verordening, REMIT Verordening, Richtlijn Marktmisbruik en Marktmisbruik Verordening.[9]

7 Algotrading is handel waarbij een computerlogaritme automatisch bepaalde aspecten van orders vaststelt met weinig of geen menselijke tussenkomst, zie artikel 4 lid 1 (39) MiFID II.

8 Zie ook M.E.J. Bracco Gartner, J. Dinant, P.B. Teeboom en A.J. Wolters, 'Nieuwe regels voor financiële markten', *Tijdschrift voor Financieel Recht*, nr. 5 mei 2012, p. 132-133.

9 Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, PB 201/1 van 27.7.2012 (EMIR Verordening), Regulation (EU) no 1227/2011 of the European Parliament and of the Council of 25 October 2011 on wholesale energy market integrity and transparency, PB L 326/1 van 8.12.2011 (REMIT Verordening), Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse, PB L 173/179 van 12.6.2014, (Richtlijn Marktmisbruik), Regulation (EU) No 596/2014 of the European parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, PB L 173/1 van 12.6.2014 (Marktmisbruik Verordening).

Waar staan we in het proces?

MiFID II is op 12 juni 2014 gepubliceerd en zal uiterlijk 3 juli 2016 geïmplementeerd moeten zijn in Nederlandse wet- en regelgeving, zodat de nieuwe regels naar verwachting begin 2017 in werking treden. In de tekst van MiFID II staat aangegeven welke onderdelen door de European Securities Market Authority (ESMA) nader uitgewerkt moeten worden. ESMA heeft reeds voorstellen voor de nadere invulling van MiFID II ter consultatie aan de markt voorgelegd. Marktpartijen konden tot 1 augustus 2014 reageren op deze voorstellen.[10] De komende maanden zal ESMA deze reactie bestuderen en een technisch advies aan de Europese Commissie voorbereiden. Zij heeft hiervoor een mandaat gekregen van de Europese Commissie. ESMA dient dit advies uiterlijk 3 januari 2015 aan de Europese Commissie uit te brengen. Daarnaast dient ESMA uiterlijk 3 januari 2016 technische standaarden te hebben opgesteld.

3 Organised Trading Facility (OTF)

Het doel van een OTF

Onder MiFID I bestaat reeds de gereglementeerde markt, de MTF en een beleggingsonderneming met systematische internalisatie (SI) als verschillende soorten van handelsplatformen. In de praktijk blijkt dat veel transacties werden gesloten buiten deze beurzen om.[11] Dit gebeurt veelal op alternatieve handelsplatformen. Dit zijn georganiseerde handelsplatformen die thans niet zijn gereguleerd. Hierdoor is er nauwelijks transparantie over de transacties die op dergelijke alternatieve handelsplatforms worden verricht en ontbreekt controle of de order in het belang van de klant is uitgevoerd.

MiFID II introduceert daarom een nieuwe categorie handelsplatform, de OTF.[12] Met de OTF wordt beoogd dat elk handelssysteem in financiële instrumenten onder een bepaalde mate van toezicht komt te vallen.[13] Daarnaast beoogt de Europese Unie onder meer om de verhandeling van gestandaardiseerde derivatencontracten, die op de hiervoor genoemde alternatieve handelsplatforms worden verhandeld, onder de definitie van OTF te brengen. Daarmee wordt voldaan aan de G20 verplichting om gestandaardiseerde OTC-derivaten op een elektronisch platform te verhandelen.

10 ESMA MiFID II / MiFIR Consultation paper, 22 mei 2014, ESMA/2014/549 en ESMA MiFID II / MiFIR Discussion paper, 22 mei 2014, ESMA/2014,548, <www.esma.europa.eu/consultations/overview/10>.

11 Een voorbeeld hiervan is broker crossing network. Dit zijn geautomatiseerde systemen die beleggingsondernemingen de laatste jaren hebben ontwikkeld om orders van cliënten waar mogelijk intern te matchen. Deze systemen maken gebruik van algoritmes om grote orders te splitsen in kleinere orders voordat deze worden gematched. Voor verder beschrijving zie ook F.F. Nagelkerke, 'Wat gaat MiFID II veranderen aan de marktinfrastructuur?', *Tijdschrift voor Financieel Recht*, nr. 5 mei 2014, p. 166.

12 Artikel 4 lid 1 (23) MiFID II.

13 Overweging (6) MiFIR.

De OTF is bedoeld om een level playing field tussen de diverse plaatsen voor uitvoering van orders te realiseren. Zo zal een aantal eisen dat nu van toepassing is op de handel op een gereglementeerde markt of een MTF ook gaan gelden voor de handel op een OTF. Hierbij valt te denken aan onder andere regels op het gebied van billijke en ordelijke handel, uitvoering van orders, pre- en post-trade transparantie, toelating van financiële instrumenten en toelating van leden tot die platformen. Op een OTF kunnen geen transacties in aandelen worden verricht.[14]

Belangrijkste kenmerken van een OTF

De definitie van OTF is met opzet breed, zodat zij zo veel mogelijk (toekomstige) vormen van georganiseerde uitvoering van transacties kan omvatten. De OTF is een multilateraal handelsplatform waarbinnen koop- en verkoopintenties van partijen met betrekking tot obligaties, derivaten of gestructureerde producten, worden samengebracht waardoor een overeenkomst ontstaat.

De exploitant van een OTF dient te beschikken over een vergunning en dient daarbij te voldoen aan de eisen die worden gesteld aan een beleggingsonderneming. Dit betekent onder meer dat de exploitant dient te voldoen aan bepaalde regels zoals het verstrekken van informatie, de best-executionverplichting en regels met betrekking tot orderuitvoering aan cliënten.

Bovenstaande verplichtingen houden verband met de discretionaire bevoegdheid die een exploitant van een OTF heeft met betrekking tot het uitvoeren van transacties. Deze exploitant kan namelijk zelf beslissen of hij een order plaatst in het OTF-systeem, dan wel een order uit dit systeem haalt.[15]

Een exploitant van een OTF mag niet voor eigen rekening cliëntentransacties uitvoeren.[16] Echter op deze regel zijn twee uitzonderingen gemaakt. Een exploitant van een OTF mag onder voorwaarden voor eigen rekening transacties verrichten 1) als het gaat om transacties in overheidsobligaties waar geen liquide markt voor is en 2) in het geval van 'matched principle trading'.[17]

14 Overweging (8) MiFIR.

15 Artikel 20 MiFID II en overweging (9) MiFIR.

16 Artikel 20 lid 1 MiFID II.

17 Onder matched principle trading wordt verstaan het uitvoeren van een transactie waarbij de bemiddelaar tussen koper en verkoper in staat en de bemiddelaar geen marktrisico loopt tijdens de uitvoering van de transactie. Beide kanten van de transactie dienen gelijktijdig te worden uitgevoerd. Tevens moet de transactie tegen een prijs plaatsvinden waarbij de bemiddelaar geen winst of verlies maakt, anders dan een van te voren meegedeelde comissie. Artikel 20 lid 3 en artikel 4 lid 1 (38) MiFID II.

Het onderscheid met andere handelsplatformen

Kenmerkend verschil tussen een OTF enerzijds en een MTF of gereglementeerde markt anderzijds is dat laatstgenoemden op een niet-discretionaire wijze orders uitvoeren, terwijl de exploitant van OTF wel die discretie heeft. Dit is de voornaamste reden dat op de exploitant van een OTF de zorgplicht en best-executionverplichting van toepassing zijn.[18] Deze verplichtingen gelden niet voor een MTF of gereglementeerde markt ten opzichte van haar members. Een ander verschil is dat transacties die op een OTF worden uitgevoerd geen betrekking hebben op aandelen; dit in tegenstelling tot transacties die kunnen worden uitgevoerd op een gereglementeerde markt of een MTF. Omdat een OTF kwalificeert als een handelsplatform dient de exploitant neutraal te zijn. Orders mogen daarom in beginsel niet voor eigen rekening van de exploitant van een OTF worden uitgevoerd. Indien een beleggingsonderneming (op een systematische wijze) orders van haar cliënten voor eigen rekening wil uitvoeren, dan kan dat uitsluitend via SI.[19] Zoals hiervoor toegelicht mag een OTF in een aantal uitzonderlijke situaties wel transacties voor eigen rekening uitvoeren.

4 Transparantieverplichtingen

MiFID I beoogt niet dat er volledige transparantie is bij elk type van orderuitvoering. Er bestaan namelijk ook vormen van orderuitvoering waarbij sprake is van minder of geen transparantie. Dit onderdeel van de handel wordt ook wel aangeduid als 'dark pool'. Handel met gebruikmaking van dark pools kan op verschillende manieren plaatsvinden. Zo biedt MiFID I voor exploitanten van een gereglementeerde markt en voor MTF's de mogelijkheid van ontheffingen van de pre- en post-trade transparantieverplichtingen. Ook de handel buiten de beurs om kan als een dark pool worden aangemerkt.

De praktijk heeft geleerd dat het gebruik van ontheffingen (waivers) van pre- en post-trade transparantieverplichtingen en het inleggen van orders in een dark pool niet bijdraagt aan de beoogde transparantie. MiFIR introduceert een aantal maatregelen om de transparantie van de handel in financiële instrumenten te versterken. Zo heeft MiFIR de verplichtingen met betrekking tot pre- en post-trade transparantie van transacties in financiële instrumenten uitgebreid.[20] De details van de pre- en post-trade transparantieverplichtingen moeten worden uitgewerkt door ESMA.

In MiFID I zijn de transparantiebepalingen beperkt tot aandelen, maar MiFIR breidt dit uit tot 'equity-like' instruments zoals Exchange Traded Funds (ETF's), depositary receipts en

18 Overweging (9) MiFIR.
19 Artikel 14 e.v. MiFIR.
20 Artikel 3 tot en met 13 MiFIR.

andere certificaten. Ook introduceert MiFIR pre- en post-trade transparantieverplichtingen voor obligaties, gestructureerde financiële producten, emissierechten en derivaten. Verder beperkt MiFIR het gebruik van ontheffingen van pre-trade transparantieverplichtingen voor transacties in aandelen.

Wat betreft de post-trade informatie moet de verbetering van de kwaliteit en consolidatie van deze informatie ten goede komen aan de mogelijkheid voor beleggers om te beoordelen of de uitvoering van hun order ook daadwerkelijk voldoet aan de best-executionregel. Voor de nakoming van post-trade transparantie- en rapportageverplichtingen voorziet MiFID II onder meer in het invoeren van Approved Publication Arrangements (APA's), Consolidated Tape Providers (CTPs) en Approved Reporting Mechanisms (ARMs). Deze data reporting services worden onderworpen aan een vergunningplicht. De nationale toezichthouders zijn verantwoordelijk voor de vergunningverlening.

Met de introductie van de Consolidated Tape Provider wordt tegemoet gekomen aan het bezwaar van MiFID I dat door de fragmentatie van de handel de informatie over gedane transacties versnipperd is over de diverse handelsplatformen.[21] Om te weten wat de referentieprijs is van een genoteerd financieel instrument, is het nodig dat deze informatie weer bij elkaar wordt gebracht. Dit kan kleinere partijen helpen die zelf geen goed beeld hebben van de markt.

Op het gebied van post-trade transparantieverplichting wordt de rapportage aan de toezichthouder uitgebreid van instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt naar instrumenten die verhandeld worden op een handelsplatform (gereglementeerde markt, MTF of OTF). Tevens moet bij de rapportage meer informatie worden verstrekt dan nu het geval is.

Met betrekking tot pre-trade transparency waivers is het van belang dat toezichthouders deze zo min mogelijk inzetten om op die manier de transparantie van de markt zoveel mogelijk te waarborgen. De koop- en verkoopintenties van marktpartijen dienen zo veel mogelijk zichtbaar te zijn voor andere marktpartijen. De gedachte hierachter is dat als gevolg van toenemende transparantie de kwaliteit van een prijs beter wordt en de volatiliteit van de prijzen afneemt. Door de reikwijdte van deze waivers in te perken, zullen meer aandelenorders onder de verplichting tot pre-trade transparantie vallen. Hierdoor zullen dus minder orders in aanmerking komen om verhandeld te worden met

21 Een Consolidated Tape Provider voorziet in het verzamelen van post-trade informatie (zoals prijs, volume en tijdstip van transactie), het consolideren daarvan in een continue electronische datastroom en het publiek maken van deze informatie, zie artikel 59 e.v. MiFID II.

gebruikmaking van een dark pool. Tegelijkertijd kunnen deze waivers voor grote institutionele beleggers een noodzakelijke faciliteit zijn om de prijsimpact van grote orders te mitigeren.

5 Verplichte verhandeling op een handelsplatform

De wens van de G-20 om de OTC-handel terug te dringen heeft ertoe geleid dat MiFID II de verplichting introduceert dat orders in gestandaardiseerde derivatencontracten op een handelsplatform worden uitgevoerd.[22] Dit betreft de volgende handelsplatformen: een gereglementeerde markt, een MTF, een OTF of een platform dat is gevestigd in een niet-EU lidstaat, maar waarvan het toezicht op dat platform wordt beschouwd als gelijkwaardig aan het toezicht op een van voornoemde platforms. Deze verplichting kan niet los worden gezien van een aantal verplichtingen genoemd in EMIR, zoals de verplichte clearing van bepaalde OTC-derivaten en de verplichte rapportage van derivatentransacties. ESMA zal technische standaarden ontwikkelen waarbij onder meer wordt bepaald welke OTC-derivatentransacties onder deze verplichting zullen vallen.

Overigens geldt ook voor aandelen die zijn toegelaten tot een handelsplatform dat transacties in deze aandelen worden uitgevoerd op een gereglementeerde markt, een MTF, of een platform dat is gevestigd in een niet-EU lidstaat, maar waarvan het toezicht wordt beschouwd als gelijkwaardig. Zoals eerder genoemd valt een OTF hier dus buiten.[23] Deze verplichting geldt niet voor transacties in aandelen die onregelmatig en niet frequent plaatsvinden. Ook hier zal ESMA technische standaarden uitwerken met daarin opgenomen criteria wanneer van deze verplichting sprake is.

6 Uitbreiding vergunningplicht

MiFID II breidt de vergunningplicht uit naar meer partijen. Dit kan aanzienlijke gevolgen hebben voor partijen die nog geen beleggingsonderneming zijn. Op deze partijen zullen onder meer de kapitaaleisen van de Verordening kapitaalvereisten (EU) 575/2013 (CRR) van toepassing worden. MiFID II introduceert een vergunningplicht voor onder meer handelaren voor eigen rekening, voor leden van een gereglementeerde markt of MTF, voor HFT-partijen, voor gebruikers van directe elektronische markttoegang (direct electronic access)[24], en voor data service providers.

22 Artikel 28 MiFIR.
23 Artikel 23 MiFIR.
24 Artikel 2 lid 1 (d) MiFID II.

High Frequency Trading (HFT)

De handel in financiële instrumenten is in toenemende mate gebaseerd op algotrading. De bekendste vorm is HFT waarbij de handel is gebaseerd op minimale koers- en tijdverschillen.[25] De snelheid van uitvoering onder andere als gevolg van co-location, is een steeds belangrijker aspect van concurrentie geworden. Fysieke nabijheid van de computer van het handelsplatform (trade engine) en toegang tot de beste IT-systemen zijn essentieel om op internationaal niveau te kunnen concurreren. Dit heeft weliswaar geleid tot een snellere uitvoering van orders, maar eveneens tot meer operationele risico's.

MiFID II beoogt die risico's aan te pakken door regulering van onder andere interne beheersing en bedrijfsvoering van marktpartijen en door maatregelen op het gebied van marktmicrostructuur. Microstructuur ziet op het geheel van handelsmaatregelen en handelsmechanismen die invloed hebben op de aard van de prijsvorming en op het gedrag van marktspelers.[26]

Beleggingsondernemingen die gebruik maken van algotrading dienen over passende systemen en controles te beschikken waardoor verstoringen van de markt voorkomen kunnen worden.[27] Beleggingsondernemingen die gebruik maken van algotrading en tegelijkertijd een market making strategie toepassen, dienen voortaan continu actief te zijn op de markt en daarbij doorlopend liquiditeit te verschaffen, tenzij sprake is van uitzonderlijke omstandigheden.

Ook exploitanten van handelsplatformen dienen hun bedrijfsvoering aan te passen. MiFID II introduceert vrij gedetailleerde regelgeving op dit gebied en betreft onder meer voorschriften op het gebied van 'order-to-trade ratio's', tariefstructuren, 'ticket size' en 'circuitbreakers'.[28]

25 Artikel 4 lid 1 (40) MiFID II.

26 Artikelen 47, 48 en 49 MiFID II.

27 Sinds 2012 zijn reeds ESMA-richtsnoeren van kracht voor beleggingsondernemingen met als doel de interne risicobeheersing met betrekking tot algotrading te verbeteren.

28 *Order-to-trade ratio:* dit is het aantal orders gedeeld door het aantal daadwerkelijke transacties. ESMA dient te bepalen wat een gepaste ratio is en hoe deze wordt berekend. Doel van deze ratio is het voorkomen van overbelasting van het handelssysteem en het tegengaan van marktmanipulatie.
Ticket size: dit is de kleinste in geld uitgedrukte eenheid waarmee de prijs van een financieel instrument kan verschillen.
Circuitbreakers: in situaties van extreme volatiliteit moet een handelsplatform tijdelijk de handel kunnen stilleggen. Dit kan door middel van circuitbreakers die ervoor zorgen dat de handel wordt stilgelegd als de volatiliteit een bepaalde drempel overschrijdt. Op deze manier wordt ervoor gezorgd dat sterke prijsstijgingen of -dalingen ordelijk verlopen.

Handelaren voor eigen rekening

Handelsplatformen krijgen de mogelijkheid om aan bepaalde partijen rechtstreekse elektronische toegang te verlenen tot het handelssysteem. Een lid van het handelsplatform mag deze toegang alleen verlenen aan beleggingsondernemingen of banken. Dit gebeurt door het ter beschikking stellen van de 'trading code' van het lid van het handelsplatform. Het handelsplatform dient daartoe bepaalde organisatorische waarborgen in te bouwen, zodat zij te allen tijde kan ingrijpen als niet aan de eisen van rechtstreekse elektronische toegang wordt voldaan.

Handelaren voor eigen rekening zijn op dit moment nog uitgezonderd van een vergunningplicht. Echter onder MiFID II zullen handelaren voor eigen rekening die gebruik maken van rechtstreekse elektronische toegang, dienen te beschikken over een vergunning.[29]

Handelaren in grondstofderivaten

Handelaren in grondstofderivaten zijn momenteel uitgezonderd van MiFID I. Grondstofderivaten die worden verhandeld op een handelsplatform (gereglementeerde markt, MTF of OTF) zullen onder MiFID II kwalificeren als een financieel instrument, tenzij de afwikkeling plaatsvindt door fysieke levering.[30] ESMA zal hiervoor nadere criteria moeten ontwikkelen.

Onder MiFD II moeten deze handelaren in grondstofderivaten beschikken over een vergunning.[31] Echter wanneer de derivatenhandel in grondstoffen geen hoofdbedrijf is, de handelaren geen klantenorders uitvoeren en ook niet aan HFT doen, is geen vergunning vereist. Het feit dat deze handelaren een vergunning als beleggingsonderneming moeten aanvragen, heeft wellicht ook consequenties voor de toepassing van EMIR.

Om speculatie op de voedselderivatenmarkt en daarmee negatieve effecten op voedselprijzen te voorkomen, introduceert MiFID II positielimieten voor alle grondstofderivaten. Marktpartijen mogen geen te groot deel van de handel innemen of een overdreven invloed op de prijsvorming- of prijsvolatiliteit hebben. Toezichthouders krijgen de bevoegdheid om informatie op te vragen van een ieder die posities heeft in grondstofderivaten en krijgen de bevoegdheid om te eisen dat een partij zijn positie(s) afbouwt. Ook mag de toezichthouder positielimieten instellen voor een bepaald type grondstofderivaat. Tevens dienen marktpartijen te rapporteren over hun posities.[32] ESMA zal nader de bandbreedte vaststellen waarbinnen de positielimieten worden bepaald. Er

29 Artikel 2 lid 1 (d) onder (ii) MiFID II.
30 Artikel 4 lid 1 (16) en (17) MiFID II.
31 Artikel 5 MiFID II.
32 Artikelen 57 e.v. MiFID II.

worden echter niet alleen eisen gesteld aan handelaren in grondstoffenderivaten. Ook handelsplatformen waar deze derivaten worden verhandeld moeten positiemanagementbeheersmaatregelen uitvoeren.

7 Tot slot

MiFID I heeft ertoe geleid dat de markt voor orderuitvoering is geliberaliseerd. Concurrentie tussen handelsplatformen is toegenomen en fragmentatie van de markt heeft plaatsgevonden. Dit zou moeten leiden tot een goedkopere verwerking van vraag en aanbod van kapitaal. Daarnaast beoogde MiFID I, door het vergroten van transparantie, beleggersbescherming te versterken. Een gezonde(re) prijsvorming, meer keuzes en lagere prijzen voor beleggers zouden moeten bijdragen aan een ordelijke en efficiënte werking van de Europese financiële markten.

Deze doelstellingen lijken grotendeels te zijn behaald. Het is de vraag of de bescherming van de beleggers niet te veel heeft ingeboet. De praktijk leert dat het gebruik van pre- en post-trade transparency waivers en het inleggen van orders in een dark pool niet bijdraagt aan de beoogde transparantie. Versnippering van liquiditeit dwingt grote beleggers om met behulp van algotrading de uitvoering van orders op verschillende platformen te laten plaatsvinden om op die manier de order tegen de meest gunstige voorwaarden te kunnen laten plaatsvinden.

MiFID II is een stap in de goede richting. Gegeven de liberalisering van de markt voor orderexecutie zijn de financiële markten erbij gebaat dat de normen die worden gesteld aan de verschillende manieren van orderuitvoering op Europees niveau zijn geharmoniseerd.

Met de inwerkingtreding van MiFID II is het eind van de regelgeving nog niet in zicht. Met name voor ESMA is een grote rol weggelegd. ESMA zal op uiteenlopende gebieden op korte termijn een groot aantal technische standaarden moeten ontwikkelen waarna de Europese Commissie deze zal vaststellen. Eveneens zal ESMA richtsnoeren moeten gaan uitvaardigen die waarborgen dat de toezichthouders in de diverse lidstaten Europese regelgeving uniform zullen toepassen.

Het toezicht op de naleving van deze normen is gebaseerd op nationale wetgeving waarbij met andere toezichthouders binnen de Europese Unie wordt samengewerkt. Bij samenwerking tussen toezichthouders is het van belang dat er een evenwichtige balans is tussen deze toezichthouders. Dit kan worden bereikt door het toezicht op handelsplatformen op Europees niveau te harmoniseren. Het versterken van de bevoegdheden van ESMA kan wellicht een eerste stap daartoe zijn.