

MiFID II: Een overzicht

mr. L.J. Silverentand en mr. J.M. Sprecher*

1. Inleiding

Sinds november 2007 zijn de regels van de Markets in Financial Instruments Directive (hierna: MiFID)¹ van kracht in Nederland. Deze regels zijn geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft).² MiFID heeft vergaande gedragsregels geïntroduceerd voor beleggingsondernemingen, zoals een uitgebreide *best execution*-verplichting, een ingewikkeld cliëntenclassificatiesysteem en uitgebreide *know-your-customer*-regels.

Bij het opstellen van MiFID werd al voorzien in een evaluatie van de richtlijn.³ Na een uitgebreide consultatie door (toen nog) het *Committee of European Securities Regulators* (hierna: CESR) en de Europese Commissie in 2010,^{4,5} heeft de Europese Commissie op 20 oktober 2011 concepten gepubliceerd voor 'MiFID II'.⁶ De voorstellen van de Europese Commissie voorzien in een herziening van bepaalde MiFID-regels en de introductie van nieuwe regels. De voorstellen omvatten een aanpassing van de MiFID zelf (hierna: MiFID II-richtlijn), alsmede een voorstel voor een nieuwe verordening⁷ (MiFIR), hierna tezamen de MiFID II-voorstellen genoemd.

In deze bijdrage geven wij een overzicht van de belangrijkste bepalingen in MiFID II en de gevolgen hiervan na inwerkingtreding voor beleggingsondernemingen in Nederland. Hierbij zal onder meer worden ingegaan op de uitbreiding van de reikwijdte van MiFID, de aanpassingen op het gebied van cliëntenclassificatie en *know-your-customer*, de voorstellen voor een provisieverbod en het verplicht stellen van het opnemen en bewaren van onder meer e-mails. Eerst zal echter worden ingegaan op de status van de MiFID II-voorstellen.

2. Status/inwerkingtreding

De voorstellen van de Europese Commissie zijn tegelijk met de publicatie aan het Europees Parlement en de Raad voorgelegd. Dit luidt het begin in van de onderhandelingen, die uiteindelijk moeten leiden tot overeenstemming tussen het Europees Parlement en de Raad van Ministers. Het is nog niet duidelijk wanneer de voorstellen in werking zullen treden. Gezien een aantal controversiële onderwerpen in de voorstellen ligt het in de lijn der verwachting dat de onderhandelingen enige tijd zullen duren. Na het bereiken van overeenstemming zullen de aanpassingen vervolgens in de Nederlandse regelgeving moeten worden geïmplementeerd. Dit geldt niet voor MiFIR, de hierboven aangehaalde verordening. Deze zal rechtstreeks in Nederland gelden. De bedoeling is evenwel dat beide sets regels tegelijk van kracht worden.

MiFID II en MiFIR bevatten veel bepalingen op grond waarvan de Europese Commissie en de *European Securities and Markets Authority* (ESMA) nog nadere regels kunnen stellen. Dit betekent dat de precieze impact van de voorgestelde regels nog niet in alle gevallen bekend is. Hiervoor zullen de aanvullende documenten van de Europese Commissie en ESMA afgewacht moeten worden.

3. Reikwijdte

De voorstellen van de Europese Commissie voorzien in een uitbreiding van de reikwijdte van de regels in MiFID. In deze paragraaf bespreken wij een aantal interessante voorstellen op dit gebied, te beginnen met een uitbreiding van de financiële instrumenten.

Structured deposits/beleggingsverzekeringen

De MiFID-regels zijn uitsluitend van toepassing daar waar de diensten of activiteiten betrekking hebben op financiële instrumenten.⁸ De Europese Commissie stelt in haar voorstel voor om de regels in MiFID ook van toepassing te verklaren op *structured deposits*, die met of zonder advies door

* Larissa Silverentand en Jasha Sprecher zijn advocaat te Amsterdam.

1. 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/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PbEU* 2004 L 145/1.
2. Deze regels zijn geïmplementeerd door middel van de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten, *Stb.* 2007, 406.
3. Art. 65 MiFID.
4. Zie onder meer CESR *Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review – Investor Protection and Intermediaries*, Consultation Paper, Ref.: CESR/10-417, CESR *Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review – Investor Protection and Intermediaries*, Ref.: CESR/10-859; CESR *Technical Advice to the European Commission in the context of the MiFID Review – Client Categorisation*, Ref.: CESR/10-831 en *Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive* van de Europese Commissie van 8 december 2010. Op dit laatste document werden meer dan 4.200 reacties ontvangen!
5. Zie over de tot dan gepubliceerde consultatiedocumenten: L.J. Silverentand, 'MiFID II', *Jaarboek Compliance* 2011, p. 117-128.
6. *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast)*, COM(2011) 656 final 2011/0298 (COD).
7. *Proposal for a Regulation on the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, COM(2011) 652 final 2011/0296 (COD).
8. Dit blijkt uit de definities van 'verlenen van beleggingsdiensten' en 'verrichten van beleggingsactiviteiten' in art. 1:1 Wft. Financiële instrumenten zijn gedefinieerd in art. 1:1 Wft, welk artikel Bijlage I, deel C van MiFID implementeert.

kredietinstellingen worden aangeboden.⁹ *Structured deposits* worden omschreven als deposito's waarvan het rendement niet bepaald wordt aan de hand van een rentevoet, zoals bijvoorbeeld euribor. Een goed voorbeeld van een *structured deposit* is een deposito waarbij de te vergoeden rente afhankelijk is van de stand van de AEX-index. In de uitgebreide *Impact Assessment*¹⁰ (de *Impact Assessment*) die tegelijk met de MiFID II-voorstellen werd gepubliceerd, wordt onder meer ingegaan op de voor- en nadelen van het van toepassing verklaren van de MiFID-regels op *structured deposits*.¹¹ Interessant is dat in dit verband ook overwogen is om de MiFID-regels van toepassing te verklaren op beleggingsverzekeringen. Bij de inwerkingtreding van MiFID in 2004 is er bewust voor gekozen om de MiFID-regels niet te laten gelden voor beleggingsverzekeringen.¹² In de *Impact Assessment* wordt, net als voor *structured deposits*, een overzicht gegeven van de voor- en nadelen van het van toepassing verklaren van de MiFID-regels op beleggingsverzekeringen. In de voorstellen van de Europese Commissie wordt echter vervolgens uitsluitend voorgesteld om de MiFID-regels van toepassing te verklaren op *structured deposits*, niet op beleggingsverzekeringen.

Kredietinstelling/beleggingsonderneming als uitgevende instelling

Daarnaast is in de voorstellen opgenomen dat de MiFID-regels ook van toepassing zijn op kredietinstellingen/beleggingsondernemingen die zelf - zonder advies - financiële instrumenten uitgeven en vervolgens verkopen.¹³ Hierbij moet niet alleen gedacht worden aan aandelen en obligaties, maar bijvoorbeeld ook aan *structured products*. De uitgifte van financiële instrumenten als zodanig is momenteel niet onderworpen aan de regels in MiFID. Afhankelijk van de kwalificatie van het betreffende financiële instrument, kan op de uitgifte daarvan de Prospectusrichtlijn¹⁴ van toepassing zijn of specifieke regelgeving, zoals bijvoorbeeld de regelgeving voor beleggingsinstellingen.¹⁵ Naar aanleiding van vragen gesteld door de Europese Commissie¹⁶ hebben nationale toezichthouders aangegeven dat zij zorgen hadden ten aanzien van de uitgifte van financiële instrumenten door banken en beleggingsondernemingen. Dit is ook wel begrijpelijk: het is niet logisch (en zal vaak richting de cliënt niet duidelijk zijn) dat andere gedragsregels gelden wanneer een cliënt bij een bank of beleggingsonderneming instrumenten koopt waarbij de bank of beleggingsonderneming tevens uitgevende instelling is dan wanneer de cliënt instrumenten koopt waarbij die bank of beleggingsonderneming dit niet is.¹⁷ CESR heeft in de aanloop naar de MiFID II-voorstellen dan ook de Europese Commissie aangespoord om de reikwijdte van MiFID op dit punt te 'verduidelijken'.¹⁸

Bewaren van financiële instrumenten

Voorts wordt voorgesteld om het bewaren van financiële instrumenten¹⁹ als beleggingsdienst aan te merken.²⁰ Tot nu toe is bewaren slechts een nevendienst. De voorgestelde wijziging betekent dat entiteiten die bewaardiensten aanbieden zonder andere MiFID-diensten aan te bieden, een vergunning zullen moeten aanvragen. Noch in de *Impact Assessment* noch in de consultatiedocumenten die vooraf gingen aan de MiFID II-voorstellen wordt veel aandacht aan deze wijziging besteed.²¹ Dit voorstel is onder meer interessant in verband met de *Alternative Investment Fund Managers Directive* (hierna: AIFMD).²² Op grond van de

AIFMD moet een beheerder van een beleggingsinstelling ervoor zorgen dat voor elke beleggingsinstelling die hij beheert een bewaarder wordt benoemd.²³ Dit kan een binnen

9. Art. 1 lid 3 MiFID II-richtlijn.
10. *Commission Staff Working Paper Impact Assessment 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*, COM(2011) 656 final, SEC(2011) 1227 final, SEC(2011) 1226 final.
11. Zie onder meer p. 30, 51 en 145.
12. Zie onder meer *Kamerstukken II* 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 19/20 en *Kamerstukken II* 2006/07, 31 086, nr. 14, p. 11/12.
13. Art. 4 lid 1 sub 4 MiFID II-richtlijn.
14. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *PbEU* 2003 L 345/64, zoals gewijzigd door Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, *PbEU* 2010 L 327/1.
15. Momenteel art. 2:65 Wft en verdere regelgeving, vanaf 22 juli 2013 de regelgeving ter implementatie van de Alternative Investment Fund Managers Directive (Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, *PbEU* 2011 L 174/1).
16. *Responses to Questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID*, CESR/10-860, 29 juli 2010, p. 3.
17. Dit is ook in lijn met het standpunt van de Europese Commissie zoals weergegeven in haar brief van 19 maart 2007 met het onderwerp 'Best execution - scope issues under Mifid and the implementing directive'.
18. *Responses to Questions 15-18 and 20-25 of the European Commission Request for Additional Information in Relation to the Review of MiFID*, CESR/10-860, 29 juli 2010, p. 2.
19. In de voorstellen staat 'Het bewaren en beheren van financiële instrumenten voor rekening van cliënten, met inbegrip van bewaarneming en daarmee samenhangende diensten zoals contanten- en/of zekerhedenbeheer'.
20. Bijlage I, Deel A (9) MiFID II-richtlijn.
21. Wel is dit voorstel besproken in het kader van de *Securities Law Directive* waarvan in het vierde kwartaal van 2012 een voorstel van de Europese Commissie wordt verwacht. Zie het consultatiedocument van de Europese Commissie van 16 april 2009 met de titel *Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions* (DG Markt G2 MET/OT/acg D(2010) 768690).
22. Zie voetnoot 15.
23. Art. 21 AIFMD.

de EU gevestigde kredietinstelling of beleggingsonderneming zijn. Dit kan op grond van de AIFMD echter ook een andere onder prudentieel toezicht staande instelling zijn waarvan door de lidstaten is bepaald dat deze als bewaarder onder de icbe-richtlijn wordt toegelaten. Daarnaast kan het, met betrekking tot bepaalde beleggingsinstellingen, een entiteit betreffen die bewaartaken vervult in het kader van haar beroeps- of bedrijfsuitoefening en uit dien hoofde onder een vorm van regulering valt en voldoende financiële waarborgen biedt en vakbekwaamheid heeft. Hier lijken MiFID II en AIFMD niet goed op elkaar afgestemd: indien MiFID II conform de huidige voorstellen wordt ingevoerd, zal altijd een MiFID-vergunning voor de bewaarder noodzakelijk zijn en zijn de overige categorieën niet langer toepasselijk.

Organised trading facility (OTF)

De MiFID II-voorstellen bevatten een nieuwe beleggingsactiviteit: het exploiteren van een georganiseerde handelsfaciliteit, in het Engels aangeduid als een *organised trading facility* (hierna: OTF).²⁴ De OTF is een handelsplatform dat geen gereglementeerde markt of multilaterale handelsfaciliteit (hierna: MTF) is, maar waar wel koop- en verkooporders worden samengebracht (bijv. *broker crossing systems*).²⁵ Exploiteurs van OTF's moeten een vergunning aanvragen. Daarnaast moeten zij zich aan bepaalde doorlopende vereisten houden, waaraan gereglementeerde markten en MTF's zich ook moeten houden, alsmede aan bepaalde regels over de behandeling van cliënten. Opvallend is dat OTF's geen orders tegen eigen boek mogen uitvoeren.²⁶

Inperking van de uitzonderingen

Tot slot willen we nog kort aandacht besteden aan de uitzonderingen in MiFID. De Europese Commissie stelt voor om de huidige uitzonderingen drastisch in te perken. Allereerst worden de uitzonderingen die beschikbaar zijn voor beleggingsondernemingen die uitsluitend voor eigen rekening handelen, beperkt. Momenteel geldt voor handel voor eigen rekening een uitzondering van zowel de vergunningplicht als de doorlopende eisen, tenzij er sprake is van handelen voor eigen rekening door *market makers* of door handelaren voor eigen rekening die frequent op een georganiseerde en systematische wijze buiten een gereglementeerde markt of een MTF om optreden door een voor derden toegankelijk systeem aan te bieden om met hen transacties te sluiten.²⁷ Op basis van de MiFID II-voorstellen zullen beleggingsondernemingen die uitsluitend handelen voor eigen rekening daarnaast ook een vergunning nodig hebben als zij zijn aangesloten bij een gereglementeerde markt of een MTF of voor eigen rekening handelen door orders van cliënten uit te voeren.²⁸ Dit zal ertoe leiden dat veel beleggingsondernemingen die uitsluitend handelen voor eigen rekening een vergunning zullen moeten aanvragen. En waar handelaren in grondstofderivaten²⁹ nu nog gebruik kunnen maken van een aantal specifieke uitzonderingen, worden ook deze uitzonderingen ingeperkt, waardoor handelaren in dergelijke instrumenten na invoering van de MiFID II-voorstellen veelal een vergunning nodig zullen hebben.³⁰ Interessant is dat het Europees Parlement in zijn concept-rapport van 16 maart 2012³¹ (het concept EP-rapport) nog verdere inperking van de uitzonderingen voorstelt. In het concept-rapport wordt voorgesteld om de huidige uitzondering te schrappen die geldt voor personen die beleggingsad-

vies geven in het kader van een andere beroepsactiviteit en niet specifiek voor het beleggingsadvies worden betaald.³²

4. Cliëntenclassificatie

In de aanloop naar de MiFID II-voorstellen is uitgebreid gesproken over het huidige systeem van cliëntenclassificatie.³³ Sinds de implementatie van de MiFID worden er drie categorieën cliënten onderscheiden: (i) niet-professionele beleggers (ook wel retailbeleggers genoemd), (ii) professionele beleggers en (iii) in aanmerking komende tegenpartijen (ook wel *eligible counterparties* of ECP's genoemd). Daarbij is het mogelijk om van categorie te wisselen. Indien niet-professionele beleggers om behandeling als professionele belegger of als in aanmerking komende tegenpartij verzoeken, wordt dit *opt-up* genoemd. Aan toekenning van een *opt-up*-verzoek zijn bepaalde voorwaarden verbonden. Indien professionele beleggers of in aanmerking komende tegenpartijen om behandeling als niet-professionele belegger verzoeken, of indien in aanmerking komende tegenpartijen om behandeling als professionele belegger verzoeken, wordt dit *opt-down* genoemd. Zowel *opt-up* als *opt-down* kan betrekking hebben op een specifieke beleggingsdienst, op specifieke transacties of op de gehele relatie.

Voor niet-professionele beleggers geldt het hoogste beschermingsniveau; voor in aanmerking komende tegenpartijen geldt het laagste beschermingsniveau. Indien een beleggingsonderneming beleggingsdiensten verleent ten behoeve van een in aanmerking komende tegenpartij, is een groot aantal gedragsregels niet van toepassing.³⁴ Deze uitzondering geldt echter niet voor alle beleggingsdiensten, maar uit-

24. Bijlage I, Deel A, nummer 10 MiFID II-richtlijn.

25. Art. 2 lid 1 sub 7 MiFIR.

26. Art. 20 MiFID II-richtlijn.

27. Art. 1:18 sub h Wft.

28. Art. 2 lid 1 sub d MiFID II-richtlijn.

29. Hoewel strikt genomen niet van toepassing op de MiFID-richtlijn, biedt de MiFID-uitvoeringsverordening (Verordening (EG) nr. 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft, *PbEU* 2006 L 241/1) inzicht in de type instrumenten die hieronder vallen. In art. 2 lid 1 van de MiFID-uitvoeringsverordening wordt grondstof gedefinieerd als 'fungibele goederen die kunnen worden geleverd, met inbegrip van metalen, metaalertsen, metaallegeringen en landbouwproducten, alsook energie, zoals elektriciteit'.

30. Art. 2 lid 1 sub i MiFID II-richtlijn.

31. *Draft report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (recast)*, COM(2011)0656-C7-0382/2011-2011/0298(COD).

32. Art. 1:18 sub f Wft. Zie Amendment 35 in het concept EP-rapport.

33. Zie hierover L.J. Silverentand, 'MiFID II', *Jaarboek Compliance 2011*, p. 117-128 en L.J. Silverentand, 'MiFID II', *FR* 2010, nr. 7/8, p. 179-180.

34. Zie art. 4:18b Wft.

sluitend voor het ontvangen en doorgeven van orders, het uitvoeren van orders en het verlenen van rechtstreeks daarmee verband houdende nevendiensten.³⁵

Zoals hierboven aangegeven is in de aanloop naar de MiFID II-voorstellen uitgebreid gekeken of het bovenstaande systeem aanpassing behoeft. Uiteindelijk bevat de MiFID II-richtlijn slechts een aantal wijzigingen op het punt van de cliëntenclassificatie. Allereerst wordt voorgesteld om op te nemen dat gemeenten en andere lokale publiekrechtelijke instellingen niet als professionele beleggers kwalificeren.³⁶ Wel kunnen zij gebruikmaken van de hierboven genoemde *opt-up* mogelijkheid. Lidstaten kunnen³⁷ specifieke criteria vaststellen voor de beoordeling van de deskundigheid en kennis van gemeenten en lokale overheden bij een *opt-up* verzoek. Dit is voor wat betreft Nederland niet echt vernieuwend, nu bij de totstandkoming van de wet ter implementatie van MiFID, de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten, in de Memorie van Toelichting al werd opgemerkt dat onder het begrip 'regionaal overheidslichaam' in MiFID niet valt een provincie, waterschap of gemeente.³⁸

Daarnaast is in de MiFID II-voorstellen opgenomen dat voor dienstverlening aan in aanmerking komende tegenpartijen aanvullende vereisten zullen gelden.³⁹ Zo wordt onder meer bepaald dat beleggingsondernemingen in hun relatie met in aanmerking komende tegenpartijen op loyale, billijke en professionele wijze dienen op te treden en dat zij dienen te communiceren op een wijze die correct, duidelijk en niet misleidend is, waarbij zij rekening houden met de aard van de in aanmerking komende tegenpartij en haar bedrijfsactiviteiten. Ook dient passende informatie verstrekt te worden over onder meer de beleggingsonderneming en de financiële instrumenten⁴⁰ en dient de beleggingsonderneming deugdelijke verslagen te verstrekken aan de in aanmerking komende tegenpartij over de verrichte diensten.⁴¹

5. Know-your-customer⁴²

Met de implementatie van MiFID in 2007 zijn de *know-your-customer* regels in de Wft verder uitgewerkt.⁴³ Deze regels zijn vastgelegd in art. 4:23 Wft en 4:24 Wft. De inhoud van de *know-your-customer* toets is afhankelijk van de te verlenen beleggingsdienst en het financieel instrument waar de dienst betrekking op heeft.

Voor het verlenen van beleggingsadvies en individueel vermogensbeheer geldt de zwaarste toets: de *geschiktheidstoets*. Deze toets is neergelegd in art. 4:23 Wft en verplicht de beleggingsonderneming om informatie in te winnen bij de cliënt waarna het advies of het vermogensbeheer, voor zover redelijkerwijs mogelijk, wordt gebaseerd op deze informatie. De in te winnen informatie heeft betrekking op de financiële positie, kennis, ervaring, beleggingsdoelstelling en risicobereidheid van de cliënt.

Voor het verlenen van andere beleggingsdiensten dan beleggingsadvies en individueel vermogensbeheer is de beleggingsonderneming verplicht de passendheidstoets af te nemen. De passendheidstoets is een lichtere toets dan de geschiktheidstoets en verplicht de beleggingsonderneming slechts tot het inwinnen van informatie met betrekking tot de kennis en ervaring van de cliënt. Indien de beleggingsonderneming op het initiatief van de cliënt *execution-only* diensten verleent ten aanzien van 'niet-complexe producten', dan is ook het afnemen van een passendheidstoets niet

verplicht. Wel moet de beleggingsonderneming de cliënt in dat geval waarschuwen dat de cliënt niet getoetst wordt.

In de MiFID II-voorstellen wordt de *know-your-customer* toets op punten aangescherpt. Hieronder bespreken wij deze voorstellen.

Strengere eisen 'niet-complexe producten'

Zoals hierboven aangegeven, hoeft een beleggingsonderneming die op het initiatief van de cliënt *execution-only* diensten verleent ten aanzien van 'niet-complexe producten', geen passendheidstoets af te nemen. Het gebruik van het begrip 'complexe producten' kan in Nederland tot verwarring leiden, nu in de Wft dit begrip gebruikt wordt voor producten waarvoor een financiële bijsluiter moet worden opgesteld.⁴⁴ In MiFID wordt echter een andere categorie producten bedoeld.

Wat valt onder het begrip niet-complexe producten in de zin van MiFID wordt in de Nederlandse wetgeving uitgewerkt in art. 4:24 lid 4 Wft en in art. 80d Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: BGfo). Art. 4:24 lid 4 Wft wijst een aantal specifieke financiële instrumenten aan als niet-complexe producten. Voorbeelden hiervan zijn tot een gereguleerde markt (of vergelijkbare niet-EER markt) toegelaten aandelen, verhandelbare niet-converteerbare obligaties en rechten van deelneming in een instelling voor collectieve belegging in effecten (hierna: icbe).⁴⁵ Daarnaast is in art. 80d BGfo bepaald dat financiële instrumenten die niet in art. 4:24 lid 4 Wft worden genoemd, maar die wel aan alle criteria in art. 80d BGfo voldoen, ook niet-com-

35. Zie onder meer K.W.H. Broekhuizen, 'art. 4:18b Wft', in: D. Busch, C.M. Grundmann-van de Krol, C.E. du Perron, W.A.K. Rank (red.), *Groene Serie Toezicht Financiële Markten* (losbl.), Deventer: Kluwer (vanaf 2007) en L.J. Silverentand, 'Cliëntenclassificatie', in: D. Busch, C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Deventer: Kluwer 2009, p. 592/593.

36. Bijlage II, Deel II.1 MiFID II-richtlijn.

37. In het concept EP-rapport wordt voorgesteld om op te nemen dat lidstaten dergelijke criteria moeten vaststellen.

38. *Kamerstukken II* 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 89.

39. Art. 30 lid 1 MiFID II-richtlijn.

40. Art. 24 lid 3 MiFID II-richtlijn.

41. Art. 25 lid 5 MiFID II-richtlijn.

42. Voor een overzicht van de laatste ontwikkelingen (niet alleen MiFID II), zie L.J. Silverentand, 'Know-your-customer: recente ontwikkelingen', *FR* 2012-3, p. 85-86.

43. Zie voor een uitgebreid overzicht: K.W.H. Broekhuizen & L.J. Silverentand, 'Ken uw cliënt, cliëntenclassificatie en de MiFID', *FR* 2006-11, p. 276-285.

44. Zie art. 1 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

45. Een icbe (in het Engels UCITS (*undertaking for collective investments in transferable securities*)) is een beleggingsinstelling met specifieke kenmerken. Een icbe is een beleggingsinstelling (i) waarvan het enige doel is de collectieve belegging in bepaalde effecten met van het publiek aangetrokken kapitaal, met toepassing van bepaalde in de icbe-richtlijnen opgenomen restricties ten aanzien van risicospreiding, en (ii) die een *open-end*-karakter heeft: de rechten van deelneming worden op verzoek van de houders daarvan ten laste van de activa van de icbe direct of indirect ingekocht of terugbetaald.

plexe producten zijn. Art. 80d BGfo stelt onder meer als criteria dat er regelmatig de gelegenheid moet zijn het financiële instrument te kunnen verkopen en dat er geen andere verplichtingen aan de aankoop van het financieel instrument vast mogen zitten dan betaling van de aanschaffingskosten. De MiFID II-voorstellen voorzien in een aanscherping van de criteria voor niet-complexe producten.⁴⁶ Zo wordt verder aangescherpt welke aandelen als niet-complex product kwalificeren. De MiFID II-voorstellen bepalen dat genoteerde aandelen in beleggingsinstellingen (niet zijnde icbe's) niet automatisch als niet-complex kunnen kwalificeren (zij kunnen evt. nog wel als niet-complex kwalificeren als zij voldoen aan de criteria in art. 80d BGfo). Voorts stelt MiFID II nadere eisen aan obligaties om als niet-complex product te kunnen worden aangemerkt. Onder de huidige regelgeving zijn obligaties niet-complex indien ze verhandelbaar en niet converteerbaar zijn. In MiFID II wordt, net als bij aandelen al het geval was, ook de eis gesteld dat de obligaties zijn toegelaten op een gereguleerde markt of een MTF (of vergelijkbare markt buiten de EER). Ditzelfde geldt voor geldmarktinstrumenten. Voor icbe's wordt voorgesteld om op te nemen dat deelnemingsrechten in gestructureerde icbe's niet langer als niet-complex zullen kunnen worden aangemerkt (wederom tenzij zij voldoen aan de criteria in art. 80d BGfo).⁴⁷

Daarnaast wordt gekozen voor een meer risicogerichte benadering. Zo wordt voorgesteld om op te nemen dat aandelen, obligaties en geldmarktinstrumenten niet vallen in de categorie 'niet-complexe producten' indien het product een derivaat omvat. Daarnaast is met betrekking tot obligaties en geldmarktinstrumenten toegevoegd dat indien deze producten een zodanige structuur hebben dat het voor een cliënt moeilijk is om de risico's ervan te kunnen begrijpen, er geen sprake is van een niet-complex product. Als voorbeeld van een obligatie met een dergelijke structuur noemde CESR in de consultatie de *covered bond*.⁴⁸ Aan ESMA wordt de bevoegdheid gedelegeerd om regels vast te stellen aan de hand waarvan bepaald kan worden wanneer er sprake is van een financieel instrument dat een structuur heeft waardoor de risico's voor de cliënt moeilijk te begrijpen zijn.⁴⁹

Execution-only in combinatie met krediet

Het verlenen van *execution-only* diensten gaat regelmatig gepaard met het verstrekken van krediet door de aanbieder van de *execution-only* diensten. Een veel voorkomend voorbeeld van een dergelijke kredietverstrekking is het effectenkrediet. Effectenkrediet is krediet dat op onderpand van financiële instrumenten aan de kredietnemer verstrekt wordt en voor de aanschaf van financiële instrumenten moet worden gebruikt. Het verstrekken van krediet voor de aanschaf van financiële instrumenten kwalificeert onder MiFID als een nevendienst.⁵⁰

Zoals hierboven aangegeven is een beleggingsonderneming onder voorwaarden niet verplicht een passendheidstoets te verrichten bij het verlenen van *execution-only* diensten op initiatief van de cliënt ten aanzien van niet-complexe producten. Onder MiFID II zal een beleggingsonderneming wél verplicht zijn om een passendheidstoets te verrichten indien zij *execution-only* diensten aan een cliënt verleent in combinatie met het verstrekken van krediet voor de aanschaf van financiële instrumenten. Naar de mening van de Commissie maakt de combinatie van deze nevendienst met het verlenen van *execution-only* diensten de dienstverlening com-

plexer waardoor het voor de cliënt lastiger is om de daarbij komende risico's in te kunnen schatten.⁵¹ Om deze reden zal een beleggingsonderneming bij het verlenen van deze combinatie van diensten informatie over de kennis en ervaring van de cliënt moeten inwinnen, ook indien de dienstverlening uitsluitend niet-complexe producten betreft.

Wijzigingen kyc bij professionele belegger?

Verleent een beleggingsonderneming *execution-only* diensten aan een professionele belegger, dan is het onder de huidige regelgeving niet nodig om de kennis en ervaring van deze belegger te toetsen.⁵² Van een professionele belegger mag immers verwacht worden, althans dat is de aanname, dat deze beschikt over de benodigde kennis en ervaring. Naar de mening van de Europese Commissie is deze aanname in de praktijk met enige regelmaat onjuist, mede omdat er bij de classificatie als professionele belegger geen onderscheid gemaakt wordt naar de te verlenen diensten en af te nemen producten.⁵³ In het consultatiedocument van de Europese Commissie van 8 december 2010 heeft de Europese Commissie voorgesteld de aanname dat een professionele belegger over de vereiste kennis en ervaring beschikt, in te perken of te laten vervallen. Een dergelijke wijziging zou ertoe leiden dat een beleggingsonderneming ook bij professionele beleggers (onder omstandigheden) de kennis en ervaring moet toetsen. Het is op dit moment nog niet duidelijk of deze wijziging zal worden doorgevoerd. Aangezien de huidige regeling is vastgelegd in de MiFID-uitvoeringsrichtlijn waarvoor nog geen wijzigingsvoorstel is gepubliceerd, zal een wijzigingsvoorstel voor deze uitvoeringsrichtlijn moeten worden afgewacht.

Doorlopende geschiktheidstoetsing

In het consultatiedocument van de Europese Commissie van 8 december 2010 stelde de Commissie voor om de geschiktheid van aan een cliënt geadviseerde financiële instrumenten

46. Art. 25 MiFID II-richtlijn.

47. Op grond van art. 36 lid 1 van Verordening 583/2010 is een gestructureerde icbe een icbe waarbij de uitkering op deelnemingsrechten afhankelijk gemaakt is van waardeinstijgingen/dalingen van bijvoorbeeld een index of markt.

48. CESR/10-417, p. 30, nr. 151.

49. Art. 25 lid 7 MiFID II-richtlijn.

50. Voor het verlenen van een nevendienst is geen vergunning vereist op basis van MiFID. Indien een onderneming een vergunning op basis van MiFID heeft, dan zal wel bij het verlenen van de nevendienst aan bepaalde doorlopende vereisten moeten worden voldaan. Hierbij zij echter wel vermeld dat in Nederland op basis van art. 2:60 Wft voor het verstrekken van consumentenkrediet een vergunning vereist is.

51. Overweging 53 MiFID II-richtlijn.

52. Art. 36 van de MiFID-uitvoeringsrichtlijn (Richtlijn 2006/73/EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *PbEU* 2006 L 241/26) en art. 4:24 Wft.

53. Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive van de Europese Commissie van 8 december 2010, par. 7.2.5, p. 61.

doorlopend (minimaal jaarlijks) te toetsen.⁵⁴ Als onderdeel van deze toets zou bekeken moeten worden of de financiële instrumenten nog steeds binnen de gekozen risicodiversificatie van de gehele portefeuille van de cliënt passen. Dit voorstel kon niet rekenen op de steun van het Ministerie van Financiën. Het Ministerie gaf in zijn reactie op het consultatiedocument aan van mening te zijn dat een dergelijke doorlopende toetsing niet verplicht moet worden gesteld, maar als additioneel overeen te komen service aan de cliënt aangeboden kan worden.⁵⁵ In de MiFID II-voorstellen heeft de Commissie deze verplichting niet opgenomen. In de voorstellen wordt alleen de verplichting geïntroduceerd voor beleggingsondernemingen die beleggingsadvies verstrekken om de cliënt vooraf te informeren of de beleggingsonderneming al dan niet op permanente basis de geschiktheid van de geadviseerde financiële instrumenten zal beoordelen.⁵⁶

Beoordeling van risicobereidheid

Het *Committee on Economic and Monetary Affairs* van het Europees Parlement heeft in zijn rapport een voorstel gedaan dat de geschiktheidstoets raakt. In het concept EP-rapport wordt voorgesteld om de geschiktheidstest uit te breiden, namelijk met het inwinnen van informatie over de risicotolerantie van de cliënt.⁵⁷ Opvallend is dat in art. 4:23 Wft al is opgenomen dat de beleggingsonderneming informatie moet inwinnen over de risicobereidheid van de cliënt. Dit is een element dat is te herleiden tot het toepasselijke regime van voor invoering van de Wft, maar niet expliciet is terug te vinden in MiFID.⁵⁸ Mocht dit voorstel van het Europees Parlement het niet halen, dan zal dat tot de interessante vraag leiden hoe de Nederlandse wettekst zich verhoudt tot MiFID.

ESMA consultatie geschiktheid

Wij maken hier nog een kleine zijstap naar een andere ontwikkeling ten aanzien van MiFID. Naast de voorstellen voor MiFID II heeft ESMA een aantal consultaties lopen met betrekking tot interpretaties van de huidige richtlijntekst. In december 2011 publiceerde ESMA onder meer een consultatiedocument over de geschiktheidstoets.⁵⁹ Een van de onderwerpen die ESMA behandelt in dit document is de informatie die een beleggingsonderneming moet inwinnen bij een cliënt die een rechtspersoon is of bij een cliënt die een natuurlijk persoon is, maar die vertegenwoordigd wordt door een ander natuurlijk persoon. ESMA stelt voor om in het kader van de geschiktheidstoets ten aanzien van deze cliënten ook informatie in te winnen met betrekking tot de kennis en ervaring van de natuurlijke personen die de cliënt vertegenwoordigen of die namens de cliënt transacties uitvoeren.⁶⁰ Het is de vraag of dit een juiste interpretatie van MiFID is. De richtlijntekst spreekt enkel over het toetsen van de geschiktheid van de cliënt en niet bijvoorbeeld de vertegenwoordigers van de cliënt.⁶¹ Abstraherend van de vraag of dit wel of niet een juiste interpretatie van MiFID is, stuit een dergelijke toets op praktische problemen. Zo zal bijvoorbeeld bij een rechtspersoon die veel personen in dienst heeft waarbij met enige regelmaat personele wisselingen plaatsvinden, steeds opnieuw informatie over de kennis en ervaring van de vertegenwoordigers ingewonnen moeten worden. Bovendien kan bij een grotere organisatie de kennis en ervaring zich niet alleen bij de individu die handelt bevinden, maar kan ook ingesloten zitten in de organisatie. Het is in ieder geval een ontwikkeling die de moeite van het in de

gaten houden waard is. Het definitieve document wordt verwacht in de eerste helft van dit jaar.

6. Provisieverbod

Voor beleggingsdiensten geldt sinds de implementatie van MiFID de *inducement*-norm. Het uitgangspunt van de *inducement*-norm is dat provisies niet zijn toegestaan. Hierop zijn drie uitzonderingen:

1. De provisie is noodzakelijk voor het verlenen van de betreffende dienst of maakt deze mogelijk;
2. De provisie wordt verschaft door of aan de klant; of
3. De provisie wordt verschaft door of aan een derde, indien aan de volgende drie cumulatieve criteria wordt voldaan;
 - (i) Voorafgaand aan de dienstverlening doet de beleggingsonderneming op uitvoerige en begrijpelijke wijze mededeling aan de klant van het bestaan, de aard en het bedrag van de provisie, of de wijze van berekening van de provisie indien het bedrag niet kan worden achterhaald;
 - (ii) De verschaffing van de provisie komt de kwaliteit van de betreffende dienst ten goede; en
 - (iii) De verschaffing van de provisie doet geen afbreuk aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de klant.

Deze *inducement*-norm heeft in de praktijk tot veel onduidelijkheid geleid. Met name de vraag wanneer provisie de kwaliteit van de dienstverlening ten goede komt en wanneer provisie geen afbreuk doet aan de verplichting van de beleggingsonderneming om zich in te zetten voor de belangen van de klant, heeft tot veel discussie geleid. In reactie op deze onduidelijkheid zijn verschillende interpretatieve documenten verschenen. Zo heeft CESR *recommendations* opgesteld⁶² en heeft de AFM een leidraad⁶³ opgesteld. Ondanks deze documenten bleef en blijft de nodige onduidelijkheid bestaan. In hun reactie op het consultatiedocument van de Europese Commissie van december 2010⁶⁴ gaven het Ministerie van Financiën en de AFM aan dat slechts een beperkt

54. *Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive* van de Europese Commissie van 8 december 2010, par. 7.2.2 (3)(c), p. 57.
55. Brief van 22 februari 2011 met kenmerk FM/2011/6301 M, p.27.
56. Art. 24 lid 3 en overweging 52 MiFID II-richtlijn.
57. Amendement 75 tot wijziging van art. 25 lid 1 MiFID II-richtlijn, p. 49.
58. Zie voor de Nederlandse achtergrond van art. 4:23 Wft: K.W.H. Broekhuizen & L.J. Silverentand, 'Ken uw cliënt, cliëntenclassificatie en de MiFID', *FR* 2006, nr. 11, p. 276-285.
59. *Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, ESMA/2011/445.
60. Question 6 en Annex III par. 39.
61. Art. 18 lid 4 jo art. 4 lid 1 sub 10 MiFID.
62. *CESR Recommendations Inducements under MiFID*, CESR/07-228b van mei 2007.
63. Leidraad passende provisie beleggingsondernemingen van juli 2009.
64. *Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive* van de Europese Commissie van 8 december 2010.

aantal ondernemingen heeft kunnen aantonen dat zij aan bovengenoemde criteria voldoet.⁶⁵

In de MiFID II-voorstellen van de Europese Commissie is nu opgenomen dat een beleggingsonderneming die de cliënt mededeelt dat beleggingsadvies op onafhankelijke basis wordt verstrekt of die vermogensbeheerdiensten verleent, geen provisies, commissies of enige geldelijke tegemoetkoming mag ontvangen die worden/wordt betaald of verstrekt door een derde partij of persoon die voor rekening van een derde partij handelt.⁶⁶ Opvallend is dat dit provisieverbod wordt beperkt tot beleggingsadvies op onafhankelijke basis en vermogensbeheer. Alvorens hier nader op in te gaan, is het goed om eerst nader stil te staan bij beleggingsadvies op onafhankelijke basis.

De MiFID II-richtlijn introduceert een aantal nieuwe informatieverplichtingen voor beleggingsondernemingen die beleggingsadvies verlenen. De beleggingsonderneming moet onder meer specificeren of het advies op onafhankelijke basis wordt verstrekt en of het op een brede dan wel beperkte analyse van de markt is gebaseerd.⁶⁷ Wil een beleggingsonderneming advies als onafhankelijk advies aan klanten kunnen presenteren, dan zal de beleggingsonderneming het advies moeten baseren op een analyse van een voldoende aantal op de markt verkrijgbare financiële instrumenten. Deze financiële instrumenten moeten wat betreft het type en de emittenten of productaanbieders voldoende gediversifieerd zijn. Daarnaast mogen de financiële instrumenten die betrokken worden in de analyse, niet beperkt zijn tot instrumenten die worden uitgegeven of verstrekt door entiteiten die nauwe banden met de beleggingsonderneming hebben. De Europese Commissie is bevoegd om deze bepalingen nader uit te werken.⁶⁸

Zoals hierboven aangegeven, geldt het provisieverbod als opgenomen in de MiFID II-richtlijn uitsluitend bij onafhankelijk advies en vermogensbeheer, en derhalve niet bij *execution-only* dienstverlening en advies dat niet op onafhankelijke basis wordt verleend. Daarnaast ziet het provisieverbod, zo lijkt te volgen uit de bewoordingen 'of enige geldelijke tegemoetkoming', uitsluitend op geldelijke provisie en niet op provisie in natura. In overweging 52 van de MiFID II-richtlijn staat hierover dat alleen beperkte niet-geldelijke voordelen, zoals opleiding om de kenmerken van een instrument toe te lichten, zijn toegestaan, waarbij als voorwaarde geldt dat dergelijke voordelen geen afbreuk mogen doen aan het vermogen van beleggingsondernemingen om de belangen van hun cliënten optimaal te behartigen. Het voorgaande betekent niet dat indien het voorgestelde provisieverbod niet van toepassing is, er geen regels ten aanzien van de provisie gelden. In beginsel blijft dan de hierboven weergegeven *inducement*-norm van toepassing. Het is nog onduidelijk of deze norm wordt aangepast, nu de norm in de MiFID-uitvoeringsrichtlijn staat en hier nog geen aangepaste concepten van verschenen zijn. Wel merken wij hier al op dat in het consultatiedocument van de Europese Commissie van 8 december 2010 ook ten aanzien van de *inducement*-norm wijzigingen werden voorgesteld, zoals het afschaffen van de mogelijkheid om informatie over de provisies in samengevatte vorm te geven.⁶⁹

In het concept EP-rapport wordt korte metten gemaakt met het door de Europese Commissie voorgestelde provisieverbod. In het rapport wordt het gehele verbod geschrapt.⁷⁰ Wel wordt een nieuwe bepaling voorgesteld die inhoudt dat een vermogensbeheerder voorafgaand aan het sluiten van de

vermogensbeheerovereenkomst de cliënt moet informeren over de verwachte provisies. Daarnaast wordt voorgesteld om een verplichting op te nemen dat achteraf periodiek alle provisies worden gemeld aan de cliënt. Ook de hierboven genoemde voorschriften voor onafhankelijk advies worden in het concept-rapport van de Europese Commissie drastisch teruggeschoefd.

Zo anders is de visie van het Ministerie van Financiën. In zijn beleids- en wetgevingsbrief van 20 oktober 2011,⁷¹ dezelfde dag dat de MiFID II-voorstellen werden gepubliceerd, staat dat Nederland zal inzetten op een provisieverbod voor beleggingsondernemingen op Europees niveau dat geldt voor alle bedieningsconcepten, te weten vermogensbeheer, advies en *execution-only*. Daarbij wordt opgemerkt dat als een verbod op Europees niveau niet (volledig) haalbaar mocht blijken, de Minister dan nationale stappen zal ondernemen om deze provisies te verbieden.^{72,73} De vraag is of dit laatste mogelijk is. In art. 4 van de MiFID-uitvoeringsrichtlijn staat aangegeven in welke omstandigheden lidstaten aanvullende eisen mogen opleggen. Zo moeten de concrete risico's die met de eisen worden tegengegaan, van bijzonder belang zijn in de omstandigheden die eigen zijn aan de marktstructuur van de desbetreffende lidstaat, of moeten met de eisen risico's of problemen worden tegengegaan die ontstaan of aan het licht komen na de datum van toepassing van de richtlijn en die niet anderszins bij of krachtens EU-regels zijn geregeld. Van geen van beide vereisten lijkt hier sprake. Indien aanvullende eisen worden opgelegd, moet dit gemeld worden aan de Europese Commissie die dan kan beoordelen of wel voldaan wordt aan de daarvoor geldende vereisten. Overigens wordt in het consultatiedocument van de Europese Commissie van 8 december 2010 de vraag gesteld of het huidige art. 4 niet vervangen moet worden door een doorlopende verplichting voor lidstaten om de Europese Commissie op de hoogte te stellen van vereisten in aanvulling op de MiFID-bepalingen.⁷⁴

7. Opname- en bewaarverplichting

Op grond van de huidige, op MiFID gebaseerde, regels is een beleggingsonderneming verplicht informatie te bewaren ten aanzien van verleende diensten en uitgevoerde transac-

65. Brief van 22 februari 2011 met kenmerk FM/2011/6301 M.

66. Art. 24 lid 5 MiFID II-richtlijn en art. 24 lid 6 MiFID II-richtlijn.

67. Art. 24 lid 3 MiFID II-richtlijn.

68. Art. 24 lid 8 MiFID II-richtlijn.

69. Par. 7.2.4.

70. Amendment 70 en 71.

71. Brief van 20 oktober 2011 met kenmerk FM/2011/9075M.

72. Zie punt 10 van Bijlage III van de brief.

73. Waar wij het in dit artikel niet over hebben, is het provisieverbod dat vanaf 1 januari 2013 zal gaan gelden voor andere financiële producten dan financiële instrumenten. Dit zal onder meer gaan gelden voor hypotheek en levensverzekeringen. De grondslag voor dit verbod zal in de Wijzigingswet financiële markten 2013 worden neergelegd. Zie *Kamerstukken II* 2011/12, 33 236, nr. 2 en art. 86c BGf van de consultatieversie voor het Wijzigingsbesluit financiële markten 2013.

74. *Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive* van de Europese Commissie van 8 december 2010, par. 8.1.3.

ties. Deze informatie moet op een zodanige manier worden bewaard dat een toezichthouder aan de hand daarvan kan controleren of de beleggingsonderneming aan de relevante wet- en regelgeving voldoet.⁷⁵ De MiFID II-voorstellen voegen daaraan een nieuwe verplichting toe voor cliëntorders die door middel van telefonische of elektronische communicatiemiddelen aan de beleggingsonderneming worden doorgegeven. Als er gesproken wordt over elektronische communicatie, dan is het meest voor de hand liggende voorbeeld natuurlijk de e-mail. Maar naast e-mail worden ook andere elektronische communicatiemiddelen in bepaalde markten veel gebruikt, zoals messenger- en chatprogramma's. Voor al deze communicatievormen stelt de Europese Commissie in de MiFID II-voorstellen een opname- en bewaarverplichting voor.⁷⁶ Deze verplichting houdt in dat de beleggingsonderneming telefonische en elektronische communicatie moet opnemen en deze opnames gedurende een periode van minimaal drie jaar moet bewaren. Indien de cliënt hierom verzoekt, is de beleggingsonderneming verplicht de opgenomen communicatie aan de cliënt te verstrekken.

De Commissie stelt deze verplichting voor waar het *execution-only* diensten en handel voor eigen rekening betreft. In een van de CESR consultatiedocumenten die voorafgingen aan de MiFID II-voorstellen gaf CESR drie redenen voor een dergelijke opname- en bewaarverplichting: als bewijs in geschillen tussen cliënt en beleggingsonderneming, als hulpmiddel bij het toezicht op de gedragsregels door de toezichthouders en ter voorkoming en opsporing van marktmisbruik.⁷⁷ In dit consultatiedocument werd deze opname- en bewaarplicht ook voorgesteld voor vermogensbeheerdiensten, maar dit voorstel is in de concept-richtlijn komen te vervallen. Het is echter merkwaardig dat de bewaarplicht in stand is gebleven voor de handel voor eigen rekening, aangezien voor handel in eigen rekening alleen de laatste reden (voorkoming en opsporing marktmisbruik) relevant lijkt te zijn. Dit roept de vraag op of een dergelijke ingrijpende bewaarplicht zijn doel niet voorbij schiet waar het handel voor eigen rekening betreft.

Het concept EP-rapport stelt een praktische verlichting voor ten aanzien van de opname- en bewaarverplichting. In het rapport wordt voorgesteld om adequate documentatie, bijvoorbeeld in de vorm van notulen of aantekeningen waarin de communicatie wordt weergegeven, naast opnames als optie te bieden om aan de opname- en bewaarverplichting te voldoen.⁷⁸ Voor bepaalde beleggingsondernemingen kan dit een minder kostbaar en gemakkelijker alternatief bieden om aan de voorgestelde opname- en bewaarverplichting te voldoen.

8. Varia

Tot slot stippen wij hieronder nog kort een aantal andere voorgestelde wijzigingen aan.

Verplichte beurshandel in derivaten

Door het uitbreken van de kredietcrisis is de handel in derivaten, en dan met name *over-the-counter*-derivaten (OTC-derivaten), hoog op de agenda gekomen van de internationale politiek. Dit heeft op de G20-bijeenkomst in Pittsburgh in september 2009 geleid tot afspraken tot de regulering van OTC-derivaten. Afgesproken is om voor het einde van 2012 regels te implementeren voor de verplichte beurshandel van (geschikte) derivaten, verplichte centrale clearing van (geschikte) derivaten, verplichte rapportage van derivatentransacties aan centrale databanken (trade repositories)

en het verhogen van kapitaalsvereisten voor financiële ondernemingen voor derivatentransacties die niet centraal gelearnd worden. De Europese Unie zal de afspraak ten aanzien van de verplichte beurshandel van derivaten in wetgeving implementeren door middel van MiFIR. De verplichte centrale clearing van bepaalde derivatentransacties wordt in de *European Markets Infrastructure Regulation* (EMIR) geregeld.⁷⁹ De hiervoor in aanmerking komende derivaten moeten op grond van MiFIR verhandeld worden op een gereguleerde markt, een MTF, de nieuw in MiFID II te introduceren *organised trading facility* of een met deze handelsplatformen gelijk te stellen handelsplatform van buiten de EER. Deze verplichting zal gaan gelden voor bepaalde, door ESMA aangewezen, derivaten. Het gaat daarbij om gestandaardiseerde derivaten, die geschikt zijn voor clearing (op basis van EMIR) en bovendien voldoende liquide zijn voor verhandeling op een handelsplatform. Deze verplichting zal, in tegenstelling tot de rest van MiFID/MiFIR, niet alleen van toepassing zijn op handel in derivaten door beleggingsondernemingen, maar ook op andere financiële ondernemingen, en zelfs op niet-financiële ondernemingen die de in EMIR gestelde drempels ten aanzien van het volume van derivatentransacties overschrijden.⁸⁰

Regels aan algoritmische handel en high frequency trading

De MiFID II-voorstellen bevatten specifieke voorschriften voor 'algoritmische handel'. Algoritmische handel wordt omschreven als 'handel waarbij een computeralgoritme automatisch bepaalde aspecten van orders vaststelt met weinig of geen menselijke tussenkomst'.⁸¹ Hieronder valt ook de zogenaamde *high frequency trading*, een algoritmische methode waarbij op hoge snelheid een analyse wordt gevormd en op grond daarvan orders worden ingelegd of aangepast. De Europese Commissie signaleert een aantal risico's dat verbonden is aan deze handel, zoals een groter risico op overbelasting van handelsplatforms, overreactie van de modellen op bepaalde marktgebeurtenissen en mogelijk marktmisbruik.⁸² De Commissie stelt daarom maatregelen voor die specifiek gericht zijn op handelaren die van deze handelsmethoden gebruik maken.⁸³ Deze bevatten onder meer de verplichting om doeltreffende systemen en risicocontroles te hebben, maar ook de verplichting om jaarlijks aan de toezichthouder te rapporteren over onder meer de strategieën en controles. Ook is een aantal van de maatregelen gericht op de handelsplatformen die toegang bieden aan handelaren die van algoritmische handelsmethoden gebruik maken. Deze handelsplatformen moeten er bijvoorbeeld voor zorgen dat hun handelssystemen berekend zijn op gro-

75. Art. 13 lid 6 MiFID, art. 35 BGfo.

76. Art. 16 lid 7 MiFID II-richtlijn.

77. CESR/10-417, p. 7, nr. 17.

78. Amendment 53 tot wijziging van art. 16 lid 7 MiFID II-richtlijn, p. 39.

79. Zie voor een uitgebreide beschrijving van EMIR: B.J.A. Zebregs, 'Verplichte clearing van OTC-derivaten in Europa', *FR* 2011-1/2, p. 5-17.

80. Art. 24 lid 1 MiFIR.

81. Art. 4 lid 30 MiFID II-richtlijn.

82. Overweging 46 MiFID II-richtlijn.

83. Art. 17 MiFID II-richtlijn.

te orderstromen en bijvoorbeeld de handel kunnen stilleggen bij onverwachte koersschommelingen.

Koppelverkoop

Bij het verlenen van beleggingsdiensten is het niet ongebruikelijk dat tegelijk met een beleggingsdienst een andere financiële dienst wordt aangeboden door dezelfde beleggingsonderneming. De Europese Commissie signaleert in de MiFID II-voorstellen dat een cliënt van een dergelijke koppeling voordelen kan ondervinden, zoals prijsvoordelen en gemak, maar ook nadelen, zoals een beperking van de mobiliteit en van concurrentie.⁸⁴ Vanwege deze nadelen richt de Europese Commissie zich in de MiFID II-voorstellen op het gebundeld verkopen van twee of meer financiële diensten, waarvan er tenminste één niet afzonderlijk af te nemen is. Indien sprake is van bundeling van financiële diensten wordt de beleggingsonderneming onder andere verplicht om de cliënt te informeren of het gezamenlijk afnemen van de diensten een voorwaarde is voor het sluiten van de overeenkomsten en de cliënt te informeren over de kosten van de afzonderlijke onderdelen.⁸⁵ Daarnaast wordt aan ESMA de bevoegdheid gedelegeerd om richtsnoeren op te stellen ter bepaling van wanneer koppelverkoop in strijd is met algemene beginselen van beleggerbescherming zoals het op loyale, professionele en billijke wijze inzetten voor de belangen van de cliënt.⁸⁶

9. Tot slot

En dan hebben we het nog niet gehad over de regels voor beleggingsondernemingen uit derde landen, de rapportageverplichtingen, de regels ter zake van sancties door toezichthouders en de andere nieuwe bepalingen in de MiFID II-voorstellen. Duidelijk is wel dat het hier meer betreft dan een beperkte herziening. Uit het concept EP-rapport blijkt dat een groot aantal voorstellen controversieel is. Alle reden om dit proces nauwgezet te volgen om alvast een goed beeld te krijgen van de toekomstige wijzigingen, ook al ligt implementatie nog wel een paar jaar in de toekomst.

84. Overweging 54 MiFID II-richtlijn.

85. Art. 24 lid 7 MiFID II-richtlijn.

86. Art. 24 lid 7 MiFID II-richtlijn.