

Vergaderjaar 2012–2013

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 971**

**BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 29 november 2012

Bijgaand treft u aan de door de vaste commissie voor Financiën verzochte kabinetsappreciatie van het voorstel van de Europese Commissie tot herschikking van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID) en van de Verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR).

De minister van Financiën,  
J. R. V. A. Dijsselbloem

## **Versnelde kabinetsappreciatie van de MiFID/MiFIR-voorstellen**

### **1. Aanleiding**

Bij brief van 21 november jl. heeft de vaste commissie voor Financiën mij verzocht om te bevorderen dat er spoedig een kabinetsappreciatie van het voorstel van de Europese Commissie tot herschikking van de richtlijn markten voor financiële instrumenten («MiFID») en van de Verordening markten voor financiële instrumenten («MiFIR») naar Uw Kamer wordt verzonden. Via deze brief wordt u op hoofdlijnen geïnformeerd over de stand van zaken van de MiFID/MiFIR-onderhandelingen binnen de Europese Raad («Raad») ten aanzien van de voor Nederland belangrijkste onderwerpen. Verder wordt u geïnformeerd over het standpunt van het Europees Parlement («EP») in eerste lezing met betrekking tot die onderwerpen en het verwachte tijdpad van de onderhandelingen, voor zover dat tijdpad thans bekend is.

### **2. Provisieverbod voor beleggingsondernemingen («Inducements»)**

In de MiFID wordt voorgesteld om de gedragsregels voor beleggingsondernemingen aan te scherpen, waaronder de regels op het gebied van provisies. Hiertoe heeft de Commissie in haar voorstel voor de herschikking van de richtlijn een voorzet gedaan waarbij provisies worden verboden voor vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies. Nederland zou het liefst zien dat er op Europees niveau een verbod komt voor het ontvangen van alle soorten provisies van derden en dat dit verbod geldt voor alle bedieningsconcepten.

Om te waarborgen dat beleggingsondernemingen volledig in het belang van de klant handelen, dienen beleggingsondernemingen volgens Nederland alleen direct door de klant te worden betaald voor hun diensten. Momenteel kunnen provisies van aanbieders van financiële instrumenten (o.a. beleggingsfondsen en gestructureerde producten) er voor zorgen dat de beleggingsonderneming zich in haar dienstverlening laat leiden door andere belangen dan het klantbelang. Zo kunnen provisies er toe leiden dat een beleggingsonderneming in haar dienstverlening kiest voor een product waarvoor zij de hoogste provisie ontvangt, terwijl dit product niet altijd in het belang van de klant is.

Mijn ambtsvoorganger heeft in maart 2011 in het kader van het Actieplan financiële sector uw Kamer per brief laten weten zich tijdens de MiFID/MiFIR-onderhandelingen in te zullen zetten voor een provisieverbod voor beleggingsondernemingen op Europees niveau.<sup>1</sup> Daarbij heeft hij aangegeven dat wanneer een verbod op Europees niveau (op korte termijn) niet haalbaar blijkt, alsnog nationaal stappen zullen worden ondernomen om provisies te verbieden.

Binnen de Raad en het EP is geen brede steun voor een Europees provisieverbod voor beleggingsondernemingen. Nederland ziet zich in haar standpunt slechts gesteund door één grote lidstaat en enkele kleinere lidstaten. Een andere grote lidstaat verzet zich hevig tegen een provisieverbod voor beleggingsondernemingen. Dit heeft er toe geleid dat in de Raad (en tot op zekere hoogte in het EP) het provisieverbod voor vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies, zoals voorgesteld door de Commissie, is vervangen door een verbod op het «vasthouden» (retain) van provisies. Dit zou betekenen dat beleggingsondernemingen nog wel provisies zouden mogen ontvangen, maar verplicht worden deze «door te geven» aan de klant.

<sup>1</sup> Kamerstukken II 2010/11, 31 980, nr. 38, blz. 5-6.

In de tekst van het EP is (wel) een provisieverbod opgenomen, zij het slechts voor onafhankelijk beleggingsadvies. Voor de overige belegging-diensten bepaalt deze tekst dat kan worden volstaan met het enkel verschaffen van transparantie over de ontvangen provisies. Lidstaten zouden op grond van de tekst van het EP zelf kunnen bepalen of zij beleggingsondernemingen alsnog willen verplichten om provisies door te geven aan de klant.

Nederland heeft daarnaast in de Raad bereikt dat in de huidige compromistekst een bepaling is opgenomen die lidstaten de ruimte geeft om additionele maatregelen te treffen met betrekking tot het onderwerp provisies. Ook het standpunt van het Europees Parlement in eerste lezing bevat een dergelijke bepaling voor minimumharmonisatie ten aanzien van het onderwerp provisies. Een dergelijke bepaling zou Nederland de ruimte geven om (nationaal) een provisieverbod voor beleggingsondernemingen in te voeren, mogelijk ook voor de beleggingsdiensten «niet-onafhankelijk» advies en execution-only.

### **3. Toegang tot centrale tegenpartijen en handelsplatformen («Open access»)**

In MiFIR zijn bepalingen opgenomen met betrekking tot de toegang tot centrale tegenpartijen («Central Counter Party»: CCP) en gereguleerde handelsplatformen. Belangrijk doel van die bepalingen is handelsmonopolies op derivaten te doorbreken en de afwikkeling (clearing) van derivaten meer concurrerend te maken. Hiertoe bevat MiFIR de volgende drie voorstellen.

- 1) De CCP moet, ongeacht het handelsplatform, de clearing non-discriminatoir accepteren. Toegang tot de CCP kan alleen worden geweigerd als dat zou leiden tot een systeemrisico of als dat de ordelijke werking van de markten zou bedreigen.
- 2) Het handelsplatform moet de transactiegegevens (trade feeds) die nodig zijn voor de clearing afgeven aan de CCP's. Ook hier geldt dat een uitzondering op de toegang kan worden gemaakt, onder meer wanneer toegang de ordelijke werking van de markten zou verstoren.
- 3) Partijen moeten voor een redelijke prijs toegang bieden tot de intellectuele eigendom van hun indices en andere financiële instrumenten. Dit heeft onder meer betrekking op de geclaimde intellectuele eigendomsrechten op het gebruik van bijvoorbeeld het merk «AEX» op optie/future contracten.

Nederland is voorstander van de hiervoor genoemde voorstellen. Deze open access bepalingen zijn van belang om de concurrentie tussen de verschillende handelsplatformen te bevorderen. Als gevolg van MiFID I is de concurrentie tussen handelsplatformen (met name voor aandelen) al sterk toegenomen, hetgeen forse kostenreducties en innovatie met zich mee heeft gebracht. Verwacht kan worden dat deze MiFIR-bepalingen een sterke stimulans zijn voor de derivatenmarkt. Nederland wil eigenlijk verder gaan door ook de handel buiten handelsplatformen om («Over The Counter»: OTC) bij de open access bepalingen te betrekken in vervolg op de G20-afspraken dat OTC derivaten zoveel mogelijk centraal gecleard moeten worden. Nederland heeft voor dit standpunt echter onvoldoende steun binnen de Raad.

Daarnaast is Nederland van oordeel dat de weigeringsgronden voor toegang tot een CCP en toegang tot een handelsplatform gelijk moeten zijn, dat wil zeggen dat alleen toegang kan worden geweigerd wanneer de ordelijke werking van de markten wordt bedreigd of wanneer er sprake is van een systeemrisico. In de laatste compromis tekst van de Raad (ten aanzien van de toegang tot een handelsplatform) worden ook andere

weigeringsgronden genoemd, waaronder liquiditeitsfragmentatie. Nederland kan hier niet mee instemmen. Hoewel liquiditeitsfragmentatie onderdeel is van de toets van de toezichthouder bij de beoordeling van toegang, kan het niet op zichzelf een reden zijn voor weigering van toegang.

Ten aanzien van het krachtenveld met betrekking tot de open access bepalingen kan worden opgemerkt dat één grote lidstaat (met steun van een andere, kleinere, lidstaat) sterk tegen de open access bepalingen is. Deze grote lidstaat wil de betreffende bepalingen schrappen. Twee andere lidstaten, waaronder één andere grote lidstaat, zijn net als Nederland uitgesproken voorstander van de open access bepalingen.

Het voorstel van het EP beperkt de toegang tot een CCP en tot een handelsplatform tot de afwikkeling van effecten (transferable securities) en geldmarktinstrumenten (money market instruments) en gaat daarmee minder ver dan het voorstel van de Raad, dat ziet op *alle* financiële instrumenten. Daarnaast wil het EP een nieuwe verplichting invoeren voor de exploitant van een handelsplatform. Ingevolge deze verplichting dient de exploitant er voor te zorgen dat alle transacties in aandelen (equities) en obligaties (bonds) die verricht worden op een handelsplatform, centraal worden afgewikkeld door een CCP, mits die CCP de afwikkeling van de betreffende financiële instrumenten accepteert. Tot slot vervalt in de tekst van het EP de verplichting voor partijen om voor een redelijke prijs toegang te bieden tot de intellectuele eigendom van hun indices en andere financiële instrumenten en wijkt hiermee af van de laatste compromistekst van de Raad.

#### **4. Transparantie voor handelsplatformen**

Het MiFIR-voorstel bevat bepalingen met betrekking tot de transparantie vóór en na de handel, waaronder het publiceren van bied- en laatprijzen (pre-trade transparency) en het publiceren van transacties (post-trade transparency). De huidige MiFID kent vier typen vrijstellingen (waivers) van de pre-trade transparantieplichtingen voor aandelen en vergelijkbare rechten (equities) die de bevoegde toezichthouder kan verlenen:

- 1) vrijstelling voor orders waarvan het volume significant groter is ten opzichte van de normale omvang van een order (large in scale);
- 2) vrijstelling voor orders die in een zogeheten order management facility worden gehouden;
- 3) vrijstelling voor orders die tot stand zijn gekomen via een reference price model;
- 4) vrijstelling voor orders die al tot stand zijn gekomen (negotiated trades)

Nederland is voorstander van handhaving van deze (vier) vrijstellingen en wordt daarin gesteund door een tweetal lidstaten, waaronder een grote lidstaat. De Commissie wil daarentegen alleen de large in scale waiver behouden. Een klein aantal andere lidstaten steunt dit standpunt van de Commissie. Overige lidstaten zijn verdeeld over de vraag welke vrijstellingen moeten worden behouden en op welke wijze deze vrijstellingen dienen te worden vormgegeven.

Ten aanzien van equities wil het EP de vrijstellingen voor orders die in een zogeheten order management facility worden gehouden en voor orders die al tot stand zijn gekomen (negotiated trades) schrappen. Ten aanzien van non-equities (waaronder derivaten en obligaties) stelt het EP voor om de pre-trade transparantieplichtingen alleen van toepassing te verklaren voor zover de non-equities voldoende liquide zijn. De liquiditeit zal worden vastgesteld door de bevoegde autoriteiten aan de hand van

door European Securities and Markets Authority (ESMA) vastgestelde standaarden en berekeningsmethoden. Daarnaast kunnen bevoegde autoriteiten ingevolge de EP-tekst vrijstelling verlenen van de pre-trade transparantieplichting (voor zowel equities als non-equities), waaronder een vrijstelling voor grote transacties (large in scale). Tot slot schrapt het EP de verplichting om altijd de volumegegevens (de omvang) van de transactie te publiceren.

#### **4. Organised Trading Facility («OTF»)**

Op dit moment kent de Europese regelgeving twee categorieën gereuleerde handelsplatformen: de gereguleerde markt («beurs») en de multilaterale handelsfaciliteit («MTF»). Voorgesteld wordt een derde categorie te introduceren: de Organised Trading Facility («OTF»). Eén van de doelstellingen van dat voorstel is de handel in financiële instrumenten die thans niet via gereuleerde handelsplatformen plaatsvindt, maar (bijvoorbeeld) via zogenaamde broker crossing systems («BCS»), via een gereuleerd handelsplatform, te weten de OTF, te laten plaatsvinden. Hiermee wordt onder meer bewerkstelligd dat verplichtingen inzake transparantie voor en na de handel, zoals deze thans gelden op beurzen en MTF's, ook zullen gelden voor de handel op de OTF.

Binnen de Raad bestaat er nog geen overeenstemming over de voorstellen met betrekking tot de OTF. Hoewel er vrij brede steun is voor het voorstel tot invoering van de OTF, waaronder van Nederland, is er nog geen gemeenschappelijk standpunt met betrekking tot enige belangrijke elementen van die voorstellen. Zo is er nog geen overeenstemming binnen de Raad over de vraag welke financiële instrumenten op de OTF verhandeld kunnen worden: alleen non-equities, zoals onder meer het EP voorstelt, of (conform het voorstel van de Commissie) ook equities.

Een ander element waarover binnen de Raad (nog) geen overeenstemming is bereikt, is het verbod voor de OTF-exploitant om tegen eigen rekening (op de OTF) te handelen («proprietary capital trading»). Voor een dergelijk verbod wordt gepleit door de Commissie, het EP en enige lidstaten. Dit mede vanwege het risico op een «conflict of interest» tussen de OTF-exploitant die tegen eigen rekening handelt en de cliënt die met die exploitant een transactie aangaat. Naar het oordeel van enige andere lidstaten, waaronder Nederland, is een dergelijk absoluut verbod op het handelen tegen eigen rekening schadelijk voor de liquiditeit van de OTF en zal het dit handelsplatform minder aantrekkelijk maken voor (Nederlandse) institutionele beleggers. Verder zijn laatstbedoelde lidstaten van oordeel dat de voorstellen voldoende waarborgen bevatten die het risico op een «conflict of interest» voorkomen, dan wel sterk doen afnemen. In de laatste compromistekst van het voorzitterschap is aan de hiervoor geschetste zorgen met betrekking tot het verbod om tegen eigen rekening te handelen (gedeeltelijk) tegemoet gekomen door te bepalen dat handelen tegen eigen rekening in bepaalde gevallen is toegestaan, indien de betrokken cliënt daarmee instemt.

#### **5. Algorithmic trading en High Frequency Trading**

Het MiFID-voorstel van de Commissie bevat verschillende maatregelen die betrekking hebben op de geautomatiseerde handel in financiële instrumenten waarbij gebruik wordt gemaakt van algoritmes. Tot deze categorie behoort onder meer High Frequency Trading (HFT). HFT is een techniek waarbij met behulp van wiskundige algoritmes en grote uitvoeringssnelheid bepaalde handelsstrategieën, zoals marketmaking en statistische arbitrage, worden uitgevoerd. HFT dient niet te worden gezien als een handelstrategie op zichzelf, maar als een middel om de eerder

genoemde strategieën in de praktijk te kunnen brengen. In veel gevallen wordt HFT bedreven door handelaren die met eigen kapitaal handelen in financiële instrumenten.

Op grond van het voorstel van de Commissie dienen algoritmehandelaren inzage te geven in hun handelsstrategieën en interne beheersmaatregelen en worden aan de toelating van dergelijke handelaren tot een handelsplatform voorwaarden verbonden. Daarnaast dienen beleggingsondernemingen die actief willen zijn in algoritmehandel te beschikken over effectieve risicomanagement systemen. Ook is in het voorstel van de Commissie de verplichting opgenomen dat beleggingsondernemingen die gebruik maken van algoritmes permanent als *market maker*<sup>1</sup> moeten optreden, ongeacht de marktomstandigheden. Verder worden maatregelen voorgesteld die in het bijzonder betrekking hebben op HFT, zoals de introductie van zogenoemde *circuitbreakers*.<sup>2</sup>

Verschillende lidstaten, waaronder twee grote lidstaten, evenals het EP zijn voorstander van een strenge regulering en ontmoediging van HFT. Volgens enige andere lidstaten heeft HFT wel duidelijke voordelen (zoals verhoogde liquiditeit op de financiële markten), zij het dat ook deze lidstaten, waaronder Nederland, van oordeel zijn dat een adequaat toezichtsregime voor algoritmehandelaren (waaronder HFT) wenselijk is. Dit in verband met het risico dat toepassing van dergelijke handelsstrategieën de financiële markten kunnen verstoren.

Een van de voorstellen van de Commissie waarmee Nederland en enkele andere lidstaten, waaronder één grote lidstaat, zich niet kan verenigen is de verplichting om bij het gebruik van algoritmes permanent de functie van *market maker* te vervullen. Een dergelijke verplichting zou het gebruik van algoritmes voor orderuitvoering in de praktijk vrijwel onmogelijk maken en is zeer risicovol voor desbetreffende beleggingsonderneming indien deze ook bij «slechte» marktomstandigheden voortdurend liquiditeit moet blijven verschaffen.

Het huidige voorzitterschap heeft gehoor gegeven aan de Nederlandse bezwaren met betrekking tot de *market maker* verplichting door in de laatste compromistekst op te nemen dat algoritmehandelaren nog steeds vrijwel continu in de markt «aanwezig» moeten zijn, maar nu enkel gedurende een bepaalde periode (tijdens de opening van de beurs), tenzij zich bijzondere marktomstandigheden voordoen.

## 6. Grondstoffenderivaten

Eén van de in MiFID opgenomen voorstellen die reeds enige politieke aandacht in Nederland heeft gekregen, is de regulering van de handel in grondstoffenderivaten.<sup>3</sup> Die aandacht houdt verband met de volatiliteit van de prijzen van agrarische grondstoffen. Bij motie van de leden De Lange en Koopmans uit uw Kamer is de Nederlandse regering verzocht zich in te zetten voor een versterking van MiFID en MiFIR zodat de daarin opgenomen voorschriften met betrekking tot transparantie, toezicht en (ex ante) positielimieten «niet onder doen» voor de terzake in de Verenigde Staten van Amerika (VS) geldende voorschriften.<sup>4</sup>

Ter uitvoering van die motie heeft de regering bij brief van 18 juli 2012 de Kamer geïnformeerd over de stand van zaken van de Raadsonderhandelingen voor zover die onderhandelingen betrekking hebben op grondstoffenderivaten.<sup>5</sup> Ook in de tweede helft van 2012 hebben de raadsonderhandelingen zich wat betreft het onderwerp grondstoffenderivaten toegespitst op de verplichting tot het toepassen van positielimieten en in het bijzonder op de vraag wie die positielimieten moet vaststellen en op de (voorgestelde) uitzonderingen op die verplichting. Positielimieten hebben

<sup>1</sup> Market maker: persoon die op de financiële markten doorlopendelijk geeft van de bereidheid voor eigen rekening te handelen door financiële instrumenten tegen door hem vastgestelde prijzen te kopen en te verkopen (artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht).

<sup>2</sup> Een door een gereguleerd handelsplatform of toezichthouder ingestelde regel die bedoeld is om de handel tijdelijk stil te kunnen leggen bij prijsschokken.

<sup>3</sup> Kamerstukken II 2011/12, 31 532, nr. 75.

<sup>4</sup> Kamerstukken II 2011/12, 31 532, nr. 85.

<sup>5</sup> Kamerstukken II 2011/12, 31 532, nr. 90.

tot doel het voorkomen van marktmisbruik en het bevorderen van een ordelijke koersvorming (bij de handel in deze financiële instrumenten). Via positielimieten kan een marktpartij, die handelt in grondstoffenderivaten (contracten) en die toepasselijke limiet overschrijdt, worden gedwongen om het aantal door hem aangegane grondstoffenderivatencontracten af te bouwen of (tijdelijk) worden verboden om nieuwe contracten aan te gaan.

In de hiervoor genoemde brief van 18 juli jl. heeft de regering opgemerkt dat zij de voorstellen steunt die ertoe strekken dat bij de handel in grondstoffenderivaten – op een gereguleerd handelsplatform – steeds positielimieten moeten worden toegepast. De laatste compromistekst van de Raad is in lijn met die reactie van de regering alsmede met het door het EP in eerste lezing ingenomen standpunt. Enkele lidstaten vinden dat de compromistekst wat betreft de toepassing van positielimieten te strikt en daardoor ondoelmatig is. Die lidstaten bepleiten een systeem van «*position management controls*» waarvan positielimieten deel uit kunnen maken.

Ten aanzien van de vraag wie die positielimieten dient vast te stellen, regelt de hiervoor genoemde compromistekst dat de positielimieten moeten worden vastgesteld door de bevoegde (nationale) toezichthouder en niet, zoals voorgesteld door de Commissie en bepleit door het EP, door (de exploitant van) het handelsplatform waarop de grondstoffenderivaten worden verhandeld. Met deze wijziging van het commissievoorstel wordt aansluiting gezocht bij het in de VS geldende regime waar de bevoegde toezichthouder, de U.S. Commodity Futures Trading Commission («CFTC»), is belast met het vaststellen van positielimieten. Daarnaast heeft het voorzitterschap op aandringen van enkele grote lidstaten het aantal uitzonderingen op de verplichting tot het toepassen van positielimieten teruggebracht. In het voorstel van de Commissie en het standpunt van het EP wordt rekening gehouden met een minder stringent systeem van uitzonderingen.

## **7. Verwachte tijdpad**

Wat betreft het tijdpad van de Raadsonderhandelingen kan worden opgemerkt dat deze niet in 2012 zullen worden afgerond omdat er (nog) geen overeenstemming binnen de Raad is bereikt. In verband hiermee heeft het huidig voorzitterschap besloten om het onderwerp MiFID/MiFIR niet (meer) op de agenda van de Ecofin van 4 december 2012 op te nemen. Volgens de thans voorliggende planning zal in december 2012 nog één raads werkgroep plaatsvinden. Naar verwachting zullen de raadsonderhandelingen over de MiFID/MiFIR-voorstellen pas in de eerste helft van 2013 (onder het inkomend voorzitterschap van Ierland) worden afgegrond, waarna de triloog met het EP kan beginnen.

Tot slot merk ik op dat, indien de leden van de vaste commissie voor Financiën uit uw Kamer dit op prijs stellen, mijn ambtenaren gaarne bereid zijn om de MiFID/MiFIR-voorstellen nader toe te lichten in een technische briefing.