

## Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal  
Post 20018  
2500 EA Den Haag

### Directie Financiële Markten

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

### Ons kenmerk

FM/2013/992 U

### Uw brief (kenmerk)

26 april 2013

### Bijlagen

Datum 11 juni 2013

Betreft Stand van zaken onderhandelingen MiFID/MiFIR

Geachte voorzitter,

Naar aanleiding van het daartoe strekkende verzoek van 26 april jl. informeer ik uw Kamer over de actuele stand van zaken van de behandeling van het voorstel van de Europese Commissie ("EU Cie") tot herschikking van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten ("MIFIDII") en van de Verordening markten voor financiële instrumenten ("MiFIR").

Bij brief van 29 november 2012 heb ik uw Kamer reeds geïnformeerd over de stand van zaken van de raadsonderhandelingen en de in deze onderhandelingen door Nederland ingenomen standpunten ("versnelde kabinetsappreciatie"). Via onderhavige brief informeer ik u op hoofdlijnen over de ontwikkelingen - sinds eind vorig jaar - met betrekking tot de in de versnelde kabinetsappreciatie opgenomen MiFIDII/MiFIR-onderwerpen.

#### 1. Procedureel (tjdpad)

Zoals hieronder in meer detail zal worden geschetst, hebben de lidstaten ondertussen over verschillende onderwerpen overeenstemming weten te bereiken. De belangrijkste onderwerpen waarover nog geen volledig compromis is bereikt, maar waarover een akkoord hopelijk ook snel kan worden gevonden, zijn "open access", transparantie voor en na de handel en de Organized Trading Facility ("OTF"). Op basis van de thans voorliggende compromistekst concludeert het Ierse raadsvoorzitterschap, daarin gesteund door onder meer Nederland, dat een *general approach* met betrekking tot de MiFIDII/MiFIR-voorstellen binnen handbereik ligt. Om die reden heeft het raadsvoorzitterschap de voorstellen geagendeerd voor het Coreper van 12 juni a.s. en de Ecofin van 21 juni a.s.. Nederland kan instemmen met het voorliggende compromisvoorstel. Als een *general approach* tot stand komt, kan worden aangevangen met de triloog. Mocht tijdens het Coreper blijken dat nog geen akkoord kan worden bereikt, dan zal de Ecofin een nadere discussie voeren.

## 2. *Non-discriminatoire toegang tot clearinghuizen en handelsplatformen ("open access")*

Directie Financiële Markten

Ons kenmerk  
FM/2013/992 U

In de afgelopen maanden was een van de belangrijkste geschilpunten bij de raadsonderhandelingen de zogenoemde "open access" bepalingen (de artikelen 28, 29 en 30 MiFIR). Deze bepalingen inzake non-discriminatoire toegang tot clearinghuizen (Central Counter Parties: CCPs) en gereguleerde handelsplatformen, beogen de bestaande handelsmonopolies op derivaten te doorbreken en de afwikkeling ("clearing") van derivaten meer concurrerend te maken. De verschillende (raads)delegaties waren sterk verdeeld over doel en strekking van de door de EU Cie voorgestelde open access bepalingen. Een aantal lidstaten, waaronder Nederland, steunt die voorstellen terwijl andere lidstaten de betreffende bepalingen willen schrappen.

Recentelijk hebben enige lidstaten intensief (bilateraal) overleg gevoerd over de open access bepalingen, waardoor er nu zicht is op een compromis met betrekking tot dit onderwerp. Nederland kan instemmen met het compromis zoals opgenomen in de hiervoor genoemde meest recente compromistekst. Weliswaar zijn er – om tegemoet te komen aan de bezwaren van de tegenstanders van open access – enige beperkingen verbonden en nadere eisen gesteld aan de toepassing van de open access-bepalingen, maar is het oorspronkelijke uitgangspunt dat er sprake dient te zijn van non-discriminatoire toegang tot CCPs en gereguleerde handelsplatformen overeind gebleven.

## 3. *Transparantie voor en na de handel ("pre and post trade transparency")*

In de versnelde kabinetsappreciatie van eind 2012 ben ik uitvoerig ingegaan op het onderwerp transparantie voor de handel ("pre trade transparency") en de redenen waarom Nederland, voor zover het large in scale orders in equities (zoals aandelen) betreft, pleit voor het behoud van de in het huidige MiFID-regime geldende vrijstellingen ("waivers") van de transparantieregels. De verschillende delegaties hebben nog geen overeenstemming met betrekking tot dit onderwerp kunnen bereiken. Gediscussieerd wordt met name over de vraag of, en zo ja, onder welke voorwaarden de zogenoemde reference price waiver ("RPW") en negotiated trade waiver ("NTW") kunnen worden toegepast. Het Ierse raadsvoorzitterschap heeft zogenoemde volume caps geïntroduceerd voor de RPW en de NTW. Nederland kan hiermee instemmen in het kader van een compromis, nu ook dit mechanisme het gebruik van de RPW en de NTW beperkt.

## 4. *Organized Trading Facility ("OTF")*

Eén van de voorstellen van de EU Cie waarover de afgelopen maanden uitvoerig is gesproken in de raads werkgroepen, is het voorstel om een nieuw type multilateraal handelsplatform, de Organized trading Facility ("OTF"), te introduceren.<sup>1</sup> Een belangrijke doelstelling van het voorstel tot introductie van de OTF is een omvangrijker deel van de handel in financiële instrumenten te laten plaatsvinden via gereguleerde (multilaterale) handelsplatformen. Hoewel er vrij brede steun is voor de introductie van de OTF bestaat er nog geen finale overeenstemming met betrekking tot alle aspecten van het OTF-voorstel. Zo

<sup>1</sup> Het huidige MiFID-regime kent twee categorieën multilaterale handelsplatformen, t.w. de gereguleerde markt (beurs) en de multilaterale handelsfaciliteit ("Multilateral Trading Facility": MTF).

pleiten enkele lidstaten ervoor dat niet alle financiële instrumenten op een OTF verhandeld zouden mogen worden. Die lidstaten stellen voor dat op de OTF wel non-equities (zoals derivaten en obligaties) maar geen equities (zoals aandelen) verhandeld zouden mogen worden. Verder bestaat nog discussie over de vraag of de exploitant van de OTF – op “zijn” OTF – tegen eigen rekening mag handelen (*proprietary trading*). Sommige lidstaten pleiten voor een (volledig) verbod en wijzen erop dat de exploitant van een multilateraal handelsplatform neutraal moet zijn, zodat er geen risico bestaat op enige vorm van belangenverstremming. Naar het oordeel van een andere groep van lidstaten, waartoe Nederland behoort, is het voor een goed functionerende en voldoende liquide OTF nodig dat op dat handelsplatform enige vorm van *proprietary trading*, door de OTF-exploitant, mogelijk is en dat zowel non equities als equities kunnen worden verhandeld op de OTF. Deze groep van lidstaten is tevens van opvatting dat de voorstellen voldoende waarborgen bevatten om het (eventuele) risico van belangenverstremming bij *proprietary trading* te mitigeren. Een OTF waarop alleen non-equities verhandeld mogen worden en waarop het de OTF-exploitant – zelfs bij illiquide derivaten of obligaties – verboden is tegen eigen rekening te handelen, zal niet erg aantrekkelijk zijn voor institutionele beleggers. Met OTF’s waarop geen of vrijwel geen institutionele beleggers actief zullen zijn, zal de hiervoor geschetste doelstelling voor de introductie van de OTF niet worden gerealiseerd. Als compromis heeft het Ierse voorzitterschap nu voorgesteld dat zowel equities als non-equities op de OTF verhandeld mogen worden en dat enige vorm van handel tegen eigen rekening door de OTF-exploitant in een beperkt aantal gevallen mogelijk wordt. Nederland kan instemmen met dit compromisvoorstel.

##### *5. Algoritme-handel en high frequency trading (“HFT”) technieken*

Met betrekking tot de in MiFIDII opgenomen voorstellen om algoritme handel en high frequency trading te reguleren, hebben zich sedert de versnelde kabinetsappreciatie van eind 2012 geen significante wijzigingen voorgedaan. Er is derhalve sprake van een brede steun voor die voorstellen, die er – op hoofdlijnen – als volgt uitzien.

Op grond van de voorstellen moeten alle personen die HFT-technieken toepassen, beschikken over een vergunning om het bedrijf van beleggingsonderneming te mogen uitoefenen. Dit betekent dat die personen aan alle eisen die MiFID aan dergelijke financiële ondernemingen stelt, moeten voldoen. Verder zullen beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven over effectieve risicomangement systemen en interne beheersingsystemen moeten beschikken om onordelijke handel en misbruik van systemen te voorkomen. Ook dienen deze beleggingsondernemingen aan de toezichthouder inzage te geven in hun handelsstrategieën en moeten zij de door computeralgoritmes gegenereerde orders markeren (“algo-flagging”). Toezichthouders en handelsplatformen krijgen hierdoor beter inzicht in handelspatronen hetgeen hen beter in staat stelt om gedrag te onderkennen dat de ordelijke werking van de markt verstoort of dreigt te verstoren. Voorts verplicht MiFIDII de beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven om continu voor liquiditeit te zorgen, indien zij bepaalde market making strategieën uitvoeren.

MiFIDII voorziet met het oog op algoritme-handel ook in specifieke verplichtingen voor handelsplatformen. Zo zullen handelsplatformen moeten beschikken over

effectieve risicomanagement systemen om de robuustheid van hun handelssystemen te waarborgen. Een vergelijkbare verplichting geldt voor partijen die betrokken zijn bij de uitvoering van orders of die de orderuitvoering faciliteren. Ook zullen handelsplatformen moeten voorzien in zogenaamde *circuit breakers*, waarmee de handel voor een korte periode kan worden stilgelegd in geval van extreme prijsvolatiliteit. Hiermee wordt marktpartijen een adempauze geboden, die zij kunnen gebruiken om relevante (nieuwe) informatie te verwerken en om zo nodig hun handelssystemen en -algoritmes op hun juiste werking te controleren, zodat de handel weer op ordelijke wijze kan worden hervat. Verder zijn ter regulering van algoritmehandel, waaronder begrepen HFT, in MiFIDII regels opgenomen, die handelsplatformen in staat stellen om de *order-to-trade ratio* te beperken, de *order-flow* te vertragen ingeval de maximumcapaciteit van hun handelssystemen dreigt te worden bereikt alsmede om de (minimum) *tick sizes* te verruimen.<sup>2</sup> Tenslotte bevat MiFIDII voorschriften met betrekking tot co-locatie en de tariefstructuren van handelsplatformen. Nederland steunt de voorgestelde maatregelen met betrekking tot algoritme-handel.

#### 6. Grondstoffenderivaten en positielimieten

Ook voor wat betreft de in MiFIDII/MiFIR opgenomen voorstellen voor een systeem van positiemanagement voor grondstoffenderivaten(contracten), hebben zich sinds de versnelde kabinetsappreciatie van eind 2012 geen significante wijzigingen voorgedaan. Ook op dit onderwerp is sprake van brede steun.

Zoals ik uw Kamer reeds heb geïnformeerd per brief van 18 juli 2012<sup>3</sup> is in de huidige compromistekst van het Ierse voorzitterschap het voorschrift opgenomen dat positielimieten altijd deel dienen uit te maken van een systeem van positiemanagement. Daarnaast voorziet het compromisvoorstel – zoals ook uiteengezet in de versnelde kabinetsappreciatie – dat positielimieten niet worden vastgesteld en toegepast door de exploitant van het handelsplatform, maar door de nationale toezichthouder die rechtstreeks toezicht houdt op de handelsplatformen (binnen zijn jurisdictie).<sup>4</sup> Voorts geldt op grond van de compromistekst de verplichting om positielimieten vast te stellen en toe te passen niet alleen – zoals in de VS – voor fysiek afgewikkelde grondstoffenderivaten maar ook voor zogenoemde cash settled grondstoffenderivaten.<sup>5</sup> Nederland steunt de bovengenoemde maatregelen.

Een andere belangrijke wijziging in de MiFIDII/MiFIR-voorstellen ten opzichte van de voorstellen van de EU Cie is de beperking van de mogelijkheid om uitzonderingen (“*exemptions*”) vast te stellen van de verplichting om (steeds) positielimieten vast te stellen en toe te passen. De compromistekst kent overigens nog wel een zogenoemde “*bona fide hedging exemption*”, zoals deze ook is

<sup>2</sup> De *order-to-trade-ratio* betreft de verhouding tussen het aantal ingelegde orders en de uitgevoerde transacties. Met tick size wordt bedoeld de kleinste eenheid waarmee de prijs van een financieel instrument kan bewegen.

<sup>3</sup> Kamerstukken II 2011/12, 31 532, nr. 90.

<sup>4</sup> Deze wijziging van de MiFID/MiFIR-voorstellen is in lijn met de situatie in de VS. Op grond van section 6a(a)(2) van de U.S. Commodity Exchange Act (“CEA”) dient “the Commission” positielimieten vast te stellen voor (bepaalde) fysiek af te wikkelen grondstoffenderivatencontracten. Met “the Commission” wordt bedoeld op de Amerikaanse toezichthouder die rechtstreeks toezicht op handelsplatformen in de VS waarop dergelijke contracten worden verhandeld: de US Commodity Futures Trading Commission (“CFTC”).

<sup>5</sup> Vgl. section 6a(a)(2)(A) CEA.

opgenomen in de VS-wetgeving.<sup>6</sup> Kort samengevat houdt deze uitzondering in dat in bepaalde omstandigheden posities in grondstoffenderivaten (contracten), indien deze uitsluitend dienen tot het afdekken van risico's, zoals prijsfluctuaties ("hedgen"), niet in aanmerking hoeven te worden genomen bij de vaststelling van de omvang van de ingenomen (geaggregeerde) positie. Nederland steunt de voorstellen met betrekking de uitzondering op de toepassing van positielimieten.

#### *7. Provisieverbod voor beleggingsondernemingen ("inducements")*

In de versnelde kabinetsappreciatie heb ik uw Kamer bericht dat er geen brede steun is voor de voorstellen van de EU Cie voor een Europees provisieverbod bij (individueel) vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies. Als gevolg daarvan bevat de huidige compromistekst geen Europees provisieverbod, maar een verbod op het vasthouden ("retain") van provisies. Laatstgenoemd verbod houdt in dat een beleggingsonderneming provisies mag ontvangen, maar dat deze moeten worden doorgegeven aan de klant. In de tekst van het Europees Parlement (EP) is (wel) een provisieverbod opgenomen, zij het dat het verbod uitsluitend ziet op onafhankelijk beleggingsadvies. Met betrekking tot provisies bij andere beleggingsdiensten geldt ingevolge de EP-tekst alleen een transparantie-verplichting.

Mede vanwege de interventies van Nederland - daarbij gesteund door een andere (grote) lidstaat - bevat de huidige compromistekst een zogenoemde minimumharmonisatiebepaling, die Nederland voldoende ruimte biedt om nationaal een provisieverbod voor beleggingsondernemingen te introduceren. Ook de EP-tekst bevat een dergelijke minimumharmonisatiebepaling; doel en strekking van deze bepaling worden breed gesteund. Zoals ik uw Kamer reeds per brief heb geïnformeerd, ga ik ook gebruik maken van de ruimte die de richtlijn op dit punt biedt, door met ingang van 1 januari 2014 provisies voor beleggings-ondernemingen te verbieden.<sup>7</sup>

Hoogachtend,

de minister van Financiën,

J.R.V.A. Dijsselbloem

---

<sup>6</sup> Vgl. section 6a(a)(2)(A) CEA en artikel 59(1)(slot) MiFIDII.

<sup>7</sup> Kamerstukken II 2012/13, 32 545, nr. 13.