

MiFID II: De stand van zaken¹

Mr. L.J. Silverentand en mr. J.M. Sprecher²

1 Inleiding

Sinds november 2007 zijn de regels voor beleggingsdienstverlening uit de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)³ van kracht in Nederland. Deze Europese richtlijn is geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft). MiFID heeft vergaande gedragsregels geïntroduceerd voor beleggingsondernemingen, zoals een uitgebreide *best execution-verplichting*, een ingewikkeld cliëntenclassificatiesysteem en uitgebreide *know-your-customer-regels*.

Drie jaar na de inwerkingtreding van MiFID is een herzieningstraject ingezet. Na een uitgebreide consultatie door (toen nog) het *Committee of European Securities Regulators* en de Europese Commissie in 2010, heeft de Europese Commissie op 20 oktober 2011 concepten gepubliceerd voor 'MiFID II'.⁴ De voorstellen van de Europese Commissie voorzien in een herziening van veel MiFID-regels en de introductie van nieuwe regels. Deze voorstellen omvatten een aanpassing van MiFID zelf en een voorstel voor een nieuwe verordening (MiFIR).⁵

Na publicatie van de MiFID II-voorstellen van de Europese Commissie, is het Europese wetgevingsproces inmiddels in volle gang en hebben de voorstellen tot de nodige discussies op Europees niveau geleid. In deze bijdrage geven wij een overzicht van

1 Dit artikel is een bewerking van het artikel 'MiFID II: Een overzicht' dat in het Tijdschrift voor Financieel Recht verscheen in mei 2012 (FR 2012-5, p. 139-147).

2 Mr. L.J. Silverentand en mr. J.M. Sprecher zijn beiden advocaat bij NautaDutilh N.V. te Amsterdam.

3 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.

4 *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).

5 *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).

de belangrijkste bepalingen in de MiFID II-voorstellen en de gevolgen hiervan voor beleggingsondernemingen in Nederland. Onder andere komen aan bod de uitbreiding van de reikwijdte van MiFID, de aanpassingen op het gebied van cliëntenclassificatie en *know-your-customer* en het verplicht stellen van het opnemen en bewaren van onder meer e-mails. Wij zullen daarbij ook aandacht besteden aan de door de Europese Raad en het Europees Parlement voorgestelde wijzigingen op de MiFID II-voorstellen. Ook behandelen we de voor beleggingsondernemingen relevante ontwikkelingen op het gebied van provisies, waarvoor zowel op Europees als Nederlands niveau veel aandacht is.

2 Status / inwerkingtreding

De voorstellen van de Europese Commissie zijn tegelijk met de publicatie aan het Europees Parlement en de Europese Raad van Ministers voorgelegd. Dit luidde het begin in van de onderhandelingen, die uiteindelijk moeten leiden tot overeenstemming tussen het Europees Parlement en de Raad. In dit artikel bespreken wij waar relevant de voorlopige reactie van het Europees Parlement van 26 oktober 2012 en het voorstel van de voorzitter van de Raad van 21 juni 2013. Deze betreffen op het moment van schrijven van dit artikel de meest recente (openbare) voorstellen. De verwachting is op dit moment dat er begin 2014 overeenstemming bereikt wordt over de definitieve tekst van de voorstellen. Na vaststelling van de voorstellen zullen de aanpassingen vervolgens in de Nederlandse regelgeving moeten worden geïmplementeerd. Dit geldt niet voor MiFIR, die als verordening rechtstreeks in Nederland zal gelden. Het is echter de bedoeling dat beide set 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 volledig bekend is. Hiervoor zullen de aanvullende documenten van de Europese Commissie en ESMA afgewacht moeten worden.

3 Reikwijdte

De MiFID II-voorstellen voorzien in een uitbreiding van de reikwijdte van de regels in MiFID. In deze paragraaf bespreken wij de belangrijkste wijzigingen.

Structured deposits

In haar voorstel stelt de Europese Commissie voor om de regels in MiFID ook van toepassing te verklaren op *structured deposits*, die met of zonder advies door krediet-

instellingen worden aangeboden.⁶ Ook in de voorstellen van het Europees Parlement en de Raad is deze uitbreiding opgenomen (zij het voor wat betreft het voorstel van de Raad in gewijzigde vorm). *Structured deposits* worden omschreven als deposito's waarvan het rendement niet bepaald wordt aan de hand van een rentevoet, zoals bijvoorbeeld euribor⁷. Een goed voorbeeld van een *structured deposit* is een deposito waarbij de te vergoeden rente afhankelijk is van de stand van de AEX-index. Deze wijziging betekent dat kredietinstellingen bij *structured deposits* de MiFID-regels in acht zullen moeten nemen, zoals bijvoorbeeld de *know-your-customer* verplichting.

Beleggingsverzekeringen

In de uitgebreide *Impact Assessment*⁸ die tegelijk met de MiFID II-voorstellen van de Europese Commissie werd gepubliceerd, werd ook overwogen om de MiFID-regels van toepassing te verklaren op beleggingsverzekeringen. In de MiFID II-voorstellen van de Europese Commissie worden de MiFID-regels echter niet van toepassing verklaard op beleggingsverzekeringen. In de voorstellen van het Europees Parlement wordt voorgesteld om wél een deel van de MiFID-bepalingen, waaronder de *know-your-customer* verplichting, van toepassing te verklaren op beleggingsverzekeringen.⁹ Nu beleggingsverzekeringen mogelijk onder de reikwijdte van de herziene richtlijn verzekeringsbemiddeling (IMD2)¹⁰ zullen vallen en ook de voorstellen van de Raad geen uitbreiding tot beleggingsverzekeringen bevatten, is het de vraag of deze uitbreiding in de definitieve versie van MiFID II zal worden opgenomen.

Kredietinstelling / beleggingsonderneming als uitgevende instelling

Daarnaast bevatten zowel de voorstellen van de Europese Commissie, de Raad als het Europees Parlement een bepaling op grond waarvan de MiFID-regels ook van toepassing worden verklaard op kredietinstellingen/beleggingsondernemingen die zelf – zonder advies – financiële instrumenten uitgeven en vervolgens verkopen.¹¹ Hierbij moet niet alleen gedacht worden aan aandelen en obligaties, maar bijvoorbeeld ook aan *structured products*. Dit betekent dat de kredietinstelling of beleggingsonderneming in dat geval bijvoorbeeld de *know-your-customer* regels moet naleven. Dit is ook wel begrijpelijk in de situatie dat een niet-professionele belegger financiële instrumenten koopt van zijn bank of beleggingsonderneming en er sprake is van een dienstverlener-cliënt relatie:

6 Art. 1 lid 4 van het MiFID II-voorstel van de Raad.

7 Art. 4 lid 1 sub 34 van het MiFID II-voorstel van de Raad.

8 *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.

9 Art. 3a van het MiFID II-voorstel van het Europees Parlement.

10 *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insurance mediation (recast)*, COM(2012) 360/2, 2012/0175 (COD).

11 Art. 4 lid 1 sub 4 in het MiFID II-voorstel van de Raad.

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. De voorgestelde wijziging is naar onze mening niet begrijpelijk als er sprake is van een *principal-to-principal* relatie. Wij menen echter dat uit de bewoordingen 'on behalf of clients' in de definitie zelf en de eerste zin van de definitie van 'execution of orders on behalf of clients' in de MiFID II-voorstellen moet worden afgeleid dat in dat geval ook bij uitgifte en verkoop van financiële instrumenten de MiFID-regels niet van toepassing zijn.¹²

Bewaren van financiële instrumenten

Voorts heeft de Europese Commissie voorgesteld om het bewaren van financiële instrumenten als beleggingsdienst aan te merken. Tot nu toe is bewaren slechts een nevendienst. De voorgestelde wijziging zou betekenen dat entiteiten die bewaardiensten aanbieden zonder andere MiFID-diensten aan te bieden, een vergunning zullen moeten aanvragen. In de voorstellen van de Raad en het Europees Parlement is het bewaren van financiële instrumenten echter weer als nevendienst aangemerkt. Hiermee is vooralsnog niet duidelijk of MiFID II op dit punt een verandering teweeg zal brengen.

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* (OTF).¹³ De OTF is een handelsplatform dat geen gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit (MTF) is, maar waar wel koop- en verkooporders worden samengebracht (bijv. *broker crossing systems*)¹⁴. Houders van een OTF moeten een vergunning aanvragen. Daarnaast moeten zij zich aan bepaalde doorlopende vereisten houden, waaraan gereguleerde markten en MTFs zich ook moeten houden, alsmede aan bepaalde regels over de behandeling van cliënten. Een discussiepunt is nog in hoeverre OTFs orders tegen eigen boek mogen uitvoeren: in de voorstellen van de Europese Commissie en het Europees Parlement is dit niet toegestaan; in de voorstellen van de Raad is dit onder voorwaarden en met betrekking tot bepaalde financiële instrumenten wél toegestaan.¹⁵

12 Vgl. K.W.H. Broekhuizen en C.E. du Perron, De zorgplicht in twee gedaanten, in: D. Busch & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Christels Koers (afscheidsbundel prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol)*, Deventer: Kluwer 2013 (nog te verschijnen). De auteurs van deze bijdrage geven ook aan dat voor zover de MiFID II-bepalingen wél zien op een *principal-to-principal* relatie in 'MiFID II' de verkeerde oplossing wordt gekozen.

13 Bijlage I, Deel A (9) in het MiFID II-voorstel van de Raad.

14 Art. 2 lid 1 sub 7 MiFIR.

15 Art. 20 MiFID II-richtlijn.

Inperking van de uitzonderingen

Tot slot willen we nog kort aandacht besteden aan de uitzonderingen in MiFID. Zowel in de voorstellen van de Europese Commissie als de Raad als het Europees Parlement wordt voorgesteld om de huidige uitzonderingen drastisch in te perken. Allereerst worden 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 marketmakers of door handelaren voor eigen rekening die frequent op een georganiseerde en systematische wijze buiten een gereguleerde markt of een MTF om optreden door een voor derden toegankelijk systeem aan te bieden om met hen transacties te sluiten.¹⁶ Op basis van de MiFID II-voorstellen zullen beleggingsondernemingen die uitsluitend handelen voor eigen rekening daarnaast onder meer een vergunning nodig hebben als zij zich bezighouden met *high frequency algorithmic trading*.¹⁷ Algoritmische handel wordt omschreven als 'handel waarbij een computeralgoritme automatisch bepaalde aspecten van orders vaststelt met weinig of geen menselijke tussenkomst'.¹⁸ Hieronder valt *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 handelsplatformen, overreactie van de modellen op bepaalde marktgebeurtenissen en mogelijk marktmisbruik, reden waarom de uitzondering op dit punt wordt ingeperkt.¹⁹ En waar nu nog handelaren in grondstofderivaten 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. De precieze inperking van deze uitzonderingen vormt op het moment van het schrijven van dit artikel nog onderwerp van discussie.

4 Cliëntenclassificatie

In de aanloop naar de MiFID II-voorstellen is uitgebreid gesproken over het huidige systeem van cliëntenclassificatie.²⁰ Sinds de implementatie van MiFID worden er drie categorieën cliënten onderscheiden: (i) niet-professionele beleggers (ook wel *retail* beleggers genoemd), (ii) professionele beleggers en (iii) in aanmerking komende tegenpartijen (ook wel *eligible counterparties* of ECP's genoemd). Daarbij is het mogelijk om

16 Art. 1:18 sub h Wft.

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

18 Art. 4 lid 30 MiFID II-richtlijn.

19 Overweging 46 MiFID II-richtlijn.

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

van categorie te wisselen. Zo kan een niet-professionele belegger om behandeling als professionele belegger of als in aanmerking komende tegenpartij verzoeken. Dit wordt een *opt-up* genoemd. Aan toekenning van een *opt-up* verzoek zijn bepaalde voorwaarden verbonden. Daarnaast kan een professionele belegger of in aanmerking komende tegenpartij om behandeling als niet-professionele belegger verzoeken en kan een in aanmerking komende tegenpartij om behandeling als professionele belegger verzoeken. Dit wordt een *opt-down* genoemd. Zowel *opt-up* als *opt-down* kan betrekking hebben op een specifieke beleggingsdienst, op specifieke transacties of voor de gehele relatie tussen cliënt en de beleggingsonderneming.

Welk beschermingsniveau geldt voor een cliënt is afhankelijk van de classificatie. Voor de niet-professionele belegger geldt het hoogste beschermingsniveau en voor de in aanmerking komende tegenpartij het laagste beschermingsniveau. Indien een beleggingsonderneming beleggingsdiensten verleent ten behoeve van een in aanmerking komende tegenpartij, is een groot aantal gedragsregels niet van toepassing.²¹ Deze uitzondering geldt echter uitsluitend voor het ontvangen en doorgeven van orders, het uitvoeren van orders en het verlenen van rechtstreeks daarmee verband houdende nevendiensten en niet voor het verlenen van overige beleggingsdiensten (zoals beleggingsadvies en vermogensbeheer).

De MiFID II-voorstellen bevatten slechts een beperkt 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.²² Wel kunnen zij gebruikmaken van de hierboven genoemde *opt up*-mogelijkheid. Lidstaten kunnen²³ 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. In de Memorie van Toelichting bij de totstandkoming van de wet ter implementatie van MiFID werd namelijk al opgemerkt dat provincies, waterschappen en gemeentes niet onder het begrip 'regionaal overheidslichaam' in MiFID vallen.²⁴

Daarnaast is in de MiFID II-voorstellen opgenomen dat voor dienstverlening aan in aanmerking komende tegenpartijen aanvullende vereisten zullen gelden.²⁵ 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.

21 Zie art. 4:18b Wft.

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

23 In het voorstel van het Europees Parlement wordt voorgesteld om op te nemen dat lidstaten dergelijke criteria *moeten* vaststellen.

24 Kamerstukken II 2006-2007, 31 086, nr. 3, p. 89.

25 Art. 30 lid 1 MiFID II-richtlijn.

Daarnaast zal de verplichting gelden om te communiceren op een wijze die correct, duidelijk en niet misleidend is, waarbij rekening wordt gehouden met de aard van de in aanmerking komende tegenpartij en zijn bedrijfsactiviteiten. Ook moet de beleggingsonderneming passende informatie verstrekken aan een in aanmerking komende tegenpartij over onder meer de beleggingsonderneming, de financiële instrumenten, plaats van uitvoering van orders en kosten.²⁶ Als laatste zal de beleggingsonderneming deugdelijke verslagen moeten verstrekken aan de in aanmerking komende tegenpartij over de verrichte diensten.²⁷

5 Know-your-customer

Met de implementatie van MiFID in 2007 zijn de *know-your-customer* regels in de Wft verder uitgewerkt. 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, het financieel instrument waar de dienst betrekking op heeft en de classificatie van de cliënt.

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 moet betrekking hebben 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 financiële instrumenten', 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.

26 Art. 24 lid 3 MiFID II-richtlijn.

27 Art. 25 lid 5 MiFID II-richtlijn.

Strengere eisen 'niet-complexe financiële instrumenten'

Zoals hierboven aangegeven, hoeft een beleggingsonderneming die op het initiatief van de cliënt *execution-only* diensten verleent ten aanzien van 'niet-complexe financiële instrumenten', geen passendheidstoets af te nemen.

Het begrip 'niet-complexe financiële instrumenten' in de zin van MiFID wordt in de Nederlandse wetgeving uitgewerkt in art. 4:24 lid 4 Wft en in art. 80d Besluit gedrags-toezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo). Art. 4:24 lid 4 Wft wijst een aantal specifieke financiële instrumenten aan als niet-complex. Voorbeelden hiervan zijn tot een gereglementeerde markt (of vergelijkbare niet-EER markt) toegelaten aandelen, verhandelbare niet-converteerbare obligaties en rechten van deelneming in een instelling voor collectieve belegging in effecten (icbe)²⁸. Een financieel instrument kan daarnaast niet-complex zijn als het voldoet aan de criteria uit art. 80d BGfo. 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 financiële instrumenten'.²⁹ Zo wordt verder aangescherpt welke aandelen als niet-complex financieel instrument kwalificeren. De MiFID II-voorstellen bepalen verder dat genoteerde aandelen in beleggingsinstellingen (niet zijnde icbe's) niet automatisch als niet-complex 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 financieel instrument 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 nu al het geval is, ook de eis gesteld dat de obligaties zijn toegelaten op een gereglementeerde 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).³⁰ In de paragraaf 'Reikwijdte' bespraken wij al de uitbreiding van de reikwijdte in de MiFID II-voorstellen naar *structured deposits*. De Raad stelt voor om bepaalde *structured deposits* als niet-complex aan te wijzen, waardoor de gevolgen van de uitbreiding van de reikwijdte weer enigszins worden beperkt.

28 Een icbe (in het Engels UCITS (*undertaking for collective investment in transferable securities*)) is een beleggingsinstelling met specifieke kenmerken. Een icbe valt niet onder de reikwijdte van de op 22 juli 2013 in Nederland geïmplementeerde Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD).

29 Art. 25 MiFID II-richtlijn.

30 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 waardestijgingen/-dalingen van bijvoorbeeld een index of markt.

De MiFID II-voorstellen van zowel de Europese Commissie, het Europees Parlement en de Raad kiezen daarnaast allen voor een meer risicogerichte benadering ten aanzien van niet-complexe financiële instrumenten. De voorstellen sluiten aandelen, obligaties en geldmarktinstrumenten die een derivaat bevatten uit van de categorie 'niet-complexe financiële instrumenten'. Het voorstel van het Europees Parlement merkt deze financiële instrumenten nog wel als niet-complex aan indien het derivaat het risico voor de investeerder niet doet toenemen. Ten aanzien van obligaties en geldmarktinstrumenten (en in het voorstel van de Raad ook *structured deposits*) is bovendien toegevoegd dat indien deze instrumenten 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 financieel instrument. Als voorbeeld van een obligatie met een dergelijke structuur noemde CESR in de consultatie de *covered bond*.³¹ 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.³²

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.³³

Zoals hierboven aangegeven, is een beleggingsonderneming niet verplicht een passendheidstoets te verrichten bij het verlenen van *execution-only* diensten op initiatief van de cliënt ten aanzien van niet-complexe financiële instrumenten. Onder MiFID II zal een beleggingsonderneming wél verplicht zijn om een passendheidstoets te verrichten indien zij *execution-only* diensten op initiatief van de cliënt verleent ten aanzien van niet-complexe financiële instrumenten in combinatie met het verstrekken van krediet voor de aanschaf van financiële instrumenten.³⁴ Het voorstel van de Raad maakt hierop een uitzondering als het gaat om bestaande kredietlimieten van een lening, rekening courant of roodstand faciliteit. Naar de mening van de Europese Commissie maakt de combinatie

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

32 Art. 25 lid 7 MiFID II-richtlijn.

33 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 op basis van art. 2:60 Wft voor het verstrekken van consumentenkrediet een vergunning vereist is.

34 Art. 25 lid 3 MiFID II-richtlijn.

van deze kredietverlening met het verlenen van *execution-only* diensten het lastiger voor de cliënt om de daarbij komende risico's in te kunnen schatten.³⁵ Om deze reden zal een beleggingsonderneming bij het verlenen van deze combinatie van diensten de passendheidstoets moeten verrichten.

Wijzigingen know your customer 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.³⁶ De aanname is immers dat van een professionele belegger verwacht mag worden dat deze beschikt over de benodigde kennis en ervaring. Naar de mening van de Europese Commissie is deze aanname in de praktijk met 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.³⁷ In het consultatiedocument van de Europese Commissie van 8 december 2010 heeft de 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 er toe 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 een dergelijke 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 doorlopend (minimaal jaarlijks) te toetsen.³⁸ 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

35 Overweging 53 MiFID II-richtlijn.

36 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.

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

38 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.

cliënt aangeboden kan worden.³⁹ In geen van de MiFID II-voorstellen is deze verplichting 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 doorlopend (Commissie voorstel) of periodiek (voorstel van het Europees Parlement en de Raad) de geschiktheid van de geadviseerde financiële instrumenten zal beoordelen.⁴⁰

Beoordeling van risicobereidheid

Het Europees Parlement heeft in haar voorstel een wijziging opgenomen die de geschiktheidstoets raakt. Het Europees Parlement stelt voor om de geschiktheidstest uit te breiden met het inwinnen van informatie over de risicotolerantie en het vermogen om verliezen te dragen van de cliënt.⁴¹ Opvallend is dat het op grond van art. 4:23 Wft al verplicht is dat de beleggingsonderneming informatie inwint 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.⁴² Mocht dit voorstel van het Europees Parlement het niet halen (de Raad heeft deze wijziging niet opgenomen in haar voorstel), dan zal dat tot de interessante vraag leiden hoe de Nederlandse wettekst zich verhoudt met MiFID.

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:

- I de provisie is noodzakelijk voor het verlenen van de betreffende dienst of maakt deze mogelijk;
- II de provisie wordt verschaft door of aan de klant; of
- III de provisie wordt verschaft door of aan een derde, indien aan de volgende drie cumulatieve criteria wordt voldaan;
 - a. 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;

39 Brief van 22 februari 2011 met kenmerk FM/2011/6301 M, p.27.

40 Art. 24 lid 3 en overweging 52 MiFID II-richtlijn.

41 Art. 25 lid 1 MiFID II-voorstel van het Europees Parlement.

42 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* 2006-11, p. 276-285.

- b. de verschaffing van de provisie komt de kwaliteit van de betreffende dienst ten goede; en
- c. 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*⁴³ en een rapport⁴⁴ opgesteld en heeft de AFM een leidraad⁴⁵ opgesteld. Ondanks deze documenten bleef en blijft de nodige onduidelijkheid bestaan.

In de MiFID II-voorstellen van de Europese Commissie is opgenomen dat een beleggingsonderneming die beleggingsadvies op onafhankelijke basis verstrekt of die vermogensbeheerdiensten verleent, geen provisies, commissies of andere geldelijke tegemoetkoming mag ontvangen die wordt betaald of verstrekt door een derde die voor rekening van een derde partij handelt.⁴⁶ Opvallend is dat dit provisieverbod wordt beperkt tot beleggingsadvies op onafhankelijke basis en vermogensbeheer en derhalve niet geldt bij *execution-only* dienstverlening en advies dat niet op onafhankelijke basis wordt verleend.

In de voorstellen van de Raad staat een ietwat afwijkende tekst, namelijk dat geen provisie mag worden ontvangen *en behouden*. Dit laat derhalve de mogelijkheid voor het doorbetalen van provisie aan klanten open. Daarnaast laten de voorstellen van de Raad slechts onder voorwaarden kleine niet-geldelijke vergoedingen toe, terwijl in de voorstellen van de Europese Commissie het provisieverbod in zijn geheel niet ziet op niet-geldelijke vergoedingen (maar overigens de huidige *inducement*-norm wel blijft gelden).

Tot slot voorzien de voorstellen van de Raad erin dat lidstaten in uitzonderlijke omstandigheden additionele verplichtingen kunnen opleggen indien deze een objectieve rechtvaardiging kennen en proportioneel zijn en specifieke risico's op het gebied van beleggersbescherming en de integriteit van de markten adresseren. Indien een lidstaat hiervoor kiest, moet zij de Europese Commissie hiervan op de hoogte stellen. De Europese Commissie beoordeelt dan of aan deze voorwaarden is voldaan. De voorstellen

43 Recommendations Inducements under MiFID, CESR 07-228b van mei 2007.

44 Inducements: Report on good and poor practices, CESR 10-295 van 19 april 2010.

45 Leidraad passende provisie beleggingsondernemingen van juli 2009.

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

van het Europees Parlement bevatten ook de mogelijkheid om additionele verplichtingen op te leggen, maar zijn minder restrictief ten aanzien van de voorwaarden.

Op dezelfde dag dat de MiFID II-voorstellen van de Europese Commissie werden gepubliceerd, gaf de minister van Financiën in zijn beleids- en wetgevingsbrief⁴⁷ aan 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 werd opgemerkt dat als een verbod op Europees niveau niet (volledig) haalbaar mocht blijken, de minister dan nationale stappen zou ondernemen om deze provisies te verbieden. Na publicatie van de MiFID II-voorstellen werd al snel duidelijk dat een volledig verbod op Europees niveau niet op voldoende steun kon rekenen van de andere lidstaten. De minister heeft vervolgens de vaststelling van MiFID II niet afgewacht, maar heeft op 3 april 2013 een consultatiedocument voor het Wijzigingsbesluit financiële markten 2014 gepubliceerd. Hierin is een provisieverbod voor beleggingsondernemingen opgenomen. Dit verbod geldt voor alle beleggingsdiensten, zij het dat een beperkte uitzondering wordt voorgesteld voor het overnemen of plaatsen van financiële instrumenten. De minister merkt in de toelichting op dat zij de Europese Commissie op de hoogte zal stellen van deze afwijking van MiFID (I). Ook onder de huidige MiFID geldt dat afwijking slechts onder strikte voorwaarden mogelijk is. Interessant zal derhalve zijn wat voor reactie de Europese Commissie hierop geeft (voor zover er een reactie zal volgen). De bedoeling is dat het Wijzigingsbesluit per 1 januari 2014 zal gelden.

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 transacties. 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.⁴⁸ De MiFID II-voorstellen voegen daaraan een nieuwe verplichting toe voor telefonische en elektronische communicatie in verband met handel voor eigen rekening en voor het ontvangen, doorgeven en uitvoeren van cliënt-orders. Onder elektronische communicatie valt in dit verband niet alleen e-mail, maar ook andere elektronische communicatiemiddelen die in bepaalde markten veel gebruikt worden, zoals messenger- en chatprogramma's. Voor al deze communicatievormen bevatten de MiFID II-voorstellen een opname- en bewaarverplichting.⁴⁹ Deze verplichting

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

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

49 Art. 16 lid 7 MiFID II-richtlijn.

ting 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.

Het voorstel van het Europees Parlement stelt een praktische verlichting voor ten aanzien van de opname- en bewaarverplichting zoals opgenomen in het voorstel van de Europese Commissie. Het Europees Parlement stelt voor om adequate documentatie, bijvoorbeeld in de vorm van notulen of aantekeningen waarin de elektronische communicatie wordt weergegeven, naast opnames als optie te bieden om aan de opname- en bewaarverplichting te voldoen.⁵⁰ Voor bepaalde beleggingsondernemingen kan dit een minder kostbaar en gemakkelijker alternatief bieden om aan de voorgestelde opname- en bewaarverplichting te voldoen. Het voorstel van de Raad bevat een aantal uitbreidingen van de opname- en bewaarverplichting. De Raad stelt voor om onder de op te nemen en te bewaren communicatie ook de communicatie te rekenen die de bedoeling had om tot een transactie te leiden, ook als deze communicatie uiteindelijk niet tot een transactie heeft geleid. Daarnaast stelt de Raad voor dat een beleggingsonderneming geen beleggingsdiensten over de telefoon mag verlenen voordat de cliënt is medegedeeld dat de communicatie wordt opgenomen. Ook dient de beleggingsonderneming op grond van het voorstel van de Raad te voorkomen dat orders via privé-communicatiemiddelen van werknemers worden ontvangen die de beleggingsonderneming niet kan vastleggen. Als laatste noemen wij het voorstel van de Raad om de bewaartermijn met twee jaar te verlengen ten opzichte van de andere voorstellen, naar een bewaartermijn van vijf jaar.

8 Varia

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

Verplichte beurshandel

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 Pittsburg in september 2009 geleid tot afspraken tot de regulering van OTC derivaten. Afsgesproken 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 gecleared worden. De Europese Unie zal de afspraak ten aanzien van de ver-

50 Art. 16 lid 7 MiFID II-voorstel van het Europees Parlement.

plichte 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. 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 andere financiële ondernemingen, en zelfs niet-financiële ondernemingen die de in EMIR gestelde drempels ten aanzien van het volume van derivatentransacties overschrijden.⁵¹

In de voorstellen van de Raad is daarnaast een aanvullende verplichting opgenomen. In deze voorstellen staat dat beleggingsondernemingen verplicht zijn om transacties in aandelen die toegelaten zijn tot de handel op een gereguleerde markt, een MTF of een OTF uit te voeren op een gereguleerde markt, MTF of OTF, tenzij er sprake is van een tweetal beperkte uitzonderingen.⁵² Het is op het moment van het schrijven van dit artikel nog niet duidelijk of deze verplichting daadwerkelijk zal worden ingevoerd.

Regels voor algoritmische handel en high frequency trading

De MiFID II-voorstellen bevatten specifieke voorschriften voor 'algoritmische handel'. Zoals hierboven in paragraaf 3 aangegeven, signaleert de Europese Commissie een aantal risico's dat verbonden is aan deze handel, zoals een groter risico op overbelasting van handelsplatformen, overreactie van de modellen op bepaalde marktgebeurtenissen en mogelijk marktmisbruik.⁵³ De MiFID II-voorstellen bevatten daarom maatregelen die specifiek gericht zijn op handelaren die van deze handelsmethoden gebruik maken.⁵⁴ 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 beleggingsondernemingen die toegang bieden tot handelsplatformen aan handelaren die van algoritmische handelsmethoden gebruik maken. Deze beleggingsondernemingen moeten er op toezien dat de handelaren aan wie ze toegang bieden, voldoen aan de regels uit de MiFID II-voorstellen.

51 Art. 24 lid 1 MiFIR.

52 Art. 20c MiFID II-voorstel van de Raad.

53 Overweging 46 MiFID II-richtlijn.

54 Art. 17 MiFID II-richtlijn.

Als laatste noemen wij de verplichting voor beleggingsondernemingen die gebruik maken van algoritmische handel ten aanzien van de continuïteit van hun handel. Dergelijke beleggingsondernemingen dienen op continue basis hun *market making* activiteiten uit te voeren op specifieke tijden gedurende de openingstijd van het platform waarop ze actief zijn. Deze verplichting beoogt de handel (of liquiditeit) op de markt te bevorderen. Deze laatste regel wordt in het Raad-voorstel (expliciet) toegespitst op *market makers*; beleggingsondernemingen die door hun activiteiten de handel (of liquiditeit) in financiële instrumenten bevorderen.

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.⁵⁵ 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.⁵⁶ Daarnaast wordt aan ESMA de bevoegdheid gedelegeerd om richtsnoeren op te stellen ter bepaling wanneer koppelverkoop in strijd is met algemene beginselen van beleggersbescherming zoals het op loyale, professionele en billijke wijze inzetten voor de belangen van de cliënt.⁵⁷ Op grond van het voorstel van de Raad moet een beleggingsonderneming de cliënt informeren als door het afnemen van het gebundelde product het waarschijnlijk is dat de risico's anders zijn dan als de cliënt de producten afzonderlijk zou kopen.

55 Overweging 54 MiFID II-richtlijn.

56 Art. 24 lid 7 MiFID II-richtlijn.

57 Art. 24 lid 7 MiFID II-richtlijn.

9 Tot slot

Naast de voorstellen die wij in dit artikel bespreken, zal er als gevolg van de MiFID II-voorstellen nog een groot aantal wijzigingen van en aanvullingen op de regels voor beleggingsondernemingen komen. Hierbij valt te denken aan de regels voor beleggingsondernemingen uit derde landen, de rapportageverplichtingen en de regels terzake van sancties door toezichthouders. Duidelijk is wel dat het hier meer betreft dan een beperkte herziening. Uit de verschillen tussen de voorstellen van de Commissie, het Europees Parlement en de Raad blijkt ook duidelijk dat een groot aantal voorstellen nog controversieel is. Alle reden om dit proces nauwgezet te volgen om alvast een goed beeld te krijgen van de toekomstige wijzigingen, ook al zal implementatie naar alle waarschijnlijkheid nog wel een paar jaar op zich laten wachten.

