



Raad van de
Europese Unie

Brussel, 27 april 2016
(OR. en)

**Interinstitutioneel dossier:
2016/0033 (COD)**

**8356/16
ADD 3**

**EF 97
ECOFIN 330
DELECT 72**

BEGELEIDENDE NOTA

van:	de heer Jordi AYET PUIGARNAU, directeur, namens de secretaris-generaal van de Europese Commissie
ingekomen:	25 april 2016
aan:	de heer Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, secretaris-generaal van de Raad van de Europese Unie
Nr. Comdoc.:	SWD(2016) 139 final
Betreft:	WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING bij GEDELEGEERDE VERORDENING VAN DE COMMISSIE houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU 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

Hierbij gaat voor de delegaties document SWD(2016) 139 final.

Bijlage: SWD(2016) 139 final

Brussel, 25.4.2016
SWD(2016) 139 final

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

bij

GEDELEGEERDE VERORDENING VAN DE COMMISSIE

**houdende aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU 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**

{C(2016) 2398 final}
{SWD(2016) 138 final}

1. INLEIDING

MiFID II en MiFIR

Het onderwerp van deze effectbeoordeling zijn de gedelegeerde handelingen van 'MiFID II' en 'MiFIR'.

MiFID I is in werking getreden in 2007. Zij heeft bijgedragen tot meer concurrentie en integratie voor wat betreft gereguleerde markten en aandelen. De financiële crisis en de daaropvolgende marktontwikkelingen hebben duidelijk gemaakt dat het toepassingsgebied van de richtlijn niet langer geschikt was en dat de beleggersbescherming verder moest worden versterkt. MiFID II en MiFIR verbreden dienovereenkomstig het toepassingsgebied tot andere financiële instrumenten en handelsplatformen. Zij strekken zich uit tot marktdeelnemers en activiteiten die niet gereguleerd zijn onder MiFID I teneinde een gelijk regelgevingsspeelveld te creëren. MiFID II en MiFIR zijn erop gericht de toezichtsconvergentie op de gehele eengemaakte markt te versterken.

De overkoepelende doelstelling van MiFID II en MiFIR kan als volgt worden samengevat: de financiële markten in staat stellen activiteiten te verrichten die nuttig zijn voor de economie en de werkgelegenheid en groei bevorderen door deze veiliger en transparanter te maken en het beleggersvertrouwen te vergroten.

2. PROCEDURELE KWESTIES EN RAADPLEGING VAN BELANGHEBBENDE PARTIJEN

In het voorjaar van 2014 heeft de Europese Commissie de Europese Autoriteit voor effecten en markten en de Europese Bankautoriteit om technisch advies verzocht. Het technisch advies is gebaseerd op 3 maanden durende publieksraadplegingen door de autoriteiten ESMA en EBA, hoorzittingen en uitgebreide discussies met de nationale toezichthouders. De Commissie heeft de Deskundigengroep van het Europees Comité voor het effectenbedrijf, deskundigen uit de lidstaten, en de leden van de ECON-commissie van het Europees Parlement over het technisch advies geraadpleegd. Voorts hebben de diensten van de Commissie talrijke bilaterale vergaderingen met stakeholders gehouden.

De effectbeoordelingswerkzaamheden zijn gestuurd door een interdepartementale stuurgroep bestaande uit vertegenwoordigers van 11 directoraten-generaal en diensten van de Commissie.

3. OMSCHRIJVING VAN HET PROBLEEM

MiFID II en MiFIR pakken tekortkomingen aan op drie belangrijke gebieden:

- (1) de transparantievereisten worden uitgebreid tot eigenvermogenachtige en niet-eigenvermogensinstrumenten en tot marktspelers die voorheen niet of slechts in mindere mate werden gereguleerd;
- (2) marktintegratie: de vereisten worden gewijzigd om te zorgen voor een gelijk speelveld voor handelsplatformen en rekening te houden met de technologische ontwikkelingen;

- (3) de beleggers worden beter beschermd, met name door het versterken van de inducementsregeling en de invoering van extra vrijwaringsbetreffende de activa van cliënten en regels inzake productgovernance en productinterventiebevoegdheden.

Veel van de niveau 1-bepalingen op deze gebieden moeten op niveau 2 nader worden gespecificeerd om de nauwkeurige toepassing en implementatie ervan te verzekeren en om verschillende interpretaties van de niveau 1-bepalingen te vermijden hetgeen tot verschillende regelingen inzake beleggersbescherming, markttransparantie en marktintegratie zou leiden.

Sommige van de op niveau 2 aan te pakken kwesties zijn als cruciaal aangewezen omdat keuzes op niveau 2 een beslissende impact zullen hebben op het algehele vermogen van MiFID II en MiFIR om op een efficiënte en effectieve wijze aan de gestelde doelen te voldoen. Deze kwesties worden in meer detail behandeld in deze effectbeoordeling. De andere kwesties zouden ofwel naar verwachting geen significante impact hebben, of de machtigingen in MiFID II en MiFIR laten slechts een zeer beperkte keuzevrijheid. Deze kwesties worden slechts kort toegelicht en besproken in een bijlage.

Vrijwaring van de activa van cliënten: MiFID II vereist dat beleggingsondernemingen adequate regelingen treffen ter vrijwaring van de eigendom van de belegger en de rechten ten aanzien van de aan de onderneming toevertrouwde effecten en geldmiddelen van de belegger. Er bestaat echter grote onzekerheid over de wijze waarop dit moet gebeuren. Dit zou kunnen leiden tot ongewilde en/of gewilde rechtmatige of onrechtmatige verschillen in bescherming van de belegger tussen lidstaten en beleggingsondernemingen. Beleggers zijn mogelijk niet op de hoogte van dergelijke verschillen en de gevolgen ervan en nemen besluiten op basis van onjuiste veronderstellingen. Het zou kunnen dat beleggingsondernemingen beleggers minder goed beschermen, bijvoorbeeld door hergebruik van de activa van cliënten zonder toestemming van de beleggers of zonder dat dezen de mogelijke implicaties voor hun rechten volledig begrijpen.

Inducements, kwaliteitsverbetering: In beginsel belet MiFID II dat beleggingsondernemingen die onafhankelijk advies of vermogensbeheer aanbieden inducements aanvaarden en behouden. In alle andere gevallen kunnen inducements enkel worden toegestaan indien zij worden openbaar gemaakt en erop gericht zijn de kwaliteit van de relevante diensten aan de cliënt te verbeteren zonder eraan in de weg te staan dat de beleggingsondernemingen hun verplichtingen nakomen om zich op loyale, billijke en professionele wijze in te zetten voor de belangen van hun cliënten.

Zonder nadere richtsnoeren kunnen divergente praktijken blijven bestaan en tot omzeiling van de richtlijn leiden, met nadelige effecten voor de beleggers. Inducements kunnen beleggingsondernemingen in die zin beïnvloeden dat producten of diensten gepromoot worden die hen hogere inducements opleveren, zonder dat dergelijke producten of diensten noodzakelijk de beste keuze zijn voor de belegger.

Liquide markten: De definitie of indeling als een 'liquide markt' overeenkomstig MiFID II/MiFIR heeft verschillende gevolgen: zij triggert verschillende beperkingen ten aanzien van de prijs waartegen een bilateraal overeengekomen transactie kan worden uitgevoerd, kwantitatieve limieten met betrekking tot het totale volume van de handel onder de ontheffing van referentieprijzen en prijsopgaveverplichtingen voor beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling. Het belangrijkste vereiste is om regelmatig en ononderbroken vaste prijzen openbaar te maken voor

instrumenten waarvoor een liquide markt bestaat. Uiteenlopende interpretaties zouden kunnen leiden tot verschillen in toepassing in de lidstaten en nadelige gevolgen kunnen hebben voor de transparantieregeling die geldt voor aandelen, op de beurs verhandelde fondsen en andere soortgelijke financiële instrumenten. Dit zou ten koste gaan van de transparantie als de regels die van toepassing zijn op de verschillende instrumenten zonder duidelijke redenen van elkaar zouden afwijken. Een en ander zou tot ongerechtvaardigde prijsverschillen voor de verschillende spelers kunnen leiden en de marktintegratie en -integriteit kunnen belemmeren.

Uitbreiding van de regeling voor beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling: Onder beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling wordt verstaan: "een beleggingsonderneming die op georganiseerde wijze, regelmatig, systematisch en in aanzienlijke mate voor eigen rekening handelt door buiten een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit of een georganiseerde handelsfaciliteit orders van cliënten uit te voeren zonder een multilateraal systeem te exploiteren". Er zijn slechts zeer weinig beleggingsondernemingen als beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling geregistreerd onder MiFID I. Zij vertegenwoordigen geen groot deel van de aandelenhandel binnen de Unie. MiFID II vult de kwalitatieve definitie van beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling aan door de invoering van kwantitatieve criteria. Verder breidt zij de regeling uit tot eigenvermogenachtige instrumenten en niet-eigenvermogensinstrumenten. Zonder nadere technische specificatie zou deze definitie kunnen leiden tot een ongelijk speelveld in termen van transparantie voor wat betreft instrumenten die op verschillende typen plaatsen van uitvoering worden verhandeld. De marktintegratie en -transparantie zouden kunnen worden belemmerd. Sommige beleggers en emittenten zouden tegen verliezen of verlaagde winsten kunnen aankijken wegens een suboptimale keuze van beleggingsproducten.

Vergoedingen voor de publicatie van handelsgegevens: Handelsgegevens worden, deels omdat de meeste gegevens alleen in vooraf vastgestelde grotere gegevensbundels beschikbaar zijn, in de EU in bepaalde gevallen verstrekt tegen hoge prijzen. Deze hoge prijzen creëren belemmeringen voor de aanbieder en het gebruik van marktgegevens en het prijsontdekkings- en prijsvormingsproces. Dit kan nadelige gevolgen hebben voor de integratie en transparantie van de markt. Beleggers maken mogelijk slechtere keuzes vanwege een gebrek aan informatie en/of hogere prijzen. De markten zouden niet zo diep zijn als zij zouden kunnen zijn.

Mkb-groeimarkten: MiFID II voert een keurmerk voor "mkb-groeimarkten" in waarvan multilaterale handelsfaciliteiten die aan bepaalde voorwaarden voldoen, kunnen profiteren. MiFID II kon die voorwaarden niet voldoende gedetailleerd specificeren om ervoor te zorgen dat alle marktdeelnemers hetzelfde of een voldoende gelijk inzicht erin zouden hebben wat een MKB-groeimarkt is. Dit kan ten koste gaan van de transparantie en marktintegratie en -integriteit. Onvoldoende transparante en begrepen mkb-groeimarkten zouden meer risico lopen te falen. Daardoor zouden veel kleine en middelgrote ondernemingen voor hun kapitaalbehoeften geen toegang hebben tot liquide markten en zou de gebrekkige toegang tot financiering voor hen aanhouden, met nadelige gevolgen voor hun groeivoorzichten en de groeivoorzichten van de betrokken (nationale) economieën.

Kerndefinities: Zonder nadere specificatie zouden bepaalde definities in MiFID II en MiFIR II niet precies genoeg zijn om voldoende geharmoniseerde interpretaties en toepassingen te waarborgen. In sommige gevallen kan dit ook leiden tot een inconsistente

toepassing onder verschillende onderdelen van de EU-wetgeving. Dit zou een belemmering kunnen vormen voor de efficiënte werking van de effectenmarkten in de Unie en de marktintegratie kunnen ondermijnen. Inefficiënte markten leiden gewoonlijk tot minder liquiditeit en transparantie. Dit zou nadelige gevolgen kunnen hebben voor emittenten/aanbiedingen en beleggers omdat vraag en aanbod minder goed op elkaar afgestemd zouden zijn.

4. HET RECHT VAN DE EU OM OP TE TREDEN EN VERANTWOORDING

Het recht van de EU om op te treden vloeit voort uit de toepasselijke machtigingen in MiFID II en MiFIR.

5. DOELSTELLINGEN

De algemene doelstellingen van MiFID II waren het beleggersvertrouwen te versterken, risico's van ordeloosheid van de markt en marktmisbruik te verminderen, systeemrisico's te verminderen en de efficiëntie van de financiële markten te vergroten en onnodige kosten voor marktdeelnemers te verminderen. De specifieke doelstellingen van de gedelegeerde handelingen zijn gerelateerd aan deze doelstellingen:

- Vermindering van het risico van misleidende verkoop van financiële instrumenten aan niet-professionele beleggers
- Zorgen voor een betere bescherming van de beleggersactiva wanneer ondernemingen geldmiddelen in groepsinstellingen plaatsen
- Ervoor zorgen dat de vergoedingen voor de publicatie van handelsgegevens op een redelijke commerciële basis worden vastgesteld
- Een keurmerk voor "mkb-groeimarkten" tot stand brengen
- Zorgen voor een gelijk speelveld met betrekking tot transparantieverplichtingen inzake financiële instrumenten, markten en actoren
- Zorgen voor een gemeenschappelijk inzicht in sleuteldefinities.

Al deze doelstellingen maken deel uit van de algehele strategie ter bevordering van de groei en werkgelegenheid in de Unie door middel van een geïntegreerd juridisch en economisch kader dat efficiënt is en alle actoren rechtvaardig behandelt.

6. MOGELIJKHEDEN EN EFFECTEN

Vrijwaring van de activa van cliënten: Indien een beleggingsonderneming gelden van cliënten bij een derde binnen haar eigen groep in deposito geeft, wordt een groepsinterne depositolimiet van 20 % opgelegd. Een beleggingsonderneming mag echter die limiet overschrijden als zij kan aantonen dat een en ander evenredig is gezien de aard, schaal en complexiteit van haar activiteiten alsook de veiligheid die door de betrokken derden wordt geboden. De limiet van 20 % vermindert aanzienlijk het risico van verlies of vermindering van geldmiddelen van cliënten in geval van de insolventie van de groep. Ondernemingen met een klein saldo van geldmiddelen van cliënten onder bepaalde voorwaarden de mogelijkheid bieden om de geldmiddelen van cliënten bij

groepsentiteiten aan te houden is evenredig omdat daardoor geldmiddelen van cliënten niet aan buitensporige risico's worden blootgesteld.

Inducements: Het verrichten van onderzoek op beleggingsgebied door derden dient niet als een inducement te worden beschouwd als daartegenover rechtstreekse betalingen staan door de beleggingsonderneming uit de eigen middelen van de onderneming of vanaf een afzonderlijke rekening voor onderzoek op beleggingsgebied. Door ontbundeling van betalingen voor onderzoek en betalingen voor transacties moet de focus verschuiven van het aantal transacties naar de werkelijke kwaliteit van het onderzoek. Beleggers zouden erop kunnen vertrouwen dat de vereisten voor optimale uitvoering worden nageleefd en dat hun vermogenbeheerders niet zoveel mogelijk transacties uitvoeren binnen de portefeuilles van cliënten om 'gratis' toegang te krijgen tot meer onderzoeksdiensten.

Kwaliteitsverbetering: De voorkeursoptie is op situaties gericht waarin het voordeel voor de cliënt rechtstreeks en tastbaar is. De optie begunstigt modellen met een open architectuur en vereist dat beleggingsondernemingen bij het ontvangen van inducements sterker focussen op de voordelen voor cliënten. Zij stimuleert concurrentie op het gebied van kwaliteitsdiensten hetgeen de kosten transparant maakt.

Afbakening van liquide markten: De voorkeursoptie bestaat in het verlagen van de bestaande drempelwaarden voor aandelen (met uitzondering van aandelen die alleen op multilaterale handelsfaciliteiten noteren, d.w.z. voornamelijk aandelen van kleine en middelgrote ondernemingen) en de cumulatieve toepassing ervan op alle aandelen. Indien een lidstaat minder dan 5 liquide aandelen in zijn rechtsgebied zou hebben, mag hij tot 5 extra aandelen als liquide aanwijzen. De criteria die van toepassing zijn op aandelen zouden niet alleen op andere eigenvermogensinstrumenten en eigenvermogenachtige instrumenten worden toegepast, maar aan het specifieke instrument worden aangepast. Dit moet ervoor zorgen dat kleine en middelgrote ondernemingen met een notering op een gereguleerde markt niet worden getroffen. De verlaging van de drempels leidt tot grotere transparantie.

Uitbreiding van de regeling voor beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling: Het technisch advies van de ESMA bevatte geen unieke waarden, maar alleen bereiken voor het omschrijven van drempelwaarden voor 'regelmatig, systematisch' en 'in aanzienlijke mate' voor andere dan eigenvermogensinstrumenten. In de effectbeoordeling moest worden behandeld waar binnen die bereiken de drempels dienden te worden vastgesteld. Door het gebruik van het middenpunt in de vastgestelde bereiken worden extremen vermeden gezien de hoge mate van onzekerheid en wordt met gepaste zorgvuldigheid evenredigheid en een gelijk speelveld tussen de marktdeelnemers gewaarborgd. Hiermee zal een passend niveau van transparantie en bescherming van de beleggers worden verzekerd en bijgedragen worden tot een optimale prijsvorming door het tot een minimum beperken van de administratieve lasten voor het evenredige aantal beleggingsondernemingen dat aan deze regels zou moeten voldoen.

Vergoedingen voor de publicatie van handelsgegevens: Handelsplatformen moeten zorgen voor transparantie van de vergoedingen die voor transactiegegevens in rekening gebracht worden en dienen vergoedingen vast te stellen die kostengebaseerd zijn. De kosten moeten voor de marktdeelnemers of ten minste voor de bevoegde autoriteiten transparant zijn zodat kan worden nagegaan of prijzen redelijk zijn. Het is essentieel dat er een "inhoudelijke toets" is, d.w.z. criteria die verduidelijken wat "tegen redelijke commerciële voorwaarden" is. Daardoor worden de significante kosten van een regelrechte kostenregeling vermeden, maar een aantal welomschreven richtsnoeren

opgenomen. Er worden incentives voor de ontwikkeling van beste praktijken door de gegevensleveranciers gecreëerd en de toeslagen die door gegevensverkopers worden aangerekend worden transparanter.

Mkb-groeimarkten: De voorkeursoptie laat het aan de exploitanten van mkb-groeimarkten over om – onder toezicht van hun nationale bevoegde autoriteit – hun eigen toelatings- en openbaarmakingsregels vast te stellen. Deze optie is de goedkoopste optie voor exploitanten van multilaterale handelsfaciliteiten, en maximaliseert de kansen dat de bestaande markten het keurmerk zullen voeren. Gezien de diversiteit aan bedrijfsmodellen van de bestaande MTF's die zich toespitsen op het mkb in de Unie en om het succes van de nieuwe categorie mkb-groeimarkt te verzekeren, dienen mkb-groeimarkten bij de beoordeling van de geschiktheid van emittenten om tot hun handelsplatform te worden toegelaten voldoende flexibiliteit te krijgen.

Kerndefinities: De voorkeursopties voor deze definities zijn gebaseerd op duidelijke concepten teneinde rechtsonzekerheid en uiteenlopende interpretaties in verschillende markten en rechtsgebieden te vermijden. Door rekening te houden met de specifieke kenmerken van bepaalde markten en producten of financiële instrumenten wordt getracht de nalevingskosten voor de betrokken marktdeelnemers te beperken zonder aan de hierboven beschreven doelstellingen afbreuk te doen.

1) Definitie van hoofdfrequentiehandel: Wanneer een deelnemer aan of een lid van een handelsplatform met de kwalificerende infrastructuur gemiddeld ten minste 4 berichten per seconde indient met betrekking tot alle instrumenten op een plaats of 2 berichten per seconde uitwisselt met betrekking tot één enkel instrument dat op een plaats wordt verhandeld, wordt er geacht sprake te zijn van "een groot aantal berichten". Deze optie beperkt de definitie niet tot één instrument en vermijdt maatregelen die kunnen leiden tot verschillende indelingen van dezelfde handelsfrequentie in hetzelfde instrument op verschillende handelsplatformen.

2) Definitie van valutaspotcontracten versus valutaderivatencontracten: Valutacontracten met een afwikkelingsperiode van meer dan T+2 zouden als valutaderivatencontracten worden beschouwd en kwalificeren derhalve als financiële instrumenten die onder de MiFID II-vereisten vallen. Om ervoor te zorgen dat de definitie niet slaat op contracten die uit hun aard betalingen en geen financiële instrumenten zijn, zou een aantal kwalificaties worden ingevoerd.

3) Definitie van grondstoffenderivaten: De kerntaak is het definiëren van contracten met betrekking tot voor de groothandel bestemde energieproducten die "door middel van materiële levering moeten worden afgewikkeld" (C6) en grondstoffencontracten "voor commerciële doeleinden" (C7). Derhalve moeten derivatencontracten als bedoeld in punt C.6 van bijlage I van MiFID II, zogenaamde 'C6-contracten', 'door middel van materiële levering' worden afgewikkeld als zij, onder meer, bepalingen bevatten die garanderen dat partijen bij het contract evenredige regelingen in werking hebben ingesteld om de onderliggende grondstof te kunnen leveren of in ontvangst te kunnen nemen. Andere contracten voor grondstoffenderivaten worden geacht onder C7 vallende financiële instrumenten te zijn als zij gestandaardiseerd zijn en verhandeld worden; hiertoe mogen echter niet de fysieke forwardcontracten worden gerekend die in de landbouw worden gebruikt.

7. KEUZE VAN HET RECHTSINSTRUMENT VOOR ALLE MAATREGELEN VAN NIVEAU 2

Het voornaamste doel van de maatregelen van niveau 2 is bepalingen in MiFID II en MiFIR te specificeren om een consistente implementatie en toepassing in alle lidstaten te waarborgen. Dit is van belang om te waarborgen dat de doelstellingen van niveau 1 kunnen worden bereikt. Het beste rechtsinstrument om een dergelijke samenhang te verzekeren, is een verordening. Een verordening garandeert volledige harmonisatie en zorgt voor volledige rechtszekerheid voor alle belanghebbenden en voor marktintegratie.

8. MONITORING EN EVALUATIE

De effectbeoordeling voor het MiFID II-voorstel van de Commissie heeft reeds een gedetailleerd monitoringprogramma geschetst dat indicatoren en informatie moet verschaffen om zowel niveau 1- als niveau 2-bepalingen te evalueren.