

## **Fiche 5: Herziening verordening en richtlijn markten voor financiële instrumenten**

### **1. Algemene gegevens**

#### *a) Titel voorstel*

Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments

Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 600/2014 as regards enhancing market data transparency, removing obstacles to the emergence of a consolidated tape, optimising the trading obligations and prohibiting receiving payments for forwarding client orders

#### *b) Datum ontvangst Commissiedocument*

25 november 2021

#### *c) Nr. Commissiedocument*

COM(2021) 726 en COM(2021) 727

#### *d) EUR-Lex*

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2021:726:FIN>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2021:727:FIN>

#### *e) Nr. impact assessment Commissie en Opinie Raad voor Regelgevingstoetsing*

SWD(2021) 346 en SEC(2021) 573

#### *f) Behandelingstraject Raad*

Economische en Financiële Raad

#### *g) Eerstverantwoordelijk ministerie*

Ministerie van Financiën

#### *h) Rechtsbasis*

Artikel 53, eerste lid, en artikel 114 van het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie (VWEU)

#### *i) Besluitvormingsprocedure Raad*

Gekwalificeerde meerderheid

#### *j) Rol Europees Parlement*

Medebeslissing

## 2. Essentie voorstel

### a) Inhoud voorstel

Dit voorstel betreft een aanpassing van de Europese verordening markten voor financiële instrumenten (*Markets in Financial Instruments Regulation*, MiFIR), waarvoor ook enkele wijzingen dienen te worden gemaakt in de gelijknamige Europese richtlijn (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID II). De verordening en richtlijn zijn per 3 januari 2018 van toepassing en zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Daarom wordt in dit fiche van “het voorstel” gesproken.

Met het voorstel beoogt de Europese Commissie de positie van beleggers —in het bijzonder van kleinere en niet-professionele beleggers— te versterken door ten eerste hun toegang tot handelsdata (*marketdata*) wat betreft de handel in financiële instrumenten te verbeteren, en ten tweede het robuuster maken van de EU-kapitaalmarktinfrastructuur. Daarmee neemt de liquiditeit op de effectenmarkten naar verwachting toe, waarmee deze aantrekkelijker worden voor investeerders. Bedrijven wordt zo meer mogelijkheden tot marktfinanciering geboden. Het voorstel is mede een uitwerking van het nieuwe kapitaalmarktunie actieplan waarin de Commissie reeds heeft aangegeven de regelgeving te willen aanpassen voor de creatie van een tape voor geconsolideerde handelsdata (*consolidated tape*, CT) en maatregelen te zullen treffen ter bevordering van de werking en integratie van de kapitaalmarkt.<sup>1</sup>

Ten eerste wordt getracht de werking van het prijsvormingsmechanisme op de EU-markten voor financiële instrumenten te verbeteren door de transparantie van de handelsdata te vergroten. Zo worden barrières weggenomen voor de oprichting van een CT. Dat is een gecentraliseerde database waarop handelsdata afkomstig van alle EU-handelsplatformen en van andere entiteiten worden verzameld. Handelsdata bestaan uit de prijzen en handelsvolumes met betrekking tot de in de EU verhandelde financiële instrumenten zoals aandelen, *exchange traded funds* (ETF's), obligaties en derivaten. Een CT-provider (CTP) consolideert de geregistreerde data die worden aangeleverd door de circa 470 verschillende platformen in de EU en publiceert deze geconsolideerde handelsdata —voor zover mogelijk— *real-time* op de CT. Hiermee krijgt iedere belegger in de EU —rechtstreeks dan wel via zijn *broker*<sup>2</sup>— toegang tot die handelsdata.

De CT werkt als een soort vergelijkingstool op basis waarvan (i) brokers liquiditeit en de beste handelsprijzen op de EU-markten kunnen lokaliseren en (ii) beleggers beter kunnen beoordelen of brokers voldoen aan hun *best execution* verplichting.<sup>3</sup> Op dit moment is het voor toezichthouders al mogelijk om een vergunning voor het exploiteren van een CT te verlenen maar een zodanige vergunning is tot op heden om verschillende redenen nog niet aangevraagd door marktpartijen. Met dit voorstel wil de Commissie faciliteren dat ten minste één CTP per activaklasse (aandelen,

---

<sup>1</sup> [BNC-fiche Mededeling nieuw Actieplan Kapitaalmarktunie](#), Kamerstukken II 2020/21, 22 112 nr. 2953.

<sup>2</sup> Brokers zijn beleggingsondernemingen in de zin van de Wet op het financieel toezicht (Wft) die de volgende (vergunningplichtige) beleggingsdiensten verlenen: het in de uitoefening van beroep of bedrijf ontvangen of doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten of het in de uitoefening van beroep of bedrijf voor rekening van (die) cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten.

<sup>3</sup> De best execution verplichting vereist dat een beleggingsonderneming alle redelijke maatregelen neemt om het best mogelijke resultaat voor haar cliënt te behalen bij het uitvoeren van orders.

ETF's, obligaties en derivaten) in de Unie wordt opgericht. Waar de transparantie op markten voor eigenvermogensinstrumenten (*equities*) sinds de invoering van MiFID II en MiFIR redelijk is verbeterd, zijn de obligatie- en derivatenmarkten nog veelal niet-transparant. Volgens de European Securities and Markets Authority (ESMA) werd 85% van de derivaten afgelopen jaar bilateraal (*over-the-counter*, OTC) verhandeld in plaats van op een (transparant) handelsplatform (*on exchange*). Er is sprake van informatieasymmetrie door het gebrek aan een volledig en geconsolideerd beeld van de prijzen en handelsvolumes en het feit dat slechts een beperkt deel van de handel bijdraagt aan het prijsvormingsmechanisme. Deze informatieasymmetrie kan leiden tot minder positieve beleggingsresultaten voor kleinere en niet-professionele beleggers. Ook bemoeilijkt het gebrek aan een geconsolideerd overzicht van alle activaklassen de accurate waardebeoordeling van de portfolio's van beleggers.

Verder bevat het voorstel maatregelen die de mogelijkheid beperken om (i) via een vrijstelling (*waiver*) van de MiFIR-verplichting tot transparantie voor de handel (*pre trade*) minder transparant te handelen en (ii) om het openbaar maken van handelsgegevens met betrekking tot uitgevoerde transacties uit te stellen (*post trade deferrals*). Deze maatregelen verbeteren de werking van het prijsvormingsmechanisme omdat het gebaseerd zal zijn op een groter aantal koop- en verkooporders alsmede transacties.

Ten tweede beoogt het voorstel de EU-marktinfrastructuur te verbeteren door betere werking van de effectenmarkten met als doel het verhogen van het concurrentievermogen. De Commissie stelt vast dat enkele MiFIR-bepalingen voor juridische onzekerheid in de markt hebben gezorgd of in de uitvoering zeer complex zijn gebleken. Zij stelt derhalve voor om de betreffende bepalingen te wijzigen. Zo wordt het toepassingsbereik van de handelsverplichting voor aandelen (*share trading obligation*, STO) aangepast en beperkt tot aandelen met een EU *International Security Identification Number* (ISIN), in lijn met aanbevelingen van ESMA. Daarnaast worden enkele bepalingen omtrent de handelsverplichting voor afgeleide instrumenten (*derivatives trading obligation*, DTO) in lijn gebracht met eerdere wijzigingen van de in de Europese EMIR-verordening opgenomen clearingverplichting.<sup>4</sup> Bovendien wordt de mogelijkheid gecreëerd om de DTO voor bepaalde beleggingsondernemingen op te schorten, nadat de Commissie op verzoek van de toezichthoudende instanties van een lidstaat een daartoe strekkende uitvoeringshandeling heeft vastgesteld. Verder vervallen met betrekking tot *exchange traded derivatives* (ETD's) de verplichtingen tot niet-discriminerende toegang tot centrale tegenpartijen en handelsplatformen. Het van toepassing worden van deze zogeheten *open access*-bepalingen voor ETD's is reeds meermaals opgeschort.

Het voorstel bevat ook een maatregel die tot doel heeft de transparantie op beleggingsondernemingen met systematische internalisatie (SI's) te vergroten en daarmee het ongelijke speelveld op dit vlak tussen deze SI's en de handelsplatformen te verkleinen.

---

<sup>4</sup> Verordening (EU) Nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregister (EMIR).

Verder bevat het voorstel een verbod op *payment for order flow* (PFOF) voor beleggingsondernemingen die in opdracht van cliënten orders met betrekking tot financiële instrumenten uitvoeren. Bij PFOF worden brokers door derden betaald om orders van niet-professionele beleggers (retail orders) door te zenden naar die derden —veelal minder transparante platformen— ter uitvoering van die orders. De Commissie verwacht dat door het verbod op PFOF meer retail orders worden uitgevoerd op transparante platformen dan nu het geval is.

Vrijwel alle in het voorstel opgenomen wijzigingen van MiFID II houden verband met CT gerelateerde voorstellen tot wijziging van MiFIR. Zo worden enkele bepalingen van MiFID II geschrapt omdat zij overbodig zijn geworden. Verder worden exploitanten van handelsplatformen verplicht om voorzieningen te treffen zodat zij voldoen aan de nieuwe in MiFIR opgenomen standaarden met betrekking tot de kwaliteit van handelsdata. Daarnaast vervalt de vergunningvereiste voor (in de EU gevestigde) cliënten van banken en beleggingsondernemingen die uitsluitend voor eigen rekening handelen en die door middel van directe elektronische toegang (*direct electronic access*, DEA) op een handelsplatform handelen.<sup>5</sup> Deze vergunningvereiste vervalt omdat deze evenmin geldt voor vergelijkbare buiten de Unie gevestigde cliënten en omdat banken en beleggingsondernemingen in hun rol als poortwachter bij de toegang tot een handelsplatform steeds over een op basis van MiFID II verleende vergunning of ontheffing dienen te beschikken. Deze wijziging geeft uitvoering aan een aanbeveling van ESMA.<sup>6</sup>

#### *b) Impact assessment Commissie*

De Commissie heeft in de aanloop naar dit voorstel verschillende consultaties verricht. Daaruit is gebleken dat er sprake is van een liquiditeitsrisico en van een risico van uitvoering van transacties, als gevolg van de fragmentatie van de platformen in de Unie alsmede een gebrek aan correcte en duidelijke informatie over de liquiditeit van financiële instrumenten.<sup>7</sup> Hierdoor beschikken beleggers niet over een volledig beeld van de liquiditeit (i.e., prijzen en beschikbare volumes) die in de Unie aanwezig is op het moment dat zij voornemens zijn om op de EU-kapitaalmarkten te investeren. Vooral het beeld van de handel in financiële instrumenten die plaatsvindt op MTF's, georganiseerde handelsfaciliteiten (*organized trading facilities*, OTF's) en SI's is onvolledig terwijl op die platformen circa 50% van alle transacties wordt uitgevoerd. Dit maakt het voor beleggers lastig om vast te stellen of hun brokers de voor hen geldende *best execution* verplichting naleven. Rapporten van ESMA onderbouwen de constatering dat het complex is om een volledig beeld te verkrijgen van de in de Unie aanwezige liquiditeit. Omdat het voor beleggers erg kostbaar is om een goed beeld van de markt te verkrijgen, heeft dit volgens de Commissie een negatieve impact

---

<sup>5</sup> DEA is een voorziening waarbij een lid, deelnemer of cliënt van een handelsplatform een persoon toestaat van zijn handelscode gebruik te maken, zodat de betrokken persoon in staat is orders met betrekking tot een financieel instrument langs elektronische weg direct aan een handelsplatform door te geven. Banken of beleggingsondernemingen die DEA aanbieden blijven verantwoordelijk voor orders die door hun cliënten zijn ingelegd met gebruikmaking van hun systemen of hun handelscodes.

<sup>6</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-70-156-4572\\_mifid-ii\\_final\\_report\\_on\\_algorithmic\\_trading.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-70-156-4572_mifid-ii_final_report_on_algorithmic_trading.pdf).

<sup>7</sup> Het liquiditeitsrisico verwijst naar het risico dat er onvoldoende marktdiepte is door een gebrek aan kopers en verkopers. Het risico van uitvoering van transacties betreft het onvermogen om op een bepaald moment tegen een bepaalde prijs een order uit te (laten) voeren.

op het concurrentievermogen van de EU-kapitaalmarkten. Deze kosten kunnen volgens schattingen van de Commissie oplopen tot 10 miljard euro per jaar.

Om tot een betere consolidatie van handelsdata te komen heeft de Commissie een vijftal opties verkend. Daaronder vallen drie varianten van een gedecentraliseerde benadering, zoals (1) het aggregeren voor intern gebruik door professionele partijen zoals *market makers* en investeringsbanken, (2) concurrerende *consolidators* die de CT aan abonnees beschikbaar stellen, en (3) een CT per handelsplatform voor de handel in aandelen waarbij de exploitant van dat platform de exclusieve *consolidator* is. Optie (4) is een gecentraliseerd systeem met één CT-verstrekker (CTP) per activaklasse voor de gehele Unie die wordt geselecteerd door ESMA voor een concessieperiode van vijf jaren. Bij de laatste optie (5) concentreert de handel in aandelen zich op het handelsplatform waarop het desbetreffende aandeel is toegelaten tot de handel, zodat er geen consolidatie nodig is. Opties (2) en (4) hebben de voorkeur van de Commissie, waarbij (2) volgens haar beter geschikt lijkt voor tijdige en kwalitatief betere aanlevering van de handelsdata en (4) meer discretie geeft om een meer onafhankelijke *consolidator*, waaronder een nieuwkomer op de markt, te selecteren. De Commissie kiest in haar voorstel voor optie (4).

Wat betreft de vergoeding voor degenen die op grond van het voorstel worden verplicht aan de CT handelsdata te verstrekken (de *market data contributors*), heeft de Commissie gekeken naar (1) minimale omzetdoelen voor de CTP, (2) vergoeding middels minimale abonnementskosten en (3) een vergoeding betaald voor de referentieprijs door platformen die niet bijdragen aan de prijsvorming (de handel die op minder transparante wijze, in het donker plaatsvindt). De eerste optie heeft de voorkeur van de Commissie vanwege de vrijheden die deze optie de CTP biedt. De jaarlijkse kosten van het exploiteren van een CT worden geschat op 2,2 tot 7,8 miljoen euro voor de *equity*-CT's en 1,5 tot 5,4 miljoen euro voor de obligatie- en derivaten-CT's. Professionele gebruikers betalen een maandelijkse fee van 100 euro voor de toegang tot en gebruik van de CT en de daarop gepubliceerde *core market data*, voor niet-professionele (retail) beleggers is die toegang en gebruik gratis of maximaal 1 euro per maand. Gelet op de met de exploitatie van de CT gemoeide kosten zou de (uit de CT opbrengsten betaalde) jaarlijkse vergoeding voor de *market data contributors* in totaal 100 tot 150 miljoen euro kunnen bedragen.

### **3. Nederlandse positie ten aanzien van het voorstel**

#### *a) Essentie Nederlands beleid op dit terrein*

In het algemeen geldt dat het Nederlandse beleid ten aanzien van de markten voor financiële instrumenten erop is gericht om een juiste balans te vinden tussen efficiënte toegang tot de kapitaalmarkten voor ondernemingen enerzijds en het voldoende beschermen van de belangen van beleggers en van de financiële stabiliteit anderzijds. In dat kader hecht het kabinet groot belang aan verdere verdieping van de Europese kapitaalmarktunie.<sup>8</sup> Dit draagt bij aan economische groei via efficiënte allocatie van kapitaal en aan financiële stabiliteit door vergroting van het schokabsorberend vermogen. Het faciliteren van grensoverschrijdende en lange termijn financiering, betere toegang tot kapitaalmarkten voor (mkb) ondernemers en voor consumenten

---

<sup>8</sup> [BNC-fiche Mededeling Nieuw Actieplan Kapitaalmarktunie](#). Kamerstukken II 2020/21, 22 112 nr. 2953.

(met voldoende oog voor bescherming van beleggers) zijn hierbij belangrijke aandachtsgebieden van het kabinet.

Wat betreft de herziene MiFID II en MiFIR, is het kabinet van mening dat de daarin opgenomen maatregelen hebben bijgedragen aan het beter functioneren van de financiële markten in de Unie. Zo is beleggersbescherming beter geborgd, mede door een toename van de transparantie bij de handel op deze markten. Het kabinet ziet echter dat de beoogde doelen niet of niet geheel zijn bereikt. Vooral omdat —ondanks de herziening— in de Unie nog steeds een belangrijk deel van de handel in financiële instrumenten op minder transparante wijze plaatsvindt. Daarom is zij voorstander van een aanpassing van MiFID II en MiFIR die bijdraagt aan een verbetering van de prijsvorming op de financiële markten in de gehele Unie en aan het landschap voor de verschillende platformen waarop de handel in financiële instrumenten plaatsvindt. Een verbetering van de bescherming van beleggers, in het bijzonder van kleinere en niet-professionele beleggers, is daarbij tevens van belang.<sup>9</sup>

*b) Beoordeling + inzet ten aanzien van dit voorstel*

Het kabinet steunt de doelstelling van de Commissie om met haar voorstel bij te dragen aan meer transparantie op de markten voor financiële instrumenten in de Unie ter verbetering van de werking van het prijsvormingsmechanisme op die markten. Het kabinet acht het van belang dat de positie van beleggers —met name kleinere en niet-professionele beleggers— te versterken door de informatievoorziening aan die beleggers te verbeteren. Bovendien verwelkomt het kabinet de voorstellen die kunnen bijdragen aan het aantrekkelijker maken van deze markten. Daarmee wordt marktfinanciering in de Unie gestimuleerd en aan bedrijven, waaronder het mkb, meer financieringsopties geboden.

*Tape voor geconsolideerde handelsdata*

Het kabinet staat positief tegenover het voorstel van de Commissie dat de oprichting van CT's voor de vier verschillende activaklassen faciliteert. Het kabinet begrijpt dat de oprichting van die CT's —mede vanwege de complexiteit ervan— gefaseerd zal moeten plaatsvinden. Naar het oordeel van het kabinet zou prioriteit moeten worden gegeven aan de oprichting van een CT voor obligaties omdat een belangrijk deel van de handel in de Unie in die activaklasse nog op minder transparante wijze plaatsvindt en de beschikbare prijsinformatie met betrekking tot obligaties sterk gefragmenteerd is. Het kabinet zal hiervoor pleiten tijdens de onderhandelingen.

Het voorstel voorziet in de oprichting van één CT per activaklasse. Het kabinet kan zich hierin vinden, maar zou ook de andere voorkeursoptie van de Commissie kunnen steunen die voorziet in de oprichting van meerdere concurrente CT's per activaklasse, indien blijkt dat dit de kwaliteit van de dienstverlening of innovatie bevordert. Mocht het voorkomen dat zich geen gegadigden melden om als CTP voor een bepaalde activaklasse te fungeren, dan heeft het kabinet —gelet op het belang dat CT's voor alle activa klassen worden opgericht— begrip voor de terugvaloptie dat ESMA

---

<sup>9</sup> [Reactie op EU consultatie herziening MiFID II/ MiFIR](#). Kamerstukken II 2019/20, 22 112 nr. 2876.

die CT zal oprichten, mits de bekostiging hiervan adequaat wordt ingepast in de begroting van ESMA.

Enkele soorten marktpartijen worden verplicht om handelsdata aan de CTP te verstrekken, de zogeheten *market data contributors*. Het voorstel voorziet bij de CT voor aandelen in een omzet participatie schema waarmee een deel van de opbrengsten van die CT gedeeld worden met de data-aanleverende entiteiten. Het kabinet merkt op dat slechts één categorie van *contributors* in die opbrengsten deelt, namelijk gereguleerde markten waarop aandelen voor het eerst zijn toegelaten tot de handel, waarbij kleinere gereguleerde markten een verhoudingsgewijs groter deel ontvangen. Het kabinet vindt het onduidelijk waarom andere handelsplatformen, zoals MTF's of datarapporteringsdienstverleners die het voorstel ook aanwijst als *contributors*, niet kunnen delen in de opbrengsten van een CT voor aandelen en zal tijdens de onderhandelingen naar de onderliggende argumentatie vragen.

#### *Transparantieverplichtingen*

Het kabinet steunt de aanpassingen van de vrijstellingen van transparantie voor de handel (*pre trade waivers*). De huidige berekening van de drempel waaronder gehandeld mag worden onder de referentieprijis *waiver* (RPW) en *negotiated trade waiver* (NTW) is erg complex. Daarom begrijpt het kabinet dat de geïntroduceerde *single volume cap* (ter vervanging van de *double volume cap*) de monitoring vereenvoudigt, en dat de drempel wordt verlaagd van 8% naar 7% van de totale handel in een bepaald eigenvermogensinstrument in de Unie. Daarmee verbetert de mogelijkheid tot handhaving om, bij overschrijding van de drempel, de handel in dat instrument op te schorten. Het kabinet onderschrijft het belang hiervan.

Verder steunt het kabinet het voorstel met betrekking tot transparantie na de handel (*post trade*), bij de handel in financiële instrumenten die niet kwalificeren als eigenvermogensinstrumenten (*non-equities*). Dat zijn onder meer obligaties. Gelet op de constatering dat niet alle toezichthoudende instanties van de lidstaten deze zogeheten *deferrals* op dezelfde wijze toepassen, acht het kabinet het van belang dat dit regime wordt geharmoniseerd. Daarmee wordt naar verwachting de verplichting tot transparantie na de handel in deze *non-equity* instrumenten effectiever.

#### *Handelsverplichting voor aandelen en afgeleide instrumenten (STO en DTO)*

Het kabinet kan zich vinden in het voorstel om de MiFIR handelsverplichting voor aandelen (STO) te vereenvoudigen teneinde marktpartijen meer duidelijkheid te verschaffen over het toepassingsbereik ervan. Dit mede gelet op het feit dat dit voorstel in lijn is met de aanbeveling van ESMA.

Voorts begrijpt het kabinet ten aanzien van de DTO dat zich het risico kan voordoen dat EU-tegenpartijen —anders dan hun buiten de Unie gevestigde concurrenten— geen toegang hebben tot de in een derde land aanwezige liquiditeit, omdat zij moeten voldoen aan twee van elkaar afwijkende DTO's: de EU-DTO en de DTO van dat derde land. Indien EU-tegenpartijen geen

toegang hebben tot die liquiditeit kan dit een negatieve impact op hun concurrentiepositie hebben, omdat hun buiten de Unie gevestigde concurrenten —die buiten het bereik van de EU-DTO vallen— wel toegang hebben tot die liquiditeit. Vooralsnog is niet duidelijk of opschorting van de EU-DTO de meest passende maatregel is om het hiervoor geschetste risico te mitigeren. Daarom acht het kabinet het wenselijk dat de Commissie het voorstel inzake de bevoegdheid tot opschorting van de EU DTO nader toelicht en daarbij in het bijzonder ingaat op de aan die bevoegdheid verbonden voorwaarden en op de mogelijke impact van die bevoegdheid op de Europese kapitaalmarkten. Het kabinet zal hiervoor aandacht tijdens de onderhandelingen.

#### *Multilaterale handelsplatformen en beleggingsondernemingen met systematische internalisatie*

Wat betreft het speelveld tussen handelsplatformen en SI's, is het kabinet van mening dat de voorgestelde aanpassingen bijdragen aan het verkleinen van de verschillen tussen die twee. Dit komt de transparantie van de handel en de werking van de markten ten goede.

#### *Payment for order flow (PFOF)*

Het kabinet is voorstander van een Europees provisieverbod voor beleggingsdiensten en - producten en verwelkomt derhalve het doel van het in het voorstel opgenomen PFOF-verbod. Echter verdient het toepassingsbereik van dat verbod volgens het kabinet nog enige verduidelijking. Het voorgestelde PFOF-verbod lijkt enkel op de situatie te zien dat een beleggingsonderneming geen vergoeding mag ontvangen van een derde (de exploitant van een handelsplatform of een SI) voor het doorzenden van orders van cliënten naar die derde. Andere vergoedingen, bijvoorbeeld in de vorm van lagere clearingkosten, lijken buiten het bereik van het voorgestelde verbod te vallen. Hetzelfde lijkt te gelden ten aanzien van vergoedingen voor het doorzenden van orders van cliënten door de ene broker naar een andere broker. Het is volgens het kabinet ook bij deze vormen van vergoedingen niet altijd duidelijk of die kunnen leiden tot een vorm van onwenselijke belangenverstrengeling. Het kabinet zal bij de onderhandelingen aandacht vragen voor de reikwijdte en mogelijke ontwikkelingsmogelijkheden van het verbod met betrekking tot deze andere vergoedingen.

#### *c) Eerste inschatting van krachtenveld*

Het kabinet verwacht dat de lidstaten overwegend positief zullen oordelen over de doelen die de Commissie met dit voorstel wil bereiken omdat het aansluit bij de Raadsconclusies van 1 december 2020 waarin het belang van de verdieping van de kapitaalmarktunie is benadrukt.<sup>10</sup> Daarin is ook aandacht gevraagd voor voortvarende uitwerking van acties die bij kunnen dragen aan het mobiliseren van privaat kapitaal, gelet op het economische herstel na de pandemie. Specifiek heeft de Raad de Commissie aangemoedigd om de toegankelijkheid en transparantie van data te verbeteren door te bezien hoe de barrières tot oprichting van een CT kunnen worden weggenomen. Het Europees Parlement heeft zich tot dusverre nog niet uitgesproken over de voorgestelde wijzigingen.

---

<sup>10</sup> <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/12/04/capital-markets-union-council-approves-conclusions-on-the-commission-s-new-action-plan/>.



#### **4. Beoordeling bevoegdheid, subsidiariteit en proportionaliteit**

##### *a) Bevoegdheid*

De Commissie stelt als juridische basis voor het voorstel artikel 53, eerste lid (MiFID II) en artikel 114 (MiFIR) van het VWEU voor. De rechtsgrondslagen zijn hiermee gelijk aan die van de via onderhavige voorstellen te wijzigen verordening en richtlijn. Op grond van artikel 114 is de EU bevoegd om maatregelen vast te stellen ten aanzien van de instelling en de werking van de interne markt. Artikel 53, eerste lid geeft de EU de bevoegdheid, teneinde de toegang tot werkzaamheden, anders dan in loondienst, en de uitvoering daarvan te vergemakkelijken, richtlijnen vast te stellen inzake de coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen van de lidstaten betreffende de toegang tot deze werkzaamheden. Het kabinet kan zich vinden in de voorgestelde rechtsgrondslag. Op het terrein van de interne markt heeft de EU een met de lidstaten gedeelde bevoegdheid (artikel 4, lid 2, sub a, VWEU).

##### *b) Subsidiariteit*

Het kabinet beoordeelt de subsidiariteit als positief. Het voorstel heeft tot doel de werking van de markten voor financiële instrumenten te bevorderen en de positie van beleggers daarbij te versterken. Het voorstel bevat wijzigingen van en aanvullingen op reeds bestaande geharmoniseerde EU-wetgeving. Het is gezien het grensoverschrijdende en internationale karakter van de geïntegreerde kapitaalmarkten, gepast om de regelgeving aangaande dit onderwerp op EU-niveau vast te stellen. Zo is van belang om voor een geïntegreerde kapitaalmarkt het gelijke speelveld in de EU te bewaken, zodat onder meer op het gebied van beleggersbescherming, grensoverschrijdende activiteiten onder gelijke regelgeving vallen. Het bieden van een geconsolideerd beeld van de handelsliquiditeit op alle platformen in de Unie kan vanwege het grensoverschrijdende karakter van de handel in financiële instrumenten niet door optreden van de lidstaten bereikt worden. Bovendien kan een wijziging van dergelijke geharmoniseerde EU-regelgeving kan niet op nationaal niveau, maar kan slechts op EU-niveau plaatsvinden. Om bovenstaande redenen is optreden op EU-niveau gerechtvaardigd.

##### *c) Proportionaliteit*

Het kabinet beoordeelt de proportionaliteit als positief. De voorgestelde maatregelen dienen ertoe de werking van de markten voor financiële instrumenten te verbeteren en de positie van beleggers daarbij te versterken. Dit wordt onder meer bereikt door de oprichting van Unie brede CT's voor verschillende asset classes te faciliteren alsmede door het aanscherpen van de voorschriften die het toestaan om minder transparant in financiële instrumenten te handelen. Deze maatregelen, die de in de Unie aanwezige liquiditeitspools beter zichtbaar maken, dragen naar verwachting bij aan het behalen van het doel om de liquiditeit van (onder meer) bedrijfsobligaties op de secundaire markt te vergroten.<sup>11</sup> De maatregelen bieden private partijen de kans een CT op te richten en van deze innovatie hebben marktdeelnemers in de hele Unie profijt. Omdat niet direct naar een publieke oplossing wordt gekeken voor de oprichting van een CT gaan deze maatregelen niet verder dan noodzakelijk. Gelet op het feit dat tot op heden nog geen CT is opgericht ondanks dat

---

<sup>11</sup> De secundaire handel doelt op activiteiten op de kapitaalmarkt die plaatsvinden na de uitgifte van een financieel instrument. Die uitgifte vindt bijvoorbeeld via een *initial public offering* (IPO) plaats.

de mogelijkheid hiertoe wel wordt geboden door de huidige regelgeving, worden minder ingrijpende alternatieven niet effectief geacht.

## **5. Financiële consequenties, gevolgen voor regeldruk, concurrentiekracht en geopolitieke aspecten**

### *a) Consequenties EU-begroting*

Dit voorstel heeft naar verwachting geen gevolgen voor de EU-begroting. De CT wordt geleverd door de private sector, onder toezicht van ESMA. Het kabinet is van mening dat de benodigde EU-middelen gevonden dienen te worden binnen de in de Raad afgesproken financiële kaders van het MFK 2014-2020 en het MFK 2021-2027, en dat deze moeten passen bij een prudente ontwikkeling van de jaarbegroting.

### *b) Financiële consequenties (incl. personele) voor rijksoverheid en/ of medeoverheden*

Het voorstel heeft geen financiële gevolgen voor de Rijksbegroting. Mochten er uiteindelijk toch budgettaire consequenties blijken te zijn, dan worden deze ingepast op de begroting van het beleidsverantwoordelijke departement, conform de regels van de budgetdiscipline.

### *c) Financiële consequenties en gevolgen voor regeldruk voor bedrijfsleven en burger*

Het voorstel heeft naar verwachting geen financiële en administratieve gevolgen voor de burger. Wat betreft het bedrijfsleven, kan er een administratieve last zijn door de creatie van de CT, omdat bepaalde partijen die de handelsdata bezitten, zoals de exploitanten van handelsplatformen, SI's en bepaalde datarapporteringsdienstverleners, worden aangemerkt als *contributors*. Zij zullen voorzieningen moeten treffen om die handelsdata te verstrekken aan de CTP. De eenmalige kosten daarvan voor *contributors* worden door de Commissie geschat op 250.000 euro voor kleine partijen en 500.000 tot 1 miljoen euro voor grote partijen. De jaarlijkse kosten worden door de Commissie beoogt tussen de 200.000 en 300.000 euro te liggen voor kleine partijen en rond de 1 miljoen euro voor de grootste *contributors*, zoals SI's. Het voorstel voorziet echter wel in een mogelijkheid om te delen in de opbrengsten van de CT voor aandelen. De overige aanpassingen leiden naar verwachting tot een verlaging van de nalevingskosten, door vereenvoudiging ten opzichte van de huidige situatie of door het schrappen van enkele bepalingen.

### *d) Gevolgen voor concurrentiekracht en geopolitieke aspecten*

Het voorstel beoogt de Europese kapitaalmarkten te versterken en de werking van en handel op de markten voor financiële instrumenten te verbeteren. Daarmee wordt de ontwikkeling van financieringsmogelijkheden voor bedrijven bevorderd. Dit komt het interne concurrentievermogen van zowel de financiële markten als bedrijven in de reële economie van de Unie ten goede.

## **6. Implicaties juridisch**

### *a) Consequenties voor nationale en decentrale regelgeving en/of sanctionering beleid (inclusief toepassing van de lex silencio positivo)*

Het voorstel betreft een verordening en een richtlijn. De verordening, die rechtstreeks van toepassing is in de lidstaten, behoeft niet te worden omgezet in het nationale recht. Wel dient aan

enkele voorschriften van de verordening uitvoering worden gegeven ten behoeve van het toezicht op de naleving van die voorschriften. In verband daarmee dient het Besluit uitvoering EU-verordening financiële markten te worden gewijzigd. De verordening zal derhalve maar zeer beperkt leiden tot wijzigingen van het nationale wettelijk kader.

De richtlijn heeft gevolgen voor nationale regelgeving omdat richtlijnen dienen te worden omgezet in het nationale recht. In verband met de wijziging van MiFIR zijn enkele bepalingen van MiFID II overbodig geworden of worden deze gewijzigd. Voor zover de hiervoor bedoelde MiFID II-bepalingen zijn geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft) of in enig ander wettelijk voorschrift leidt dit tot wijzigingen van nationale wettelijk kader.

Het voorstel heeft geen gevolgen voor de *lex silencio positivo*.

*b) Gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen, incl. NL-beoordeling daarvan  
Voorgestelde bevoegdheden voor het vaststellen van gedelegeerde handelingen*

Het voorstel introduceert in MiFIR vier bevoegdheden voor de Europese Commissie om gedelegeerde handelingen vast te stellen.

Het in artikel 1, zevende lid, van de verordening opgenomen nieuwe artikel 13, derde lid, MiFIR kent de Europese Commissie de bevoegdheid toe om technische reguleringsnormen (*regulatory technical standards*, RTS) vast te stellen ter nadere specificatie van de inhoud, het *format* en de terminologie die de in dat artikel bedoelde entiteiten in aanmerking moeten nemen bij het tegen redelijke commerciële voorwaarden openbaar maken van bepaalde handelsdata. Het kabinet kan zich vinden in de keuze voor een RTS in de hiervoor beschreven situatie. Het toekennen van deze bevoegdheid acht het kabinet mogelijk, omdat het niet gaat om essentiële onderdelen van de verordening. Het kabinet vindt het bovendien wenselijk om deze bevoegdheid toe te kennen, omdat daarmee flexibiliteit wordt geboden zonder dat de wetgevingsprocedure hoeft te worden belast. Het betreft hier een inhoudelijk beperkte nadere aanvulling van de verordening, waardoor de keuze voor delegatie (in plaats van uitvoering) voor de hand ligt. De vaststelling van de RTS geschiedt overeenkomstig de in de artikelen 10 tot en met 14 van de ESMA-verordening neergelegde procedure.<sup>12</sup> De Raad en het Europees Parlement hebben —afhankelijk van de omstandigheden— één tot zes maanden de tijd om bezwaar te maken tegen de vaststelling van de RTS.

Het in artikel 1, tiende lid, van de verordening opgenomen artikel 22b, tweede lid, MiFIR geeft de Europese Commissie de bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen ter nadere specificatie van de kwaliteit en de inhoud van de handelsdata die *market data providers* moeten verstrekken aan de CTP en de kwaliteit van het transmissie protocol dat daarbij in aanmerking moet worden genomen. Deze delegatiebevoegdheid heeft tot doel de kwaliteit van handelsdata die

---

<sup>12</sup> Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/77/EG van de Commissie (PbEU 2010, L331).

aan een CTP moeten worden verstrekt te verbeteren en te uniformeren zodat de CTP adequaat kan functioneren. Op basis van de gedelegeerde handelingen wordt in aanvulling op de verordening nader gespecificeerd welke handelsdata de hiervoor bedoelde *market data providers* aan een CTP moeten verstrekken en het *format* (van die handelsdata) dat zij daarbij in aanmerking moeten nemen opdat die CTP kern handelsdata (*core market data*) kan produceren. Die kern handelsdata heeft de CTP nodig om operationeel te kunnen zijn. Verder zal op basis van onderhavige bevoegdheidsdelegatie een nadere invulling worden gegeven aan het in artikel 2, eerste lid, onderdeel 36d, MiFIR gedefinieerde begrip kern handelsdata en aan het in artikel 2, eerste lid, onderdeel 36e, MiFIR gedefinieerde begrip regulerende data (*regulatory data*). Het kabinet acht het toekennen van deze delegatiebevoegdheid mogelijk, omdat het de vaststelling van niet-essentiële elementen van de verordening betreft. Het kabinet vindt het bovendien wenselijk om deze bevoegdheid toe te kennen, teneinde op voortvarende wijze te kunnen inspelen op technologische ontwikkelingen bij de transmissie en verwerking van zeer grote hoeveelheden aan (elektronische) data. Ook kan het kabinet zich vinden in de keuze voor delegatie omdat de gedelegeerde handelingen leiden tot een aanvulling van de verordening. Deze bevoegdheidsdelegatie voor onbepaalde tijd is wat betreft doel, inhoud en strekking goed afgebakend. Het kabinet zal bepleiten dat deze bevoegdheidsdelegatie wordt gewijzigd in een toekenning voor bepaalde tijd met de mogelijkheid van stilzwijgende verlenging en waarbij die bevoegdheidsdelegatie op adequate wijze kan worden geëvalueerd.

Het in artikel 1, vijftiende lid, van de verordening opgenomen artikel 27da, derde lid, MiFIR geeft de Commissie de bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen ter nadere specificatie van de passende omvang van de gegevens vóór de handel (*pre-trade data*) die moeten worden aangeleverd aan een CTP. De Commissie kan deze gedelegeerde handelingen op basis van een rapport van ESMA en de ervaringen opgedaan bij de eerste selectieprocedure van een CTP vaststellen. Het kabinet acht de toekenning van deze bevoegdheid mogelijk, omdat het niet de vaststelling van essentiële onderdelen betreft, maar om een aanvulling van de verordening. Het kabinet vindt het bovendien wenselijk om deze bevoegdheid toe te kennen, omdat daarmee enige flexibiliteit wordt ingebouwd wat betreft de vaststelling van (technische) specificatie van de gegevens vóór de handel (*pre-trade data*) die door market data providers aan een CTP moeten worden verstrekt waarbij de ervaringen die zijn opgedaan bij de verstrekking van gegevens na de handel (*post-trade data*) aan een CTP van hulp kunnen zijn.

Het in artikel 1, zestiende lid, van de verordening opgenomen artikel 27h, vierde lid, MiFIR geeft de Commissie de bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen om, indien passend, de sleutel voor de allocatie van de opbrengsten (*allocation key*) van een CT voor aandelen te herzien. Deze delegatiebevoegdheid ziet op de (eventuele) financiële aanspraken van marktpartijen die voortvloeien uit de op hen rustende verplichting om bepaalde handelsdata aan een CTP voor aandelen te verstrekken. Bij de afweging of de sleutel voor de allocatie van die opbrengsten moet worden herzien, en zo ja, op welke wijze, dient er een evenwicht te worden gevonden tussen de verschillende belangen van de betrokken marktpartijen. Daarbij kunnen ook politieke afwegingen een rol spelen, bijvoorbeeld ten aanzien van de vraag of het wenselijk is om

bepaalde categorieën marktpartijen bij de allocatie van de CTP-opbrengsten te bevoordelen. Omdat er in deze situatie sprake is van een belangrijke politieke afweging is het kabinet van oordeel dat het hier gaat om de vaststelling van essentiële elementen van de verordening waardoor delegatie niet mogelijk is. Het kabinet zal tijdens de onderhandelingen bezwaar maken tegen deze vergaande bevoegdheidstoekenning. Indien de onderhavige kwestie desondanks via een gedelegeerde handeling wordt geregeld acht het kabinet de delegatiegrondslag niet voldoende afgebakend, omdat niet duidelijk is op basis van welke criteria de Commissie tot de slotsom kan komen dat de hiervoor bedoelde allocatiesleutel niet (langer) passend is en welke procedure de Commissie bij de vaststelling van een nieuwe allocatiesleutel in aanmerking moet nemen.

#### *Voorgestelde bevoegdheden voor het vaststellen van uitvoeringshandelingen*

Naast de bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen, voorziet de verordening ook in bevoegdheid om een uitvoeringshandeling vast te stellen.

Het in artikel 1, twintigste lid, van de verordening opgenomen artikel 32a, eerste lid, MiFIR geeft de Commissie de bevoegdheid om via een uitvoeringshandeling de in artikel 32 MiFIR neergelegde handelsverplichting voor derivaten (DTO) op te schorten, na een daartoe strekkend verzoek van de toezichthoudende instantie van een lidstaat en na consultatie van ESMA. De Commissie dient bij de vaststelling van het hiervoor bedoelde besluit het bepaalde in de artikelen 32a, tweede, derde en vierde lid, en 51 MiFIR in aanmerking te nemen. In de eerste plaats dient de Commissie wanneer zij overweegt om de DTO op te schorten rekening te houden met de eventuele (negatieve) gevolgen daarvan op de in artikel 4, eerste lid, EMIR neergelegde clearingverplichting. Daarnaast dient bij de uitvoeringshandeling het bewijs te worden gevoegd dat de toezichthoudende instanties van een lidstaat om opschorting van de DTO hebben verzocht. In de derde plaats dient ESMA op de hoogte te worden gebracht van de uitvoeringshandeling en moet deze openbaar worden gemaakt via het in artikel 34 MiFIR bedoelde register dat door ESMA wordt aangehouden. Het kabinet acht de toekenning van deze bevoegdheid mogelijk omdat er bij de toepassing van de onderhavige bevoegdheid tot opschorting van de DTO geen essentiële onderdelen van de verordening worden geregeld. Verder acht het kabinet het toekennen van deze bevoegdheid wenselijk vanwege de benodigde flexibiliteit bij de toepassing van de hiervoor bedoelde bevoegdheid om snel te kunnen reageren op veranderende marktomstandigheden. Het kabinet kan zich vinden in de keuze voor uitvoeringshandelingen (i.p.v. delegatie), omdat met deze handeling wordt gewaarborgd dat de verordening volgens eenvormige voorwaarden wordt uitgevoerd en deze handeling bovendien niet van algemene strekking is. Hierbij voorziet de voorgestelde verordening in de onderzoeksprocedure, conform artikel 5 van Verordening (EU) nr. 182/2011.<sup>13</sup> Het kabinet acht dit de juiste procedure, gelet op het bepaalde in artikel 2 van de Comitologieverordening voorziet de verordening in de toepassing van een onderzoeksprocedure met betrekking tot deze uitvoeringshandeling.

---

<sup>13</sup> Verordening (EU) Nr. 182/2011 van het Europees Parlement en de Raad van 16 februari 2011 tot vaststelling van de algemene voorschriften en beginselen die van toepassing zijn op de wijze waarop de lidstaten de uitoefening van de uitvoeringsbevoegdheden door de Commissie controleren (PbEU 2011, L55) (Comitologieverordening).

De richtlijn introduceert geen nieuwe delegatiegrondslagen in MiFID II.

*c) Voorgestelde implementatietermijn (bij richtlijnen), dan wel voorgestelde datum inwerkingtreding (bij verordeningen en besluiten) met commentaar t.a.v. haalbaarheid*

De inwerkingtreding van de verordening wordt voorzien op de twintigste dag na officiële publicatie. De verordening is onmiddellijk van toepassing in de lidstaten. De lidstaten dienen de richtlijn binnen twaalf maanden na de datum van inwerkingtreding toe te passen. Het kabinet is van oordeel dat deze termijn te kort is. Ter uitvoering van enige voorschriften van de verordening zal —teneinde die voorschriften adequaat te kunnen handhaven— het Besluit uitvoering EU-verordening financiële markten moeten worden gewijzigd. De daarvoor benodigde tijd is niet beschikbaar, indien de verordening onmiddellijk na publicatie door de lidstaten moet worden toegepast. Het kabinet zal er derhalve tijdens de raadsonderhandelingen voor pleiten dat de lidstaten de bepalingen van de verordening op hetzelfde tijdstip moeten toepassen als waarop zij de bepalingen van de richtlijn, die onlosmakelijk verbonden is met de verordening, geïmplementeerd moet hebben.

Ter implementatie van de richtlijn zal de Wet op het financieel toezicht (Wft) en wellicht enige op die wet gebaseerde lagere regelgeving moeten worden gewijzigd. Alhoewel de door te voeren wijzigingen van de Wft naar verwachting niet zeer talrijk en complex zullen zijn, zal het gezien de duur van het Nederlandse wetgevingsproces toch een uitdaging zijn om het wetgevingstraject binnen een termijn van twaalf maanden (na de datum van de officiële publicatie van de verordening) af te ronden.

*d) Wenselijkheid evaluatie-/horizonbepaling*

Het in artikel 1, achtentwintigste lid, van de verordening opgenomen artikel 52, elfde en twaalfde lid, MiFIR bevatten evaluatiebepalingen. Op grond van artikel 52, elfde lid, zal de Commissie drie jaren na de verlening van de vergunning aan de CT de Europese Raad en het Europees Parlement informeren over het functioneren van de CT en de impact daarvan op kapitaalmarkten. Artikel 52, twaalfde lid, bepaalt dat wanneer binnen twaalf maanden (na het van toepassing worden van de verordening) geen CT is opgericht, de Commissie na evaluatie van de toepasselijke wetgeving en na consultatie van de ESMA, een wettelijke maatregel zal kunnen voorstellen die ertoe strekt dat ESMA voor de exploitatie van een CT zal zorgdragen. Het kabinet kan zich vinden in de hiervoor beschreven evaluatiebepalingen.

*e) Constitutionele toets*

Niet van toepassing.

## **7. Implicaties voor uitvoering en/of handhaving**

Er worden geen problemen met betrekking tot de uitvoerbaarheid en handhaving voorzien. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is in Nederland belast met het toezicht op MiFIR en MiFID II. De wijzigingen dienen enerzijds ter vereenvoudiging van de huidige, complexe verplichtingen en dragen daarmee bij aan een verbetering van de handhavingsmogelijkheden. Anderzijds brengen

de aanpassingen een uitbreiding van de toezicht werkzaamheden van de AFM mee, zoals het toezien op de kwaliteit van handelsdata en het PFOF-verbod. Vanwege het relatief grote aantal handelsplatformen in Nederland zal naar verwachting het additionele toezicht van de AFM op de datakwaliteit een belangrijke taak zijn. Of de voorgestelde wijzingen financiële of personele gevolgen voor de AFM met zich meebrengen hangt af van de definitieve vormgeving van de voorgestelde wijzigingen en is op dit moment nog niet goed te overzien. Waar deze gevolgen er wel zijn, zullen die conform de financieringssystematiek van de toezichthouders worden ingepast.

## **8. Implicaties voor ontwikkelingslanden**

Naar verwachting zijn er geen implicaties voor ontwikkelingslanden.