



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 20.10.2011
SEC(2011) 1227 definitief

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

Begeleidend document bij het

Voorstel voor een

RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

betreffende markten voor financiële instrumenten [Herschikking]

en het

Voorstel voor een

VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

betreffende markten voor financiële instrumenten

{COM(2011) 656 definitief}
{SEC(2011) 1226 definitief}

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

Begeleidend document bij het

Voorstel voor een

RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

betreffende markten voor financiële instrumenten [Herschikking]

en het

Voorstel voor een

VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

betreffende markten voor financiële instrumenten

1. PROBLEEMSTELLING

De richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID) stelt een regelgevingskader in voor het verrichten van beleggingsdiensten in financiële instrumenten (zoals makelarij, advisering, handel, vermogensbeheer, overnemen van financiële instrumenten, enz.) door banken en beleggingsondernemingen en voor het beheer van de gereguleerde markten door de marktdeelnemers, met de desbetreffende bevoegdheden en taken van de nationale bevoegde autoriteiten.

De overkoepelende doelstelling was steeds de integratie, het concurrentievermogen en de efficiëntie van de financiële markten in de EU te bevorderen. De richtlijn heeft de mogelijkheid afgeschaft dat de lidstaten vereisen dat alle handel in financiële instrumenten op specifieke beurzen plaatsvindt en heeft Europabrede vrije concurrentie tussen traditionele beurzen en alternatieve handelsplatformen mogelijk gemaakt. Ook heeft zij aan banken en beleggingsondernemingen een versterkt "paspoort" verleend voor het verrichten van beleggingsdiensten in de hele EU behoudens naleving van zowel organisatorische als rapportage-eisen en omvattende bescherming van de beleggers.

In combinatie met de technologische vooruitgang heeft de richtlijn na 3,5 jaar tot meer concurrentie tussen de platforms voor de handel in financiële instrumenten en meer keuzemogelijkheden voor de beleggers in termen van dienstverrichters en financiële instrumenten geleid. Over het algemeen zijn de transactiekosten gedaald en is de integratie toegenomen. Er zijn echter een aantal problemen vastgesteld.

1.1. Ontbreken van gelijke mededingingsvoorwaarden voor markten en marktdeelnemers

Door de implementatie van de MiFID in combinatie met het effect van de technologische vooruitgang is de structuur van de financiële markten, met name de aandelenmarkten, in Europa drastisch veranderd en is samen met die ontwikkelingen het gedrag van de marktdeelnemers veranderd.

Allereerst zijn MTF's, ondanks dat zij vergelijkbare diensten aan de gereguleerde markten aanbieden, in de praktijk mogelijk aan een minder streng regelgevings- en toezichtsregime onderworpen. Daarnaast zijn nieuwe handelsplatformen en marktstructuren, zoals crossing-systemen voor brokers en handelsplatformen voor derivaten, opgekomen die soortgelijke activiteiten als MTF's of beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling verrichten, zonder aan dezelfde regelgevingseisen (transparantie en bescherming van de beleggers) onderworpen te zijn.

Bovendien geven de snelle technologische veranderingen, in het bijzonder de groei van de geautomatiseerde handel en de high frequency trading (HFT), aanleiding tot bezorgdheid over mogelijke nieuwe risico's voor de ordelijke werking van de markten, des te meer daar niet alle HF-handelaren onderworpen zijn aan vergunningsplicht en toezicht overeenkomstig de MiFID.

Ten derde heeft de groei van de otc-handel in aandelen bij sommige nationale toezichthouders tot bezorgdheid geleid over de kwaliteit van de prijsvorming op de beurzen en de representativiteit ervan. Daarnaast is de G20 overeengekomen in voorkomend geval de handel

in gestandaardiseerde otc-derivaten naar beurzen of elektronische handelsplatformen over te brengen.

1.2. Moeilijkheden voor kleine en middelgrote ondernemingen om toegang te verkrijgen tot de financiële markten

Kleine en middelgrote ondernemingen worden met grotere moeilijkheden en kosten om op de aandelenmarkten aan kapitaal te komen, geconfronteerd dan grotere emittenten. Deze moeilijkheden houden verband met gebrekkige zichtbaarheid van de markten van kleine en middelgrote ondernemingen, het ontbreken van marktliquiditeit voor aandelen van kleine en middelgrote ondernemingen en de hoge kosten van een beursgang.

1.3. Gebrekkige transparantie voor de marktdeelnemers

Er is enige bezorgdheid ontstaan dat het transparantieregime van de MiFID ontoereikend is voor de marktdeelnemers aan zowel de aandelen- als de niet-aandelenmarkten.

Ten aanzien van de aandelenmarkten heeft de groei van de elektronische handel het ontstaan van dark pool vergemakkelijkt, een methode waarmee marktdeelnemers grote pakketten aandelen verhandelen zonder dat dit de prijs beïnvloedt. Een toenemend gebruik van dark pool wekt bezorgdheid bij de toezichthouder omdat dit uiteindelijk van invloed is op de kwaliteit van het koersvormingsmechanisme op de normale effectenbeurs. De marktdeelnemers en toezichthouders hebben hun bezorgdheid geuit over vertragingen bij de publicatie van transactierapportages op de aandelenmarkten.

Voor de niet-aandelenmarkten voorziet de MiFID niet in transparantie-eisen, waarvoor alleen op nationaal niveau regelgeving bestaat; die eisen worden niet altijd als toereikend beschouwd.

Daarnaast is er de problematiek van de kwaliteit en de vorm van de informatie, alsook de voor de informatie aangerekende kosten en de moeilijkheden bij het consolideren van de informatie. Als deze kwesties niet in hun totaliteit worden aangepakt, kunnen zij de overkoepelende doelstellingen van de MiFID inzake transparantie, mededinging tussen verrichters van financiële diensten en de bescherming van de beleggers ondermijnen.

1.4. Gebrekkige transparantie voor toezichthouders en ontoereikende toezichtersbevoegdheden op essentiële gebieden

Op de grondstoffenmarkten, vooral op een aantal essentiële als benchmark fungerende grondstoffenderivatenmarkten (bijvoorbeeld de olie- en landbouwmarkten), heeft mogelijk de verhoogde aanwezigheid van financiële beleggers tot buitensporige koersstijgingen en koersvolatiliteit geleid. Voor derivaten en vooral grondstoffenderivaten is er geen toezicht op posities en het beheer ervan dat wanorde op de markten en benadeling van beleggers zou kunnen voorkomen. Het ontbreken van duidelijkheid en samenhang in het regelgevingskader voor emissierechten heeft negatieve gevolgen voor de marktintegriteit en de bescherming van de beleggers op de secundaire spotmarkt voor emissierechten.

Met de bestaande transactierapportage-eisen krijgen de bevoegde autoriteiten de markt niet volledig in beeld omdat het toepassingsgebied van die eisen te beperkt is (zo worden over financiële instrumenten die alleen otc worden verhandeld op dit moment geen transacties gerapporteerd) en omdat de eisen te sterk uiteenlopen.

De ervaring die met name tijdens de financiële crisis is opgedaan, leert dat er aan bevoegdheden om bij ongunstige ontwikkelingen of beperkingen de handel in of de verspreiding van een product of een dienst te verbieden of te beperken alsook aan onderzoeksbevoegdheden of sancties gebrek is.

1.5. Onvoldoende bescherming van de beleggers

Er staan in de huidige MiFID een aantal bepalingen die ertoe leiden dat beleggers geen toereikende of passende bescherming genieten. De gevolgen zijn dat het kan voorkomen dat aan beleggers onder valse voorwendselen financiële producten worden verkocht die niet geschikt zijn voor hen, of dat zij suboptimale beleggingskeuzen maken.

Allereerst worden dienstverrichters ongelijk behandeld omdat bepaalde beleggingsondernemingen en bepaalde producten, gestructureerde deposito's bijvoorbeeld, niet of niet duidelijk genoeg onder de MiFID vallen.

In de tweede plaats zijn er onzekerheden over een aantal diensten die aan beleggers worden geleverd, zoals het toepassingsgebied van execution only-diensten, de kwaliteit van beleggingsadvies of het kader inzake stimulansen. In dat verband zijn de MiFID-regels betreffende informatie over incentives van derden niet altijd zeer duidelijk of samenhangend gebleken voor de beleggers.

In de derde plaats zijn als gevolg van gevallen van verkoop onder valse voorwendselen kwesties ontstaan met betrekking tot het verrichten van diensten voor professionele klanten en de classificatie van klanten.

In de laatste plaats kan het door het ontbreken van gegevens over de kwaliteit van de uitvoering voorkomen dat beleggingsondernemingen niet het best mogelijke platform uitkiezen om een transactie voor een cliënt uit te voeren.

1.6. Zwakke punten in de organisatie, processen, risicocontrole en –beoordeling van de marktdeelnemers

Het probleem vertoont twee belangrijke facetten. In de eerste plaats zijn er de ontoereikende rol van de bestuurders en de ontoereikende organisatorische regelingen voor de lancering van nieuwe producten, activiteiten en diensten en de zwakke punten in de interne risicocontrolefuncties die door de recente gebeurtenissen aan het licht zijn gekomen. In de tweede plaats is er het ontbreken van specifieke organisatorische eisen voor vermogensbeheer, overnemen van financiële instrumenten en plaatsen van effecten die door talloze klachten van klanten in de verschillende lidstaten aan het licht zijn gekomen.

1.7. Belemmeringen voor de concurrentie op het gebied van clearing-infrastructuur

Ontwikkelingen in de manier waarop de EU-handelsplatformen in verbinding staan met de verrichters van clearingdiensten blijken in een aantal belemmeringen voor effectieve grensoverschrijdende concurrentie te hebben geresulteerd. Terwijl over de verdiensten en de relatieve sterke punten van, enerzijds, verticaal geïntegreerde handels- en clearingplatforms, en anderzijds, horizontaal georiënteerde clearinghouses die diensten verrichten voor meerdere handelsplatformen verder wordt gedebatteerd, hebben deze zaken de door de MiFID mogelijk gemaakte pan-Europese concurrentie op het niveau van de handelsplatformen gehinderd.

2. SUBSIDIARITEITSANALYSE

De meeste kwesties waarop de herziening betrekking heeft, vallen vandaag reeds onder het acquis en de MiFID. Voorts hebben financiële markten inherent en steeds meer een grensoverschrijdend karakter. Internationale markten vereisen zoveel mogelijk internationale regels. De voorwaarden op grond waarvan bedrijven en exploitanten in deze context kunnen concurreren, of het nu gaat om regels inzake transparantie voor en na transacties, bescherming van de beleggers of beoordeling en controle van risico's door de marktdeelnemers, moeten over de grenzen heen gemeenschappelijk zijn en staan alle centraal binnen de MiFID. Op sommige gebieden hebben de lidstaten, voor zover toegestaan door de richtlijn, al striktere eisen ingevoerd. Dit betekent echter ook dat zij alleen maar de problemen binnen hun grenzen hebben aangepakt. Ongecoördineerde maatregelen zouden niet tot gelijke mededingingsvoorwaarden en gelijke niveaus van beleggersbescherming/marktintegriteit leiden. Er zijn maatregelen op Europees niveau vereist om het regelgevingskader van de MiFID te actualiseren en te wijzigen teneinde met de ontwikkelingen op de financiële markten sinds de invoering ervan rekening te houden.

De Europese Autoriteit voor effecten en markten (EAEM) moet eveneens een essentiële rol spelen bij de tenuitvoerlegging van de nieuwe wetgevingsvoorstellen. Een van de doelstellingen van de oprichting van de Europees Autoriteit is de verdere verbetering van de werking van de eengemaakte markt voor effecten; nieuwe regels op uniaal niveau zijn noodzakelijk om alle passende bevoegdheden aan de EAEM te verlenen.

3. DOELSTELLINGEN

In het licht van de bovenstaande analyse van het probleem zijn de algemene doelstellingen van de herziening van de MiFID het versterken van het beleggersvertrouwen, het verminderen van risico's op ordeloosheid van de markt en systeemrisico's, het vergroten van de efficiëntie van de financiële markten en tegelijk verminderen van de onnodige kosten voor de deelnemers.

Het bereiken van deze algemene doelstellingen vereist de verwezenlijking van de volgende meer specifieke beleidsdoelstellingen:

- (1) zorgen voor gelijke spelregels voor de marktdeelnemers;
- (2) vergroten van de markttransparantie voor de marktdeelnemers;
- (3) versterken van de transparantie voor en de bevoegdheden van de toezichthouders op cruciale gebieden en bevorderen van de coördinatie op Europees niveau;
- (4) beter beschermen van de beleggers;
- (5) aanpakken van organisatorische tekortkomingen en van het nemen van buitensporige risico's of gebrekkige risicocontrole door beleggingsondernemingen en marktexploitanten.

4. BELEIDSOPTIES

Het aantal beleidsopties dat bij de herziening wordt bekeken, is zeer substantieel.

Ten aanzien van de eerste algemene doelstelling hebben de opties betrekking op de passende regulering van alle marktstructuren, waarbij de behoeften van kleinere deelnemers zoals kleine en middelgrote ondernemingen worden meegenomen, alsook de nieuwe handelstechnologieën. Een en ander omvat diverse versterkingen van het regelgevingskader voor de bestaande handelsplatformen, de vergunningseisen en de mogelijkheid tot het creëren van een nieuwe categorie handelsplatformen, de zogenaamde georganiseerde handelsfaciliteiten (OTF's), voor het deel van de handel in aandelen die op dit moment via crossing-systemen plaatsvindt alsook voor de handel in derivaten in verschillende vormen. Ten aanzien van met name kleine en middelgrote ondernemingen zijn de twee geselecteerde opties om een pasklaar regime voor de markt van de kleine en middelgrote ondernemingen in te voeren of om een sectorgeleid initiatief te bevorderen voor de vergroting van de zichtbaarheid van deze markten. Wat het technologische aspect betreft ligt de focus op een betere controle van de gebruikers van deze systemen alsook de manier waarop zij toegang verkrijgen tot de markt.

Ten aanzien van de tweede algemene doelstelling zijn de opties om de handelstransparantie te vergroten onder meer het aanpassen van de huidige eisen voor de aandelenmarkten en het opstellen van nieuwe eisen in verschillende vormen voor de niet-aandelenmarkten. Daarnaast worden ook verschillende opties bekeken om de kosten van marktgegevens te verminderen en de toegang tot deze gegevens door middel van een geconsolideerd tape-systeem te verbeteren.

Ten aanzien van de derde doelstelling zouden de bevoegdheden van de toezichthouders kunnen worden versterkt door de invoering van verschillende maatregelen zoals een vergunningenregime voor nieuwe activiteiten, een systeem van management en versterking van posities ingevolge verschillende regelingen van het sanctieregime. De harmonisatie van de voorwaarden voor een regime voor derden zou kunnen plaatsvinden door middel van verschillende wettelijke methoden, terwijl ook verschillende opties op tafel liggen om het toepassingsgebied van de transactierapportage te verruimen en de daarvoor gebruikte rapportagekanalen te verbeteren. Een specifiek aandachtsgebied zijn de grondstoffenderivatenmarkten met de opzet van verschillende mechanismen voor een betere controle van de volatiliteit alsook de spelers op deze markten en hun activiteiten.

Wat de vierde doelstelling betreft omvat de versterking van de beleggersbescherming verschillende opties gericht op specifieke dienstengebieden zoals beleggingsadvies of complexe producten, waarvoor een strenger kader en strengere informatie-eisen zouden kunnen gelden.

De laatste doelstelling zou kunnen worden aangepakt door middel van divers beleid dat betrekking heeft op versterking van de corporate governance, striktere eisen voor de organisatie van specifieke diensten zoals vermogensbeheer en een meer geharmoniseerd regime voor telefoon- en elektronische registratie.

5. BEOORDELING VAN DE EFFECTEN VAN DE VOORKEURSOPTIES

De verschillende beleidsopties zijn getoetst aan de criteria van doeltreffendheid en doelmatigheid bij de verwezenlijking van de betrokken doelstellingen. Na vergelijking van de beleidsopties zijn de volgende conclusies getrokken.

Wat de eerste algemene doelstelling betreft is de eerste hoofdvoorkeursoptie de instelling van het OTF-regime, dat drie doelstellingen heeft: (i) het creëren van een passend regelgevingskader voor crossing-systemen voor brokers op de aandelenmarkten, (ii) het opzetten van een passend regelgevingskader voor de verschillende soorten handelssystemen die momenteel door de regelgever niet als handelsplatform worden behandeld, en (iii) het beschikken over een dynamisch kader dat berekend is op toekomstige handelssystemen en -oplossingen. De tweede hoofdvoorkeursoptie is de verdere regulering, vooral op het punt van robuust risicomanagement en operationele ongevallenpreventie, van bedrijven die actief zijn op het gebied van geautomatiseerde handel alsook de marktexploitanten zelf. Verschillende opties die de high frequency trading (HFT)-activiteiten met schadelijk effecten op de marktliquiditeit zouden hebben beperkt, zoals het opleggen van een minimumperiode waarin orders in het orderboek dienen te blijven staan, zijn terzijde geschoven. Met betrekking tot kleine en middelgrote ondernemingen is het sectorgeleide initiatief terzijde geschoven omdat het duur was in vergelijking met de beperkte potentiële voordelen ervan.

Wat de tweede doelstelling betreft is de voorkeursoptie een combinatie van de stroomlijning van het bestaande transparantie-regime op de aandelenmarkten met de invoering van een pasklaar transparantieregime dat zal worden gekalibreerd voor elk soort betrokken financieel instrument met uitzondering van aandelen (dat wil zeggen, obligaties en derivaten). Daardoor moet het juiste evenwicht tussen transparantie en liquiditeit ontstaan.

Ten aanzien van de bevoegdheden van de toezichthouders en de consistentie van de toezichtpraktijk is de hoofdvoorkeursoptie een combinatie van de mogelijkheid om nieuwe diensten en producten te verbieden met een systeem van positiemanagement. Dit zal bijdragen tot de versterking van de bevoegdheden van de toezichthouders om risicovolle situaties wat betreft bescherming van de beleggers, marktstabiliteit of systeemrisico aan te pakken. Daarnaast zal de versterking van de samenwerking tussen de toezichthouders van de fysieke en financiële grondstoffenmarkten tot meer ordelijke en stabiele grondstoffenderivatenmarkten bijdragen.

Ten aanzien van de transparantie voor de regelgevers is de hoofdvoorkeursoptie een combinatie van uitbreiding van het toepassingsgebied van transactierapportage met verbetering van de rapportage door het opzetten van goedgekeurde rapportagemechanismen die een veel uitgebreidere monitoring van de markten door de toezichthouders mogelijk zal maken hetgeen tot versterkte marktintegriteit zal leiden.

Op de grondstoffenderivatenmarkten zal een nieuw systeem van positierapportage met een toetsing van de vrijstellingen waarvan bepaalde grondstoffenhandelaren profiteerden de transparantie voor zowel de toezichthouders als het publiek verhogen waardoor zij een betere inschatting zullen kunnen maken van de impact van de instroom van financiële beleggingen op het prijsvormingsmechanisme en de daarmee verband houdende prijsvolatiliteit.

Ten slotte zal de uitbreiding van de toepassing van de MiFID tot de secundaire spotmarkt voor de handel in emissierechten voor passende regulering van en toezicht op de

koolstoffenspotmarkt en voor regelgevingssamenhang tussen de fysieke en de derivatenmarkten en tussen de primaire en de secundaire markten zorgen.

Ten aanzien van de vierde doelstelling zal als gevolg van de geselecteerde opties allereerst de werkingssfeer van de regelgeving inzake producten, diensten en verrichters worden verruimd en de bescherming van de beleggers worden versterkt door te zorgen voor passende behandeling van verrichters van beleggingsdiensten (dat wil zeggen dat kleine beleggingsadviseurs die op dit moment vrijgesteld zijn ingevolge de MiFID aan analoge bedrijfsvoeringsregels zullen moeten worden onderworpen) en producten (dat wil zeggen gestructureerde deposito's). Daarnaast zou de lijst van complexe producten die execution only verkocht zouden kunnen worden, worden verkleind en zouden de informatie-eisen voor de klanten worden versterkt. De optie om het execution only-regime volledig te schrappen, is terzijde geschoven omdat zij te ontwrichtend en te duur zou zijn voor bepaalde categorieën klanten met een goede financiële kennis. De kwaliteit van beleggingsadvies zou worden verbeterd door het specificeren van de voorwaarden voor het verstrekken van onafhankelijk advies. Ten slotte zal door het verbieden van stimulansen voor onafhankelijk beleggingsadvies en vermogensbeheer het inherente belangenconflict van de ondernemingen die deze diensten aanbieden, verdwijnen en de dienstverrichting voor beleggers kwalitatief hoogstaander worden.

Ten aanzien van de laatste doelstelling is de voorkeursoptie een combinatie van versterking van de rol van de bestuurders van bedrijven, vooral op het stuk van internecontrolefuncties en specifieke organisatorische eisen inzake vermogensbeheer en het overnemen van financiële instrumenten die van essentieel belang zijn voor de bescherming van beleggers en de marktintegriteit en tot een samenhangender kader in Europa bijdragen. De invoering van een nieuwe afzonderlijke interne functie voor de behandeling van klachten is daarentegen ter zijde geschoven omdat deze te lastig is en te inflexibel.

6. TOEZICHT EN EVALUATIE

De Commissie zal toezien op de wijze waarop de lidstaten de in het wetgevend initiatief betreffende de markten voor financiële instrumenten voorgestelde wijzigingen toepassen. De evaluatie van de gevolgen van de toepassing van de wettelijke maatregel zou drie jaar na de omzettingsdatum voor de wetgevende maatregel in het kader van een verslag aan de Raad en het Parlement kunnen plaatsvinden, mogelijk op basis van verschillende verslagen waarin het praktische effect van de verschillende bovenstaande regelgevingsmaatregelen wordt beoordeeld.