

1 INLEIDING EN KERNBEGRIPPEN

1 INLEIDING

1.1 *Inhoud van dit boek en dit hoofdstuk*

101. Inhoud van dit boek – De bescherming van beleggers heeft haar beslag gekregen door een beleggingsonderneming – zijnde een onderneming die een of meer beleggingsdiensten verleent en/of beleggingsactiviteiten verricht – aan strenge regels te onderwerpen. Deze zijn erop gericht dat voldoende en adequate informatie wordt verstrekt en dat beleggingsondernemingen niet alleen deskundig en betrouwbaar zijn, maar ook een zodanige bedrijfsvoering hebben dat belangenconflicten worden voorkomen en aan cliënten een adequate dienstverlening wordt verleend. Het systeem is, kort gezegd, dat het – tenzij wordt voldaan aan gedetailleerde regels – verboden is in Nederland beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten. Deze omschrijving geeft in een notendop de kern van dit boek weer, dat is opgebouwd uit de volgende hoofdstukken:

- hoofdstuk 1: Inleiding en kernbegrippen;
- hoofdstuk 2: Uitzonderingen en vrijstellingen van de vergunningplicht en de daarbij toepasselijke regels;
- hoofdstuk 3: Vergunningeisen, vergunningaanvraag en reikwijdte van de vergunning;
- hoofdstuk 4: Regels voor beleggingsondernemingen met een AFM-vergunning;
- hoofdstuk 5: Grensoverschrijdende dienstverlening, samenwerking toezichthouders en toezicht en handhaving.

Gelet op de elkaar snel opvolgende ontwikkelingen op het terrein van de Europese en Nederlandse regelgeving voor de actoren op de financiële markten – ook op het terrein van de regelgeving met betrekking tot beleggingsondernemingen – is er bijna niet aan te ontkomen om dit boek af te sluiten met een hoofdstuk ‘Europese en nationale ontwikkelingen: toekomstig recht’: hoofdstuk 6.

102. Onderwerpen of regels die buiten beschouwing blijven – Het toezicht op en de handhaving van de in dit boek beschreven regels blijven buiten beschouwing, aangezien dit uitvoerig is behandeld in *Deel I*/hoofdstukken 5 en 6. Hierop is in hoofdstuk 5 een uitzondering gemaakt ten aanzien van die regels die specifiek zijn voor beleggingsondernemingen. De meeste kredietinstellingen (banken) oefenen naast het bancaire bedrijf ook het bedrijf van beleggingsonderneming uit door het verlenen van één of meer beleggings-

diensten en/of door het verrichten van één of meer beleggingsactiviteiten. Dit is de categorie ‘bankbeleggingsondernemingen’ die in dit boek slechts zijdelings aan de orde komt in het kader van de uitzondering op de vergunningplicht voor beleggingsondernemingen en de regels die in dat verband van toepassing zijn. Eveneens buiten beschouwing blijven de nationale en Europese regels voor de afwikkeling van een beleggingsonderneming.¹ Dat geldt ook voor de nationale en Europese regels die niet specifiek zijn gericht tot beleggingsondernemingen maar wel van toepassing zijn, zoals de antiwitwas-wetgeving en de sanctiewet- en regelgeving, of van toepassing kunnen zijn op beleggingsondernemingen, zoals de kapitaalmarktregels en de anti-misbruikregelgeving. De kapitaalmarktregels die zijn opgenomen in deel 5 Wft en de anti-misbruikregelgeving, zijn uitvoerig behandeld in *Deel II-Effectenuitgevende instellingen*. Wel wordt aan enkele regels van de anti-misbruikregelgeving, zoals de regeling omtrent beleggingsaanbevelingen, marktpeilingen en de zogeheten ‘klikplicht’ voor beleggingsondernemingen, aandacht besteed. Tot slot blijven civielrechtelijke aspecten van de ingevolge de Wft op beleggingsondernemingen van toepassing zijnde gedragsregels buiten beschouwing.

103. Inhoud van dit hoofdstuk – In dit eerste hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de historische en huidige achtergrond van de regulering op nationaal en Europees niveau van beleggingsondernemingen en wordt een overzicht gegeven van de op het Europees niveau in de vorm van lagere regelgeving vastgestelde uitvoeringsmaatregelen, zoals uitvoeringsverordeningen en de door ESMA opgestelde richtsnoeren en Q&A’s. Bij de historische nationale achtergrond sta ik iets langer stil omdat het contrast tussen de tijdgeest ten tijde van de laatste twee decennia van de vorige eeuw en de huidige tijdgeest niet alleen erg groot is, maar mijns inziens ook een mooi beeld geeft van hoe men dacht over de noodzakelijkheid van regelgeving en de economische drijfveren uiteindelijk de doorslag gaven.

Vervolgens wordt ingegaan op de belangrijkste kernbegrippen die relevant zijn voor de reikwijdte van de in de hiernavolgende hoofdstukken aan de orde komende regels. Het betreft uiteraard het begrip ‘beleggingsonderneming’, dat uiteenvalt in beleggingsdiensten en beleggingsactiviteiten en daarmee verband houdend het begrip ‘nevendienst’. Voor de nadere invulling hiervan zijn ook de begrippen ‘financiële instrumenten’ en het begrip ‘in de uitoefening van een beroep of bedrijf’ relevant. Relevant is ook het begrip ‘in Nederland’ dat onderdeel is van artikel 2:96 Wft, dat verbiedt het zonder een daartoe door de AFM verleende vergunning beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten in Nederland.

1 Zie hierover: M.L. Louisse, ‘De afwikkeling van beleggingsondernemingen’, in: D. Busch & C.W.M. Lieverse (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Serie Onderneming en Recht, Deel 112, Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 443-492.

In het kader van de regels voor het actief zijn als beleggingsonderneming speelt een rol of diensten worden verleend aan ‘professionele beleggers’ en/of aan ‘in aanmerking komende tegenpartijen’, waaraan in dit hoofdstuk ook aandacht wordt besteed. Eveneens worden enkele andere begrippen uitgelicht die weliswaar geen nadere uitwerking zijn van het begrip ‘beleggingsonderneming’ maar die wel relevant zijn voor de toepasselijkheid van in de Wft omgezette MiFID II-regels, zoals ‘beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling’, ‘beleggingsondernemingen die een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of georganiseerde handelsfaciliteit (OTF) exploiteren’ en ‘beleggingsondernemingen die DEA (direct elektronische toegang tot een handelsplatform) aanbieden gelet op de voor die beleggingsondernemingen toepasselijke extra regels’. Het begrip ‘datarapporteringsdienst’ passeert eveneens de revue, aangezien een beleggingsonderneming ook zelf een dergelijk dienst kan aanbieden. Het begrip ‘algoritmische handel’ is niet alleen van belang voor de uitzonderingen van de vergunningplicht (hoofdstuk 2) maar ook vanwege de toepasselijkheid van diverse regels indien op een MTF of OTF wordt gehandeld met toepassing van de techniek van algoritmische handel.

2 ACHTERGROND VAN DE REGULERING: NEDERLANDSE EN EUROPESE CONTEXT

2.1 *Periode 1985 tot 1996*

104. De eerste Nederlandse schreden tot regulering van effectenbemiddelaars – In 1985 kwam de Wet effectenhandel (Weh) tot stand met de volledige titel ‘Wet van 20 oktober 1985, houdende regelen ter bestrijding van ongewenste ontwikkelingen die zich bij de handel in effecten voordoen (Wet effectenhandel)’.² Artikel 6 lid 1 Weh introduceerde een vergunningplicht voor effectenbemiddelaars die in of vanuit Nederland buiten een besloten kring bemiddeling bij effectentransacties aanboden aan natuurlijke personen en rechtspersonen die niet effecten pleegden uit te geven of daarin beroeps- of bedrijfsmatig handelden of belegden.³ De algemene toelichting bij de Weh geeft een mooie terugblik naar de situatie van 1984-1985 wat betreft de ‘achterstand’ van Nederland op het terrein van regulering van de financiële markten. Met de ogen van nu (*ex nunc*) was de situatie van toen (*ex tunc*) eenvoudig: een wet bestaande uit slechts 15 bepalingen met een toelichting van 21 pagina’s.⁴ Bij de situatie anno 1984 en de redenen om over te gaan tot een ‘bescheiden’ regulering in een land dat van ‘oudsher een land is geweest dat grote vrijheden kent op het terrein van

2 *Staatsblad* 1985/570.

3 Zie ook C.M. Grundmann-van de Krol & F.J.P. van den Ingh, *Parlementaire geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995*, Deventer: Kluwer 1996, p. 231-236.

4 *Kamerstukken II* 1984-1985, 18 750, nrs. 1-3.

de handel in effecten' sta ik iets langer stil. Het geeft naar mijn mening een mooie historische schets van de toenmalige rudimentaire regelgeving en de gedachtegang van een wetgever die vooral door economische motieven werd 'gedwongen' te komen met regelgeving ten aanzien van een toen nog min of meer onontgonnen terrein. Welnu de aanloop en uitleg:

'De enige wettelijke basis voor overheidsbemoediging met het effectenwezen bestaat, naast enkele specifieke regelingen die beperkte deelterreinen bestrijken zoals de Wet toezicht kredietwezen (...), de Beurswet 1914 (...) die het toezicht regelt van de Minister van Financiën op de effectenbeurzen (thans de Amsterdamse Effectenbeurs en de European Options Exchange). De Beurswet 1914 is evenwel sterk verouderd en aan herziening toe. Daarnaast kan nog worden gewezen op de Beschikking Beursverkeer 1947 (...) die verbiedt dat behoudens een ontheffing koop en verkoop van effecten plaatsvinden anders dan door tussenkomst van de leden van de Vereniging voor de Effectenhandel. De Beschikking Beursverkeer 1947 is gebaseerd op de Wet afwikkeling geldzuivering (Stb. J 53) en is in feite niet effectief omdat aan de geldzuivering van na de oorlog thans geen argumenten meer kunnen worden ontleend om aanvragen voor een ontheffing te weigeren.⁵

Het voorstel om een effectenbemiddelaar te onderwerpen aan een vergunningplicht beruiste op de gedachte dat het belegend publiek erop moet kunnen vertrouwen dat bemiddelaars aan redelijke eisen voldoen van informatieverstrekking, deskundigheid, betrouwbaarheid en bedrijfsvoering. Deze waarborgen bestonden alleen bij de beurshandel met dien verstande dat die waarborgen op privaatrechtelijke leest waren geschoeid. De buitenbeurshandel was 'feitelijk' vrij en ondanks de sterk verouderde en gebrekkige wetgeving op het effectengebied en de dientengevolge in de praktijk bestaande vrijheid, hadden zich in ons land, afgezien van misstanden bij een aantal beleggingsinstellingen in de jaren 65-70, jarenlang slechts op beperkte schaal misstanden voorgedaan.

Een verklaring daarvoor zou kunnen zijn, zo werd gesteld, het 'bestaan van de Beschikking Beursverkeer 1947, die ertoe leidde dat een groot deel van de handel in effecten (genoteerde en niet-genoteerde) geschiedde door tussenkomst van een lid van de Vereniging voor de Effectenhandel'. Het tijt keerde echter, volgens de minister, 'mede onder invloed van de stringente regelgeving in de landen om ons heen (...) en de groei van de internationale handel in opties, (goederen-) termijncontracten, participaties in onroerend goed en wat dies meer zij'.

Nederland werd de laatste jaren geconfronteerd met steeds meer instellingen en personen die het publiek benaderden met velerlei beleggingsaanbiedingen. Zo telde het minis-

5 *Kamerstukken II 1984-1985, 18 750, nrs. 1-3, p. 7.*

terie van Financiën in de jaren 1982-1984 ‘alleen al in de sfeer van de goederentermijnhandel ruim 300 bedrijven (...) die zich door middel van advertenties in de diverse media tot het publiek hebben gewend’ door effecten en andere beleggingsobjecten aan te bieden die niet op een beurs in Nederland of de EG worden verhandeld. Bovendien bleek het vaak te gaan om ‘personen en instellingen die juist Nederland kiezen als vestigingsplaats vanwege het gebrek aan regelgeving’. Dit was gebleken uit contacten van het ministerie van Financiën met toezichthoudende instanties in het buitenland.

‘Juist deze aanbieders deinzen niet terug voor intensieve en agressieve wervingscampagnes, vaak ondersteund door suggestieve informatie waarbij hoge winsten op korte termijn worden voorgespiegeld en de risico’s worden gebagatelliseerd. Het publiek kan hiervan zeer regelmatig kennismaken in de media. Dikwijls blijkt dan bovendien dat veelal excessieve provisiekosten in rekening worden gebracht en een onvolledige administratie wordt gevoerd. In een aantal gevallen blijken de aanbiedingen zelfs frauduleus te zijn en worden de van het publiek aangetrokken gelden in het geheel niet belegd.’⁶

De minister erkende dat bij het bezien van die situatie de conclusie kon worden getrokken dat op de ontwikkelingen niet voldoende was ingespeeld. Een aantal jaren daarvoor was weliswaar het opzetten van een regelgeving voor het beurs- en effectenwezen ambtelijk ter hand genomen, maar de aard en de omvang van het project ‘brengen met zich mee dat het nog enkele jaren zal kunnen duren vooraleer een dergelijke regelgeving geëffectueerd zal zijn’. En ondertussen blijkt dagelijks ‘hoe gebrekkig het huidige instrumentarium is om misstanden tegen te gaan’. Niet alleen de beleggers ondervinden hier schade van, ook gaat er voor de Nederlandse kapitaalmarkt een aanzienlijk vermogen verloren.

‘Hierdoor dreigt ook een ondermijning van vertrouwen van het belegend publiek in het functioneren van de kapitaalmarkt, hetgeen repercussies kan hebben voor bijvoorbeeld de beschikbaarheid van beleggingsmiddelen die nodig zijn voor de financiering van het economisch herstel. Deze gevoeligheid is in Nederland extra groot omdat particulieren een relatief groot aandeel hebben in het aantal effectentransacties: op de Amsterdamse Effectenbeurs ongeveer een derde van het totaal.’⁷

Kortom, niet alleen de beleggers moesten beter worden beschermd, maar ook de schade die de financiering van de Nederlandse economie leed, moest worden weggenomen. Het

6 *Kamerstukken II 1984-1985*, 18 750, nrs. 1-3, p. 8.

7 Zie vorige voetnoot.

is dan ook niet verwonderlijk dat de minister het wenselijk achtte dat op de kortst mogelijke termijn in elk geval het instrumentarium ter beschikking zou komen om de grootste misstanden, met name die in de handel in niet ter beurze genoteerde effecten, tegen te kunnen gaan. Die zo kortst mogelijke termijn werd gehaald: indiening van het wetsvoorstel op 21 november 1984 en totstandkoming op 30 oktober 1985. Wanneer thans wordt bedacht dat de totstandkoming van de Weh, die niet slechts de regulering van effectenbemiddelaars betrof, binnen een jaar plaatsvond in combinatie met het feit dat het ging om een relatief ‘eenvoudige’ regulering, kan daar met een zekere ‘weemoed’ aan worden teruggedacht dan wel kan daar wellicht door anderen naar worden verlangd. Wanneer tevens wordt bedacht dat een boek als het onderhavige, waarin is getracht om de huidige nationale en Europese regels voor alleen beleggingsondernemingen zo compact mogelijk te behandelen desalniettemin een ‘aardige’ omvang heeft gekregen, is duidelijk welke enorme vlucht de regulering van beleggingsondernemingen heeft genomen. Het was echter ook de tijd dat in de Europese Gemeenschap diverse wetgevingsinitiatieven werden ontplooid, ook op het terrein van de financiële sector, waar Nederland als lid mee te maken kreeg.

105. De eerste Europese regulering van beleggingsondernemingen: de ISD – Op 10 mei 1993 werd de ISD⁸ – Richtlijn 93/22/EEG betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten⁹ – vastgesteld, waarin de term ‘beleggingsonderneming’ zijn intrede deed. De richtlijn was een uitvloeisel van de tweede fase van de Europese regelgeving op het gebied van financiële markten. Deze fase, ingeluid door het in 1985 door de commissie-Delors uitgebrachte ‘Witboek omtrent de voltooiing van de interne markt’,¹⁰ reflecteerde een nieuw ‘reguleringsparadigma’: minimale harmonisatie, onderlinge erkenning en toezicht van het land van herkomst (*‘home country control’*) en gemitigeerd door de ‘algemeen belang’-regels.¹¹ De ISD heeft de basis gelegd voor de structuur waarop later in de MiFID I en MiFID II is voortgebouwd, zoals een opsomming van – toen nog uitsluitend – beleggingsdiensten door middel van verwijzing naar een bijlage als een nadere specificatie van welke diensten onder het begrip beleggingsonderneming vielen. De reikwijdte van het begrip beleggingsonderneming is door MiFID I uitgebreid en is vervolgens verder uitgebreid door MiFID II, niet alleen door toevoeging van beleggingsactiviteiten en uitbreiding van de soorten beleggingsdiensten, maar ook door uitbreiding van het begrip financiële instrumenten dat onderdeel uitmaakt van het begrip beleggingsonderneming. De ISD liberaliseerde de toegang tot het lidmaatschap van gereguleerde markten

8 Aangeduid naar de Engelse afkorting ‘ISD’.

9 Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *PbEG* 1993, L 141.

10 COM(1985) 310 def. van juni 1985.

11 Zie hierover onder meer M. Tison, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen/Groningen: Intersentia Rechtswetenschappen 1999, p. 247 e.v.

en andere markten die door de toezichthoudende autoriteiten als zodanig werden erkend als gereglementeerde markten. Instellingen waaraan door de toezichthoudende autoriteit van de lidstaat van herkomst een vergunning was verleend, kregen het recht in een andere lidstaat (de lidstaat van ontvangst) soortgelijke diensten te verlenen, met inbegrip van toegang tot of lidmaatschap van de clearing- en afwikkelingsstelsels die de leden van die gereglementeerde markten ter beschikking stonden.¹²

106. Implementatie van de ISD in de Wte 1995 – Implementatie van de ISD in de nationale wetgeving van de toenmalige lidstaten diende uiterlijk op 1 juli 1995 plaats te vinden, terwijl de ISD-bepalingen uiterlijk op 31 december 1995 in werking traden. In verband met de implementatie van de ISD en van de eerste Richtlijn kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen uit 1993¹³ werd de Wet toezicht effectenverkeer 1992 opnieuw vastgesteld, nu met de aanduiding ‘Wet toezicht effectenverkeer 1995’ (Wte 1995). Kennelijk uit de vrees dat het begrip ‘beleggingsonderneming’ verwarring zou scheppen met het begrip ‘beleggingsinstelling’, koos de Nederlandse wetgever bij de implementatie van de ISD voor de aanduiding ‘effecteninstelling’ en ‘effectendiensten’.¹⁴ Het implementatiewetsvoorstel werd op 3 september 1994 ingediend in de Tweede Kamer en kwam op 16 november 1995 tot stand.¹⁵

2.2 *Periode 1995 tot 2004: vervanging van de ISD door MiFID I*

107. Aanloop van de ISD naar MiFID I – In mei 1999 publiceerde de Europese Commissie (‘EC’) het ‘Financial Services Action Plan 1999-2005’ (FSAP).¹⁶ In dat plan gaf de EC aan welke wetgevende stappen ten minste moesten worden gezet om in 2005 te komen tot een volledig geïntegreerde Europese financiële markt.¹⁷ Het FSAP wordt gezien en aangeduid als de derde fase van de Europese harmonisatiebeweging als een logisch vervolg op de

12 Zie ook *Kamerstukken II* 1993-1994, 23 874, nr. 3, p. 3 voor een uitvoerige beschrijving van de inhoud van de ISD.

13 Richtlijn nr. 93/6/EEG van 15 maart 1993 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen, *PbEG* 1993, L 141.

14 *Kamerstukken II* 1993-1994, 23 874, nr. 3, p. 3, voetnoot 1 en artikel 1 aanhef sub d Wte 1995.

15 Wet van 16 november 1995, *Staatsblad* 1995/574.

16 COM(1999) 232, mei 1999. Zie voor dit actieplan onder meer: J.C. van Haersolte, ‘Een mammoettanker is de mistige haven van Lissabon binnengevaren: de afsluiting van het Actieplan Financiële Diensten’, *NtER* 2006, nr. 5/6, p. 102-109 en nr. 7, p. 141-152 en N. Moloney, *EC Securities Regulation and Financial Markets Regulation*, derde druk, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 1-42.

17 Over de vervanging van de ISD door MiFID I heb ik de zeer uitvoerige bijdrage ‘Europese invloed: de MiFID’ geschreven in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Serie Onderneming en recht, Deel 51, Deventer: Kluwer 2009, p. 27-152. Uit deze bijdrage is in zeer beknopte vorm geput.

invoering van de euro.¹⁸ De invoering van de euro en de toen bestaande interne marktregelgeving waren weliswaar onontbeerlijk, maar op zich ‘ontoereikend om in de EU een volledige interne markt voor financiële diensten tot stand te brengen’, aldus een van de conclusies uit het FSAP.

In maart 2000 kreeg het FSAP een krachtige impuls naar aanleiding van de ‘Lissabon-agenda’, toen de Europese Raad van Lissabon een belangrijke politieke stap zette in de richting van een geïntegreerde markt voor financiële diensten en kapitaal in de EU. Als doel werd gesteld om binnen tien jaar ‘de meest concurrerende en dynamische kenniseconomie van de wereld te worden die in staat is tot duurzame economische groei met meer en betere banen en een hechtere sociale samenhang’. In Lissabon werd erop aangedrongen dat het FSAP vóór 2005 zou worden uitgevoerd.¹⁹ Dit betekende een versnelling van het tempo en de formulering van vijf prioriteiten: een van de prioriteiten was een ingrijpende herziening van de ISD.²⁰ In november 2000 gaf de EC een aanzet voor hetzij wijziging van de ISD hetzij vervanging van de ISD door een nieuwe richtlijn.²¹ Het werd uiteindelijk een vervanging van de ISD door een nieuwe richtlijn: MiFID I.

108. Knelpunten ISD: redenen voor vervanging door MiFID I – In de toelichting bij het MiFID I- voorstel werden zeven punten genoemd die het naar het oordeel van de EC noodzakelijk maakten om te komen tot een nieuwe richtlijn om de gebleken ineffectiviteit van de ISD op te heffen.²² Enkele van de (knel)punten waardoor de ISD niet meer effectief was, waren (zeer verkort weergegeven):

- onvoldoende harmonisatie van gedragsregels doordat artikel 11 lid 1 ISD een opsomming gaf van een aantal algemene en ruim geformuleerde beginselen waaraan de door de lidstaten op te stellen concrete gedragsregels ten minste moesten voldoen en moesten worden toegepast met inachtneming van de professionele aard van de persoon voor wie de dienst wordt verricht, hetgeen aan de lidstaten de vrijheid gaf niet alleen te bepalen in hoeverre bepaalde gedragsregels niet zouden gelden voor professionele beleggers, maar ook de vrijheid het begrip ‘professionele belegger’ uit te leggen;
- ontbreken van een effectief Europees paspoort doordat artikel 11 lid 2 ISD een uitzondering maakte op het ‘*home country control*’-beginsel (onderlinge erkenning en toezicht van het land van herkomst) door te bepalen dat de tenuitvoerlegging en het toezicht

18 Zie voor de eerste en tweede fase: M. Tison, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen/Groningen: Intersentia Rechtswetenschappen 1999, p. 405-421 en voor de eerste drie fasen: N. Moloney, *EC Securities Regulation and Financial Markets Regulation*, derde druk, Oxford: Oxford University Press 2014, p. 327-335.

19 Zie het Tweede Voortgangverslag van het FSAP van 30 mei 2000, COM(2000) 336, def., p. 2.

20 Tweede Voortgangverslag van het FSAP van 30 mei 2000, COM(2000) 336 def., p. 11-14.

21 Upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC). COM(2000) 729 def. 15 november 2000.

22 Zie het gepubliceerde voorstel in *PbEU* 2003, C 71 E en C.M. Grundmann-van de Krol, ‘Voorstel nieuwe richtlijn beleggingsdiensten’, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 224-227.

- op de naleving van de gedragsregels onder de bevoegdheid blijven vallen van de lidstaat waar de dienst wordt verleend, waarbij geen klip-en-klare criteria waren gesteld op grond waarvan moest worden bepaald waar een dienst wordt verricht. Dit leidde ertoe dat een beleggingsonderneming bij grensoverschrijdende dienstverlening onderworpen was aan verschillende sets van gedragsregels vanwege het ontbreken van harmonisatie van deze regels en te maken had met ten minste eenzelfde aantal toezichthouders;
- een te beperkte reikwijdte, verouderde regels en de optionele concentratieregulering op grond waarvan lidstaten de vrijheid hadden voor te schrijven dat orders van particuliere beleggers uitsluitend worden uitgevoerd op een gereguleerde markt en een aantal lidstaten van deze optie gebruik hadden gemaakt, terwijl andere lidstaten het aan de beleggingsonderneming overlieten om te bepalen hoe zij voor hun cliënten een optimale uitvoering van orders (*best execution*) konden waarborgen. Het gevolg daarvan was een grote diversiteit van methoden van orderuitvoering waardoor de regulering van de marktstructuur leidde tot discrepanties tussen onder meer nationale voorschriften inzake marktexploitatie en de mogelijkheid van concurrentie van handelsplatformen;
 - onduidelijkheid over de verdeling van de handhavingsbevoegdheden in de lidstaten vanwege het ontbreken van een minimum set van handhavingsbevoegdheden voor de nationale autoriteiten om op te treden tegen overtredingen, terwijl een volledig geïntegreerde interne financiële markt juist vereist dat ongeoorloofd gedrag in de gehele EU even streng wordt vervolgd en bestraft.

109. Het traject van ISD naar MiFID I – In de toelichting bij het MiFID I-voorstel werden twee interessante opmerkingen gemaakt: (1) het is zinloos te trachten de financiële markten te reguleren door middel van stringente bepalingen in onbuigzame wetgeving en (2) door voort te bouwen op de fundamenteën van de ISD zal de omvang van de aanpassingen beperkt kunnen blijven.²³ Het is uiteindelijk toch anders gelopen. De regulering bij of krachtens de MiFID kreeg voor een groot deel een stringent karakter en de aanpassingen zijn niet beperkt gebleven. In tegendeel, MiFID I bestond tezamen met de uitvoeringsregels op het tweede niveau van regelgeving uit 158 bepalingen en maar liefst 184 overwegingen, terwijl de ISD slechts 28 artikelen en 44 overwegingen telde. Daar kwamen op het derde niveau nog de richtsnoeren en aanbevelingen van CESR (de voorloper van ESMA) bij. Inhoudelijk waren er ten opzichte van de ISD veel vernieuwingen die niet steeds waren neergelegd in duidelijke en ondubbelzinnige bepalingen, een ‘euvel’ dat volgens de EC juist kleefde aan de ISD, maar ook in de MiFID I niet geheel was verholpen. Het traject van de ISD naar MiFID I heeft ruim zes jaar in beslag genomen: eerste aanzet in november 2000, publicatie van het voorstel in november 2002, de vaststelling in april 2004 van MiFID I

23 Voorstel voor een richtlijn betreffende beleggingsdiensten en gereguleerde markten, 19 november 2002, *PbEU* 2003, C 71 E, p. 64-65.

als een kaderrichtlijn en de vaststelling van de uitvoeringsmaatregelen in 2006.²⁴ De daadwerkelijke inwerkingtreding voor marktpartijen was in november 2007.

110. Mate van harmonisatie van MiFID I – In de MiFID I was aan de lidstaten ten aanzien van enkele specifieke onderdelen enige vrijheid gelaten om aanvullende (strengere) regels te stellen. Ook in de op het tweede reguleringsniveau vastgestelde uitvoeringsmaatregelen bevatten enkele lidstaatopties.²⁵ Bovendien was, zoals opgemerkt in paragraaf 2.1, in de ‘background note’ bij het eerste ontwerp Uitvoeringsrichtlijn MiFID I opgemerkt dat bij het opstellen van zowel de MiFID I als de Uitvoeringsrichtlijn grotendeels een ‘*principles-based*’-benadering was gevolgd (zie over deze vorm van regelgeving: *Deel II/302-304*). Als voordeel van een dergelijke benadering werd gezien dat het flexibiliteit biedt die noodzakelijk is om een diversiteit van entiteiten en activiteiten te reguleren en het opleggen van een aanzienlijke mate van verantwoordelijkheid bij alle betrokken actoren. Hierdoor zou een ‘one-size-fits-all’-benadering kunnen worden vermeden. Met name een nationale invulling van open normen of begrippen (‘principles’) laat ruimte voor een verschillende uitleg en invulling in de lidstaten al naar gelang de cultureel-juridische context per lidstaat verschilt. Desondanks zorgde MiFID I naar mijn mening voor een grote mate van harmonisatie, aangezien bepaalde ‘*principles*’, zoals de norm dat een beleggingsonderneming zich op loyale, billijke en professionele wijze inzet voor de belangen van haar cliënten of de norm dat een beleggingsonderneming cliëntenorders tegen de voor de cliënt voordeligste voorwaarden uitvoert, op het tweede niveau (toch) nader werden ingevuld en op het derde niveau werden voorzien van richtsnoeren of aanbevelingen.

111. Implementatie MiFID I in de Wft – De publicatie van de implementatiewet in het Staatsblad nam maar liefst 296 pagina’s in beslag.²⁶ Door de implementatie van de MiFID I in de Wft werden de op beleggingsondernemingen – inmiddels had ook de Nederlandse wetgever gekozen voor de aanduiding ‘beleggingsonderneming’ in plaats van ‘effecteninstituting’ (106) – van toepassing zijnde regels aanzienlijk gewijzigd en uitgebreid.²⁷

24 Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (*PbEU L 145*) en de bijbehorende uitvoeringsregels: Richtlijn 2006/73/EG van 10 augustus 2006 (*PbEU L 241*) en Verordening (EG) nr. 1287/2006 van 10 augustus 2006 (*PbEU L 241*), alsmede de brief van de Internal Markets and Services DG ‘Supervision of branches under MiFID’ (MARKT/G/3/MV D (2007) 2386), van 18 juni 2007.

25 Het op 15 oktober 2007 door CESR gepubliceerde ‘Overview of national options and discretions under MiFID’, *CESR/07-703*, toonde een gevarieerd beeld.

26 Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht), *Staatsblad* 2006/475.

27 Zie hierover onder meer D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen*, Serie Onderneming en Recht, Deel 51, Deventer: Kluwer 2009 en de aldaar opgenomen literatuurverwijzingen ook naar Engelstalige literatuur.

2.3 *Periode 2010 tot 2014: vervanging van MiFID I door MiFID II en MiFIR*

112. Herziening van MiFID I: de eerste contouren voor MiFID II – In het voorjaar van 2010 vroeg de EC aan CESR technisch advies ten aanzien van tal van onderwerpen die waren geregeld in de MiFID I.²⁸ Tevens stelde de EC specifieke vragen aan CESR.²⁹ Vervolgens publiceerde de EC begin december 2010 een consultatiedocument over mogelijke wijzigingen in de MiFID I.³⁰ In het consultatiedocument werd de mening gevraagd van belanghebbenden en belangstellenden ten aanzien van de voorgestelde wijzigingen met betrekking tot: (1) ontwikkelingen in marktstructuren, (2) pre- en post-trade transparantie, (3) dataconsolidatie, (4) maatregelen voor commodity-derivatenmarkten, (5) transactierapportage, (6) beleggersbescherming en het verlenen van beleggingsdiensten, (7) verdere convergentie van toezichtpraktijken, en (8) versterking van toezichtbevoegdheden op kerngebieden. Enkele punten uit het omvangrijke consultatiedocument waren:

- regulering van ‘*high frequency traders*’ (HFT’s): een vorm van geautomatiseerde handel die wordt uitgevoerd met behulp van wiskundige algoritmes met een verdienmodel dat bestaat uit het verrichten van transacties die elk voor zich weliswaar zeer kleine winstmarges kennen, maar die in zeer grote volumes worden uitgevoerd;³¹
- beperking van de ontheffingsmogelijkheid om pre-trade informatie te melden en daardoor beperking van het ontstaan van ‘*dark pools of liquidity*’³² met als gevolg dat meer aandelenorders onder de pre-trade transparantieverplichting vallen en minder orders worden verhandeld in een ‘dark pool’;
- het laten vervallen van de lidstaatoptie van artikel 3 MiFID I om bepaalde entiteiten die orders ontvangen en doorgeven uit te zonderen of vrij te stellen, waardoor diverse nationale regimes voor beleggingsondernemingen terrein zouden verliezen;
- afschaffing van artikel 19 lid 6 MiFID, waarin een uitzondering was opgenomen van de verplichting om de passendheidstoets uit te voeren voor ‘*execution only*’ voor zover

28 Zie onder meer de technische adviezen van CESR juli 2010 (CESR/10-808, CESR/10-859, CESR/10-802, CESR/10-799) en oktober 2010 (CESR/10-882, CESR/10-1040 en CESR/10-1096).

29 CESR/10-1254 en CESR/10-860.

30 Public Consultation: Review of the Markets Financial Instruments Directive (MiFID), 8 december 2010 (ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010mifid/consultation_paper_eng.pdf).

31 Zie de AFM-brochure die naar aanleiding hiervan werd opgesteld: *High frequency trading: de toepassing van geavanceerde handelstechnologie op de Europese markt*, november 2010 (gepubliceerd op de website van de AFM).

32 Zie de studie van H. Degryse, M. van Achter & G. Wuyts, *Shedding Light on Dark Liquidity Pools*, TILEC Discussion paper, november 2008, alsmede het IOSCO-consultatierapport ‘Issues Raised by Dark Liquidity’, oktober 2010, H. Degryse, R. de Winne, C. Gresse & R. Payne, *Cross-Venue Liquidity Provision: High Frequency Trading and Ghost Liquidity*, ESMA Working Paper 4, november 2020 (ESMA/2020/WP-2020-4) en S. Rosmalen, ‘Multilaterale handelsfaciliteiten en dark pools. Is MiFID na drie jaar al aan herziening toe?’, *O&F* 2010, nr. 4, p. 29-45.