

Vragen gesteld door de leden der Kamer, met de daarop door de regering gegeven antwoorden

1543

Vragen van het lid **Van der Linde** (VVD) aan de Minister van Financiën over *het bericht «Aandelenbeurzen niet gelukkig met nieuwe handelsregels»* (ingezonden 7 februari 2018).

Antwoord van Minister **Hoekstra** (Financiën) (ontvangen 23 maart 2018)

Vraag 1

Bent u bekend met het bericht «Aandelenbeurzen niet gelukkig met nieuwe handelsregels» uit het Financieele Dagblad van 5 februari 2018?¹

Antwoord 1

Ja.

Vraag 2

Wat is uw appreciatie van dit bericht? Bereiken dezelfde ontevreden geluiden het ministerie? Wat zijn de ervaringen van de toezichhouder in de (korte) tijd dat Markets in Financial Instruments Directive II (MiFiD II) nu in werking getreden is?

Antwoord 2

De in het Financieele Dagblad (FD) van 5 februari jl. geuite «ontevreden geluiden» hebben de exploitanten van handelsplatformen gedeeld met de betrokken Europese en nationale toezichhouders. Deze geluiden zijn ook bij het ministerie bekend.

Wat betreft de ervaringen van de toezichhouders met de richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 (MiFiD II), die vanaf 3 januari 2018 moet worden toegepast, kan worden opgemerkt dat zij sinds die datum een toename van de Europese handelsvolumes hebben waargenomen voor aandelen die worden verhandeld op transparante handelsplatformen voor aandelen en door beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling (SI). Die toename lijkt vooral het gevolg te zijn van een verplaatsing van de zogenoemde *Over-The-Counter* (OTC) handel in aandelen, die voor 3 januari 2018 voor een belangrijk deel op niet-transparante *Broker*

¹ <https://fd.nl/beurs/1239871/aandelenbeurzen-niet-gelukkig-met-nieuwe-handelsregels>

Crossing Networks plaatsvond, naar transparante plaatsen van uitvoering.² Deze ervaringen zijn in lijn met de verwachtingen van de Europese wetgever voorafgaande aan het van toepassing worden van MiFID II.

De «ontevreden geluiden» richten zich met name op de vanaf het begin van dit jaar toegenomen handel in aandelen door beleggingsondernemingen met SI. Deze beleggingsondernemingen voeren bilateraal en voor eigen rekening (met eigen kapitaal) orders van cliënten uit.³ Zij mogen (anders dan multilaterale handelsplatformen) geen koop- of verkoopintenties van derden bij elkaar brengen. Vanaf 3 januari jl. geldt voor beleggingsondernemingen met SI de verplichting om voor aandelen vaste koersen (*firm quotes*) af te geven. Als gevolg van die verplichting is er sprake van meer transparantie voor de handel (*pre trade transparency*) dan bij de hiervoor bedoelde OTC-handel in aandelen.

Wat betreft de regels inzake transparantie voor de handel kan verder worden opgemerkt dat de op de multilaterale «Europese aandelenbeurzen» geldende voorschriften inzake transparantie voor de handel in belangrijke mate overeenkomen met de voor beleggingsondernemingen met SI geldende voorschriften. Een materieel verschil betreft het *tick size* regime. Beleggingsondernemingen met SI mogen – kort samengevat – een order of quote op meer getallen achter de komma beprijsen dan multilaterale handelsplatformen.⁴ Kleinere *tick sizes* leiden doorgaans tot kleinere verschillen tussen bied- en laatprijzen hetgeen tot lagere uitvoeringskosten kan leiden. ESMA is voornemens om middels een wijziging van de relevante gedelegeerde verordening de verschillen tussen beide *tick size* regimes weg te nemen.⁵

Vraag 3

Verwacht u dat MiFID II ertoe zal leiden dat, zoals het artikel stelt, «beleggers de transparante platforms zullen verlaten voor minder transparante afwikkel-systemen»? Wat zijn de effecten hiervan? Was deze substitutie bij de wetsbehandeling al voorzien? Vindt u eveneens dat zo'n overstap tegen de geest van de wet ingaat? Welke mogelijke stappen kunnen genomen worden teneinde deze effecten tegen te gaan, en is dit wenselijk?

Antwoord 3

Nee, naar verwachting zal MiFID II geen omvangrijke verplaatsing van handelsvolumes van multilaterale handelsplatformen naar bilaterale afwikkel-systemen (en in het bijzonder beleggingsondernemingen met SI) tot gevolg hebben. Wel mag worden verwacht dat zowel de handelsvolumes op die handelsplatformen als die van beleggingsondernemingen met SI zullen toenemen. Die verwachting is gebaseerd op de in de verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR) opgenomen handelsverplichting (*trading obligation*) voor aandelen. Op basis van die handelsverplichting moeten aandelen in beginsel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of door een beleggingsonderneming met SI worden verhandeld. Die verplichting zal tot gevolg hebben dat (bilaterale) OTC-handel in aandelen zal worden verplaatst naar deze transparante plaatsen van uitvoering. In het hiervoor bedoelde FD-artikel wordt ook op dit door MiFID II beoogde effect gewezen.

Vraag 4

Is deze overstap naar minder transparante afwikkel-systemen een reactie op de wetgeving die bedoeld is om geautomatiseerd handelen (High Frequency Trading) tegen te gaan? Bereikt de wetgeving haar doel dan wel, als handelaren over kunnen stappen op minder transparante systemen? Bent u het eens met uw ambtsvoorganger in de nota naar aanleiding van het verslag

² De toename van handelsvolumes in aandelen op transparante plaatsen van uitvoering die sinds het begin van 2018 kan worden waargenomen, is voor een deel waarschijnlijk ook het gevolg zijn van een verhoogde volatiliteit op de Europese aandelenmarkten.

³ Het uitvoeren van orders van cliënten door beleggingsondernemingen met SI dient op georganiseerde, frequente, systematische en aanzienlijke basis plaats te vinden (artikel 4, eerste lid, onderdeel 20, MiFID II).

⁴ Zo kan op een gereguleerde markt of MTF voor een aandeel een quote van bijvoorbeeld € 10,00 worden afgegeven terwijl een SI dat aandeel voor € 9,999999 kan beprijsen.

⁵ Zie Consultation Paper, Amendments to Commission Delegated Regulation (EU) 2017/587 (RTS 1) van 9 November 2017 (ESMA70-156-275).

(Kamerstuk 34583-6) dat met de huidige wetgeving «een goede balans is gekozen en dat algoritmische handel niet onnodig wordt beperkt»?

Antwoord 4

Naar het oordeel van de toezichthouders kan nu nog niet met voldoende zekerheid worden vastgesteld of, en zo ja, in welke mate het van toepassing worden van MiFID II heeft geleid tot een verplaatsing van handelsvolumes van multilaterale handelsplatformen voor aandelen naar (bilaterale) afwikkel-systemen. Indien een zodanige verplaatsing heeft plaatsgevonden, zou dit mede veroorzaakt kunnen zijn door het (afwijkende) *tick size* regime dat moet worden toegepast door beleggingsondernemingen met SI. Hierbij moet worden opgemerkt dat als een dergelijke verplaatsing daadwerkelijk heeft plaatsgevonden, dit effect hoogstwaarschijnlijk van tijdelijke aard is, gezien de in voorbereiding zijnde wijziging (door ESMA) van de relevante gedelegeerde verordening die de verschillen tussen de verschillende *tick size* regimes moet wegnemen. Daarnaast hebben de toezichthouders vastgesteld dat een aantal beleggingsondernemingen met SI vooruitlopend hierop het voor multilaterale handelsplatformen geldende *tick size* regime reeds toepassen.

De in de nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 neergelegde opvatting van mijn ambtsvoorganger dat – kort samengevat – MiFID II de algoritmische handel in financiële instrumenten niet onnodig beperkt, is nog steeds van toepassing.⁶

Vraag 5

Wat is uw reactie op het door de beurskoepel Fese beschreven «ongelijke speelveld», voortkomend uit het feit dat interne afwikkel-systemen een uitzonderingspositie in de wet hebben? Kunt u de Kamer op de hoogte houden van de door de Europese Autoriteit voor Effecten en Markten (ESMA) gestarte marktconsultatie?

Antwoord 5

Zoals aangegeven, geldt voor beleggingsondernemingen met SI momenteel een afwijkend *tick size* regime. Voor het overige is wat betreft de voorschriften met betrekking tot transparantie voor handel geen sprake van een uitzonderingspositie voor dergelijke beleggingsondernemingen. De reden voor het verschil met betrekking tot de *tick size* regels is gelegen in het feit dat deze beleggingsondernemingen voor eigen rekening (met hun eigen kapitaal) handelen. Met andere woorden: de beleggingsonderneming treedt steeds als tegenpartij op waardoor hij risico loopt. Dit laatste geldt niet bij handel in aandelen die op multilaterale handelsplatformen plaatsvindt. Ondanks deze bijzondere positie van beleggingsondernemingen met SI is ESMA voornemens hen te verplichten om bij de handel in aandelen hetzelfde *tick size* regime toe te passen als dat bij de handel in aandelen op multilaterale handelsplatformen moet worden toegepast.

Ik zal uw Kamer informeren over de resultaten van de door ESMA uitgevoerde marktconsultatie van de *tick size* regels. ESMA zal die resultaten ook via haar website bekend maken.

Vraag 6

Hoe blijft u de relevante financiële wetgeving, zoals MiFID II, volgen teneinde mogelijke negatieve effecten vroegtijdig te signaleren en indien nodig tegen te gaan? Wanneer wordt de werking van de wet geëvalueerd? Wordt er contact onderhouden met de relevante spelers in het veld?

Antwoord 6

Vanzelfsprekend worden door het ministerie contacten onderhouden met «de relevante spelers in het veld» aangezien die contacten behulpzaam kunnen zijn bij het reeds in een vroegtijdig stadium onderkennen van niet beoogde effecten van wet- en regelgeving. MiFID II en MiFIR, die zijn verwerkt in de Wet implementatie richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014, bevatten verschillende evaluatiebepalingen die de Europese Commissie

⁶ Kamerstuk 34 583, nr. 6, blz. 14.

verplichten om (na raadpleging van ESMA) aan het Europees parlement en de Europese Raad een rapport of een verslag uit te brengen over de werking van verschillende onderdelen van die richtlijn en verordening. Zo dient de Europese Commissie bijvoorbeeld voor 3 maart 2020 een rapport uit te brengen over de effecten van de in MiFID II opgenomen voorschriften met betrekking tot algoritmische handel en eveneens voor die datum verslag uit te brengen over het effect in de praktijk van de in MiFIR opgenomen voorschriften inzake transparantie voor en na de handel in aandelen.