

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2008-09



Antoine Van Cauwenberge

**Het reglementaire landschap voor de
Europese financiële markten na MiFID**

June 2008

WP 2008-09

Antoine VAN CAUWENBERGE

***Het reglementaire landschap voor de Europese
financiële markten na MiFID***

Abstract

This article provides an overview of the MiFID rules governing the operation of the financial markets. After outlining the policy aims of MiFID, we address in greater detail the new rules that apply to the regulated markets and other systems for the execution of transactions in financial instruments. Next, we analyse the rules regarding market transparency, which help to ensure that market participants can carry out their transactions in financial instruments on an informed basis. We also investigate the interaction between the "best execution" obligation incumbent upon intermediaries and the competition between market platforms intended by MiFID. The European regulations are likewise explained, together with the specifically national dimensions. Where relevant, mention is also made of recent market initiatives that take advantage of the new MiFID framework

To be published in

Bank- en Financieel Recht, 2008/III



Het reglementaire landschap voor de Europese financiële markten na MiFID

Antoine Van Cauwenberge

Deze bijdrage biedt een overzicht van de MiFID-regels in verband met de werking van de financiële markten. Na een toelichting van de beleidsdoelstellingen van MiFID gaan we uitgebreid in op de nieuwe regels toepasselijk op de gereguleerde markten en andere systemen voor de uitvoering van transacties in financiële instrumenten. Hierbij aansluitend analyseren we de regels in verband met markttransparantie die er toe bijdragen dat de marktdeelnemers hun transacties met kennis van zaken kunnen uitvoeren. We onderzoeken tevens de interactie tussen de “best execution”-verplichting voor de tussenpersonen en de door MiFID beoogde concurrentie tussen beursplatformen. De Europese voorschriften worden telkens toegelicht samen met de specifieke nationale dimensies. Waar relevant, wordt ook melding gemaakt van recente marktinitiatieven die op het nieuwe MiFID-kader inspelen.

This article provides an overview of the MiFID rules governing the operation of the financial markets. After outlining the policy aims of MiFID, we address in greater detail the new rules that apply to the regulated markets and other systems for the execution of transactions in financial instruments. Next, we analyse the rules regarding market transparency, which help to ensure that market participants can carry out their transactions in financial instruments on an informed basis. We also investigate the interaction between the “best execution” obligation incumbent upon intermediaries and the competition between market platforms intended by MiFID. The European regulations are likewise explained, together with the specifically national dimensions. Where relevant, mention is also made of recent market initiatives that take advantage of the new MiFID framework.

I. Inleiding

1. De richtlijn 2004/39/EEG (hierna: “de MiFID-richtlijn” of “MiFID”) hertekent het reglementaire landschap voor de Europese financiële markten diepgaand en legt aldus de basis voor structurele wijzigingen in de werking van deze markten¹.

De MiFID-richtlijn vormt een kernmaatregel van het in 1999 door de Europese Commissie gelanceerde *Financial Services Action Plan*² dat de herziening van de vroegere

¹ Voor een algemeen overzicht van de MiFID: zie: P. DELLA FAILLE, *La modernisation des marchés financiers. Transposition en droit belge de la directive MiFID*, Louvain-la-neuve, Anthemis, 2008, 300 p., M. VALENTZA, “Les entreprises d’investissement et les marchés d’instruments financiers», in: *Intégration des marchés financiers, Commentaire J. Mégret*, Brussel, Institut d’études européennes, 2007, 149-200, *A Practitioner’s Guide to MiFID*, (ed.) M. ELDERFIELD, Londen, City & Financial Publishing, 2007, 348 p., *The future of investing in Europe’s markets after MiFID*, (ed.) C. SKINNER, Chichester, John Wiley & Sons, 2007, 261 p., J.-R. GIRAUD en C. D’HONDT, *MiFID. Convergence towards a unified European capital markets industry*, Londen, Risk Books, 2006, 341 p. en J. ANSIDEI, E. de FOURNOUX en P. LAURENT, *Directive MIF, Construire le marché financier européen*, Paris, Edition Revue Banque, 2007, 195 p.

² *Communication of the Commission, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232 (May 11, 1999). Dit Actieplan voorzag in een geheel van reglementaire initiatieven die, in het verlengde van de introductie van de euro, de versnelde eenmaking van de Europese markt voor financiële diensten nastreven.



beleggingsdienstenrichtlijn (hierna: de *ISD*) op stapel zette ³. Ze kadert tevens in de zogenaamde Lissabon strategie van de Europese Unie ⁴. Op het vlak van de besluitvorming is MiFID voorts één van de eerste Europese maatregelen die conform de aanbevelingen van het *Lamfalussy*-verslag ⁵ is opgesteld. Dit houdt in dat de voornaamste regels zijn neergelegd in een richtlijn van de Raad en het Europees Parlement die is goedgekeurd op 21 april 2004 (zogenaamde “niveau 1-maatregel”) ⁶, terwijl de uitvoeringsbepalingen (zogenaamde “niveau 2-maatregelen”) door de Europese Commissie zijn vastgelegd in een verordening ⁷ en een richtlijn ⁸ van 10 augustus 2006. Deze uitvoeringsmaatregelen van de Commissie zijn tot stand gekomen op basis van adviezen van het *Committee of European Securities Regulators* ⁹ en dit na ruime consultatie van de marktdeelnemers.

De omzetting van MiFID in de Europese lidstaten ¹⁰ volgt doorgaans eenzelfde stramien waarbij zowel wetgeving als ondergeschikte regelgeving zijn aangewend ¹¹. De MiFID-regels zijn in werking getreden op 1 november 2007.

³ Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, *PB L141* van 11 juni 1993. Over de *ISD*, zie: M. CARDON DE LICHTBUER, “The Investment Services Directive, An Analysis”, in E. WYMEERSCH (ed.), *Further perspectives in financial integration in Europe*, Berlin, Walter de Gruyter, 1994, 79-106.

⁴ De Lissabonstrategie is een actie- en ontwikkelingsplan van en voor de Europese Unie, goedgekeurd te Lissabon in maart 2000 door de Europese regeringsleiders, met als doelstelling om van de EU tegen 2010 de meest competitieve en dynamische kenniseconomie te maken.

⁵ *Final report of the Commission of Wise Men on the regulation of the European securities markets*, 15 februari 2001. Zie hierover, B. SOUSI-ROUBI, “La procédure Lamfalussy à l’épreuve de la directive concernant les marchés d’instruments financiers”, *Euredia*, 2004, 209-221 en G. FERRARINI en F. RECINE, “The MiFID and internalisation”, G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (ed.), *Investor Protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford, University Press, 2006, 235-270.

⁶ Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PB L 145/1* van 30 april 2004.

⁷ Verordening 1287/2006 van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen betreffende het bijhouden van gegevens, het melden van transacties, de markttransparantie, de toelating van financiële instrumenten tot de handel en de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn betreft, *PB L 241* van 2 september 2006 (hierna: “de Verordening”).

⁸ Richtlijn van de Commissie 2006/73/EG van 10 augustus 2006 tot uitvoering van richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door beleggingsondernemingen in acht te nemen organisatorische eisen en voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening en wat betreft de definitie van begrippen voor de toepassing van genoemde richtlijn, *PB L 241* van 2 september 2006 (hierna: “de uitvoeringsrichtlijn”).

⁹ CESR is het onafhankelijk netwerk van effectentoezichthouders opgericht bij beslissing van de Commissie van 6 juni 2001, *PB L 191* van 13 juli 2001. De adviezen van CESR over de MiFID-uitvoeringsmaatregelen, alsook de bijbehorende *Feedback Statements*, van januari 2005 (*CESR/05-024c* en *CESR/05-025*) en april 2005 (*CESR/05-290b* en *CESR/05-291b*) zijn beschikbaar op diens website www.cesr.eu.

¹⁰ Op de website van de Europese Commissie is een overzicht terug te vinden van de teksten tot omzetting van MiFID in de lidstaten van de Europese Economische Ruimte (zie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_implementation_en.htm).

¹¹ In België is de omzetting van de bepalingen van de richtlijn 2004/39/EG voornamelijk terug te vinden in de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten en in de wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, zoals gewijzigd door het koninklijk besluit van 27 april 2007 tot omzetting van de Europese richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (*B.S.* van 31 mei 2007). De uitvoeringsrichtlijn 2006/73/EG is voornamelijk omgezet door het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (*B.S.* van 18 juni 2007), alsmede door het reglement van de Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen van 5 juni 2007 betreffende organisatorische vereisten voor instellingen die beleggingsdiensten verstrekken (goedgekeurd bij koninklijk besluit van 19 juni 2007, *B.S.* van 27 juni 2007). Wat de regelgeving inzake de overheidseffecten betreft, dient te worden verwezen naar het



2. In deze bijdrage wordt een overzicht gegeven van de MiFID-regels in verband met de werking van de financiële markten¹². De desbetreffende Europese voorschriften worden telkens behandeld samen met de specifieke nationale dimensies. Waar relevant, worden ook recente marktinitiatieven die op het nieuwe MiFID-kader inspelen, belicht. Na een schets van de beleidsdoelstellingen van MiFID (hoofdstuk II), gaan we uitgebreid in op de MiFID-regels voor de gereguleerde markten en voor andere systemen van uitvoering van transacties in financiële instrumenten (zie hoofdstuk III). Terwijl de *ISD* enkel een summier kader uittekende voor de gereguleerde markten, werkt MiFID immers een allesomvattende regeling uit niet alleen voor de gereguleerde markten maar ook voor vergelijkbare multilaterale handelsfaciliteiten (“MTF’s”) en voor de beleggingsondernemingen of kredietinstellingen die hun cliëntenorders systematisch intern afhandelen (“systematische internaliseerders”). Hierbij aansluitend analyseren we de regels in verband met markttransparantie die er toe bijdragen dat de marktdeelnemers hun transacties op deze systemen met kennis van zaken kunnen uitvoeren (zie hoofdstuk IV). Daarna onderzoeken we de interactie tussen de verplichting voor de tussenpersonen om hun cliëntenorders zo optimaal mogelijk uit te voeren en de door MiFID beoogde concurrentie tussen beursplatformen (hoofdstuk V). Binnen het bestek van deze bijdrage gaan we niet nader in op de draagwijdte van het geheel van de door MiFID bepaalde gedragsregels voor bemiddelaars bij transacties in financiële instrumenten¹³. Het verdient wel te worden vermeld dat deze regels de beleggersbescherming en de marktintegriteit versterken en aldus het vertrouwen van de beleggers in de financiële markten verhogen. Dit verhoogde beleggersvertrouwen zal naar verwachting meer beleggers naar deze markten aantrekken.

II. Beleidsdoelstellingen van MIFID betreffende de financiële markten

3. Om de draagwijdte van de MiFID te begrijpen, dient teruggegrepen te worden naar de beleggingsdienst Richtlijn van 1993 (*ISD*). Eén van de kernbepalingen van de *ISD* is de zogenaamde centralisatie- of concentratieverplichting¹⁴. Deze regel houdt in dat de lidstaten de mogelijkheid hebben om hun bemiddelaars principieel te verplichten om hun beursorders uit te voeren op een gereguleerde markt. Deze verplichting heeft als gevolg dat een bank of beleggingsonderneming cliëntenorders slechts onder strikte voorwaarden buitenbeurs kon uitvoeren, bijvoorbeeld door zich zelf tegenpartij te stellen. Hoewel de centralisatieverplichting een optionele regel was, hebben vele lidstaten de in hun land

koninklijk besluit van 20 december 2007 betreffende de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten, *B.S.* van 9 januari 2008. De Europese uitvoeringsverordening 1287/2007 is rechtstreeks toepasselijk en behoeft geen omzetting: ze werd, om redenen van transparantie, wel bekendgemaakt in het Belgisch Staatsblad van 18 juni 2007.

¹² Dit artikel vormt een onderdeel van het MiFID-Dossier in dit tijdschrift. Voor zover nodig, wordt gepreciseerd dat deze bijdrage op persoonlijke titel wordt geschreven.

¹³ Zie hierover: P. DELLA FAILLE, *o.c.*, 189-276, V. COLAERT en T. VAN DYCK, "MiFID en de gedragsregels. Een nieuw juridisch kader voor beleggingsdiensten", *T.B.H.*, 2008, 229-285, F. BUISSON, "La directive sur les marchés d'instruments financiers: quels enjeux pour la protection des investisseurs et le maintien de l'intégrité du marché?", *Euredia*, 2004, 237-248 en G. FERRARINI, "Contract standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)", *European Review of Contract Law*, 2005, 19-43.

¹⁴ Artikel 14 van *ISD*. Zie hierover: M. TISON, "The Investment Services Directive and its Implementation in the EU Member States" in: J. STUCK, F. ABRAHAM en E. TERRY (ed.), *Financial Services and Financial Markets in Europe*, Leuven, University Press, 2000, 125-169.



werkzame bemiddelaars aan een dergelijke verplichting onderworpen¹⁵. De achterliggende motivering voor de invoering van de concentratieplicht was dat een zo ruim mogelijke interactie tussen alle orders bijdraagt tot een correcte prijsvorming en een billijke behandeling van de beleggers¹⁶. De regel ging vaak gepaard met een vermoeden ten gunste van de bemiddelaars dat deze door de transactie uit te voeren op een gereglementeerde markt hun verplichtingen inzake “beste uitvoering” hadden nageleefd¹⁷. In andere landen daarentegen bestond er geen wettelijke verplichting tot uitvoering op een gereglementeerde markt zodat bemiddelaars hun cliëntenorders buitenbeurs konden afhandelen, mits inachtneming van het belang van de cliënt¹⁸.

Een en ander had voor gevolg dat er in de Europese Unie sterk uiteenlopende marktstructuren bestonden toen de herziening van de *ISD* aan de orde was.

Bij de voorbereiding van de ontwerp-MiFID¹⁹ was het voor de Europese Commissie niet langer denkbaar dat de concentratiereguleer kon worden behouden. Volgens de Europese Commissie vormde deze regel een obstakel voor de creatie van een eengemaakte Europese markt. De regel werd ook anticoncurrentieel geacht vermits de gereglementeerde markten er een competitief voordeel uit haalden. De lidstaten die de concentratiereguleer dientengevolge dienden op te geven, vroegen als tegenprestatie een toereikende omkadering van de buitenbeurstransacties in een marktomgeving die door een grotere fragmentatie zou gekenmerkt worden. Dit was de kern van de controverse die gedurende de ganse MiFID-vorbereiding woedde en waarbij het uiteindelijk draaide om een passend evenwicht te vinden tussen een voldoende transparantie en het behoud van de marktliquiditeit²⁰. Ook de marktpartijen waren sterk verdeeld en voedden de controverse via een zelden geziene lobbycampagne. Terwijl de traditionele beurzen voor een strikt transparantieregime pleitten,

¹⁵ O.m. België, Frankrijk, Italië en Spanje kenden vóór de MiFID een centralisatieplicht. Conform de *ISD*-richtlijn, bepaalden deze lidstaten dat de uitvoering kon plaatsvinden op elke gereglementeerde markt in de Unie waar het effect was genoteerd. In België was de centralisatieplicht neergelegd in artikel 37 van de wet van 6 april 1995 inzake het statuut van en het toezicht op de beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs. De strikte voorwaarden waaronder buitenbeurstransacties mogelijk waren, werden bepaald door het koninklijk besluit van 13 mei 1996 tot bepaling van de voorwaarden volgens dewelke transacties mogen uitgevoerd worden buiten een gereglementeerde markt. Er diende ook rekening te worden gehouden met het verbod tot compensatie van orders in financiële instrumenten verhandeld op een Belgische gereglementeerde markt (zie artikel 38, tweede lid, van de wet van 6 april 1995). De wet van 2 augustus 2002 beoogde reeds de opheffing van de centralisatieverplichting en het compensatieverbod waarvan sprake in de voornoemde artikelen 37 en 38, maar deze opheffing trad nooit in werking. Parallel verleende artikel 11 van dezelfde wet van 2 augustus 2002 de Koning de mogelijkheid om een centralisatieverplichting in te voeren: aan deze bepaling werd nooit uitvoering gegeven, vermits voornoemd artikel 37 nog van kracht bleef.

¹⁶ Er dient wel te worden opgemerkt dat de gereglementeerde markten gevestigd in landen die een concentratieplicht oplegden vaak verschillende verhandelingsmethodes organiseerden, bv. om transacties van grote omvang te verwerken.

¹⁷ Zie het artikel 36, § 2, van de wet van 6 april 1995, dat werd opgeheven door KB van 27 april 2007.

¹⁸ De vrijheid om buitenbeurs te handelen moet wel genuanceerd worden in die zin dat in sommige van deze landen maatregelen van andere aard zoals fiscale regels vaak voor gevolg hadden dat het gros van de transacties niettemin op een gereglementeerde markt plaatsvond.

¹⁹ Voor achtergrond bij de voorbereiding van MiFID, zie: J. MEYERS, “Key themes in the revision of the Investment Services Directive”, *Bank- en Financieel recht*, 2002, 80-88 en 165-66, D. BALLEGEER, “The revised investment services directive”, *Bank- en Financieel recht*, 2003, 171-184 en E. WYMEERSCH, *Revision of ISD*, Financial Law Institute, Working Paper 2002-11, 11 p., beschikbaar op <http://www.law.ugent.be/fli>.

²⁰ De controverse wakkerde in het bijzonder aan na het zogenaamde Prodi-amendement, één aan de toenmalige Commissievoorzitter toegeschreven in extremis wijziging in het Commissievoorstel voor de MiFID waarbij grotere transparantie voor buitenbeurstransacties werd opgelegd. Vermeldenswaard is ook dat de richtlijn in eerste lezing door de Raad van Ministers werd getroffen met een gekwalificeerde meerderheid waarbij o.a. het VK in de minderheid werd gesteld. Voor een analyse van de onderhandelingen in de Raad en het Parlement, zie: A. CAPARROS, “Understanding the new regime for internalisation of order flow in Europe”, *Euredia*, 2004, 269-283 en G. FERRARINI en F. RECINE, *o.c.*, 241-256.



in het bijzonder voor hun nieuwe concurrenten, was de banksector grotendeels gekant tegen maatregelen die de liquiditeit konden aantasten.

De uitkomst van de onderhandelingen bestond uit een complex geredigeerd compromis rond verruimde concurrentie, transparantie en *best execution*, waarover verder meer²¹.

4. De overkoepelende doelstellingen van de Europese instellingen met MiFID bestaan in de versterking van de integratie²², de liquiditeit²³ en de efficiëntie van de Europese financiële markten, alsmede in een toereikende beleggersbescherming en marktintegriteit²⁴. Dergelijke markten bieden door een betere uitvoeringskwaliteit, lagere kosten, geringere *spreads* en een lagere kapitaalkost, voordelen voor beleggers en emittenten, en onrechtstreeks voor de Europese economie. De Europese markten zijn aldus ook beter in staat om de internationale concurrentie het hoofd te bieden en een sterke positie in te nemen in de globale consolidatiebeweging in de sector.

5. Om deze doelstellingen te bereiken, zorgt MiFID in de eerste plaats voor grotere concurrentie tussen de beursplatformen en tussen de diverse vormen van orderuitvoering²⁵. Dit concretiseert zich vooral door de afschaffing van de voornoemde *ISD*-regel die een centralisatieverplichting toeliet²⁶. Het is voortaan niet meer mogelijk dat een lidstaat bemiddelaars verplicht om de orders van hun cliënten op een gereguleerde markt uit te voeren.

Deze openstelling van de markten betekent dat vanaf 1 november 2007 in de Europese Unie de uitvoering van beursorders kan plaatsvinden hetzij op een georganiseerde markt of op een georganiseerd systeem, hetzij “*OTC*” (“*over the counter*”). Met de georganiseerde markten of georganiseerde systemen worden de volgende door MiFID omkaderde markten of systemen bedoeld:

- de gereguleerde markten,
- de multilaterale handelsfaciliteiten (“*multilateral trading facilities*” of MTF’s) en
- de systemen uitgerust door systematische internaliseerders, dit zijn beleggingsondernemingen of kredietinstellingen die op een georganiseerde, frequente en

²¹ Zie ook V. ROSS, “Transparency and Transaction Reporting Standards”, in *A Practitioner’s Guide to MiFID*, o.c., 257-280.

²² Zie ook H. FARUQUEE, “Equity market integration”, in: *Integrating Europe’s financial markets*, (ed.) J. DECRESSIN, H. FARUQUEE en W. FONTEYNE, Washington, IMF, 2007, 86-120.

²³ Over het concept liquiditeit, zie: IOSCO, “*Factors influencing liquidity in Emerging markets. Report of the IOSCO Emerging Markets Committee*”, December 2007, 41 p.

²⁴ Zie Europese Commissie, Toelichting, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereguleerde markten, *PB C 71 E*, 25 maart 2003, 62-80. Zie ook: F. HAAS, “*The markets in financial instruments directive: banking on market and supervisory efficiency*”, *IMF Working Paper*, WP/07/205, 2007, 23 p., K. LANNOO en J.-P. CASEY, “*The MiFID revolution*”, ECMI Policy brief, 2006, 11 p. en N. AUBRY en M. MCKEE, “MiFID: where it comes from, where is it taking us?”, *Journal of International Banking law and regulation*, 2007, 177-186.

²⁵ Zie: R. THORNTON, “What is the outlook for execution venues post MiFID?”, in: *The future of investing in Europe’s markets after MiFID*, o.c., 191-200, H. DEGRYSE, “Competition between exchanges: what to expect from MiFID?”, *Bank- en Financiewezen*, 2007, 453-459, R. DAVIES, A. DEFOUR en B. SCOTT-QUINN, “The MiFID: competition in a new European equity market regulatory structure”, in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (ed.), *Investor Protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford, University Press, 2006, 163-197 en B. ALAMANNI, G. LUSIGNANI en M. ONADO, “The European Securities Industry. Further evidence on the roadmap to integration”, *ibid.*, 199-234.

²⁶ In België is de centralisatieplicht waarvan sprake in artikel 37 van de wet van 6 april 1995 en in artikel 11 van de wet van 2 augustus 2002 opgeheven door het koninklijk besluit van 27 april 2007. Ook voornoemd artikel 38 van de wet van 6 april 1995 (verbod van compensatie) is opgeheven bij hetzelfde besluit.



systematische wijze voor eigen rekening cliëntenorders uitvoeren buiten een gereguleerde markt of een MTF.

De *OTC*-uitvoering van orders slaat op de uitvoering van cliëntenorders via een beleggingsonderneming of kredietinstelling anders dan op één van de voornoemde markten of systemen. Bemiddelaars kunnen *OTC* handelen door zich tegenpartij te stellen van hun cliënten of door orders van cliënten onderling te matchen.

Door deze liberalisering van de orderexecutie verkrijgt de belegger, mede met de hulp van zijn bemiddelaar, grotere keuzemogelijkheden om zijn orders te laten uitvoeren. De concurrentie krijgt nog een bijkomende dimensie door de liberalisering van de toegang tot de handelsplatformen. Waar voorheen de *ISD* de toegang van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen tot de gereguleerde markten regelde, voorziet MiFID in een verruimde toegangsmogelijkheid tot gereguleerde markten en MTF's voor nieuwe actoren zoals bijvoorbeeld *hedge funds* of institutionele beleggers²⁷.

6. Het bevorderen van een *level playing field* tussen vergelijkbare handelsplatformen maakt een tweede pijler van de MiFID-marktorganisatie uit. Zoals hierna meer in detail wordt toegelicht²⁸, bepaalt de MiFID voor de beursplatformen, of ze nu gereguleerde markten of multilaterale handelsfaciliteiten zijn, vergelijkbare regels die hun goede werking moeten waarborgen. Bovendien omkadert MiFID specifiek de beleggingsondernemingen en banken, die zich als concurrenten van dergelijke platformen opwerpen door systematisch beursorders te internaliseren. Dergelijk *level playing field* draagt bij tot een gezonde concurrentie en een passende beleggersbescherming.

7. De efficiëntie van de financiële markten berust vervolgens op een doorgedreven markttransparantie.

De basisgedachte hier is dat in een meer concurrentiële marktomgeving waar transacties in parallel genoteerde aandelen over meerdere platformen of systemen zijn gespreid, er nood is aan grotere transparantie²⁹. Tijdige en zo ruim mogelijke transparantie dient te voorkomen dat de marktfragmentatie nadelige gevolgen heeft voor de belegger. De informatie aan het publiek betreft de details over de afgesloten aandelentransacties ("*post trade*"), alsook gegevens over de orders en handelsoportunities ("*pre trade*"-transparantie). In de MiFID-aanpak van de markttransparantie keert het concept *level playing field* als een rode draad terug. *Post trade* transparantie geldt immers zonder onderscheid voor zowel gereguleerde markten, MTF's als beleggingsondernemingen en banken. Gemeenschappelijke regels inzake *pre trade* transparantie gelden voor gereguleerde markten en MTF's. Specifieke *pre trade* transparantie geldt voor beleggingsondernemingen en banken met systematische internalisatie, waarbij rekening is gehouden met de risicopositie die voor de internaliseerders resulteert uit de verplichting tot affichering van bindende koersen³⁰. Andere types van transacties door beleggingsondernemingen of banken ("*OTC*"-transacties) vallen niet onder een *pre trade* transparantie-regeling³¹. Deze alomvattende transparantieregeling – tenminste

²⁷ Zie artikelen 14, lid 4 en 42, lid 3 van MiFID. Zie hierover, *infra* nr. 46.

²⁸ Zie nrs. 50 tot 68.

²⁹ Zie Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereguleerde markten, *PB C 71 E*, 25 maart 2003, 62-80. Zie ook: J.J. DAIGRE, "La libéralisation de l'exécution des ordres en interne au risque de la fragmentation des marchés", *Euredia*, 2004, 285-299.

³⁰ Anders dan gereguleerde markten en MTF's zijn beleggingsondernemingen met systematische internalisatie immers zelf een risicodragende partij bij de transactie.

³¹ *Pre trade* transparantie in hoofde van bemiddelaars wat *OTC*-transacties betreft, biedt geen toegevoegde waarde vanuit het standpunt van de marktefficiëntie. Bij limietorders die tegen de heersende marktomstandigheden niet kunnen worden uitgevoerd, zal desgevallend wel rekening moeten worden gehouden

voor aandelen die tot een gereguleerde markt zijn toegelaten - draagt bij tot een meer efficiënte prijsvorming en het integreren van de verschillende liquiditeitsstromen. Het spreekt voor zich dat het nuttig effect van de door MiFID georganiseerde informatiestromen sterk afhangt van hun toegankelijkheid voor de beleggers. Vandaar dat de consolidatie van de uit diverse bronnen afkomstige marktinformatie onmisbaar is om de doelstellingen van MiFID te realiseren. MiFID legt deze consolidatie niet op, maar gaat er van uit dat marktinitiatieven dit zullen bewerkstelligen.

8. Voornoemde pijlers van de MiFID-marktregulering (concurrentie, *level playing field*, transparantie) dienen tenslotte in samenhang te worden gezien met de *best execution*-verplichting van toepassing op beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die voor rekening van hun cliënten orders uitvoeren³². De *best execution* regel houdt in dat beleggingsondernemingen en banken bij de uitvoering van cliëntenorders redelijke maatregelen moeten nemen om het best mogelijke resultaat te bereiken³³. Deze *best execution*-plicht noopt inzonderheid tot het uitwerken van een uitvoeringsbeleid waarin de executieplaatsen die op consistente wijze het best mogelijke resultaat opleveren, zijn opgenomen. De discipline die voortvloeit uit het uitwerken van het uitvoeringsbeleid, alsook de *monitoring* en de herevaluatie van dit beleid hebben tevens een belangrijke marktimpact. Immers, op basis van de beschikbare marktinformatie zal de tussenpersoon, conform zijn "*best execution*"-plicht, nieuwe marktplatformen of -systemen onderzoeken en desgevallend opnemen in zijn executiebeleid. Het is m.a.w. een gedragsregel die de belegger beschermt in zijn relatie met de bemiddelaar die er toe bijdraagt dat de marktdata, die krachtens het nieuwe transparantieregime publiek worden gemaakt, leiden tot wijzigingen in de beslissingen inzake orderrotering van de beleggingsondernemingen. De "*best execution*" die in de eerste plaats een beleggersbeschermende maatregel vormt, is bijgevolg onverbreekbaar verbonden met de ruime MiFID-doelstelling van werkzame concurrentie tussen handelssystemen.

9. De evolutie van de marktomgeving *post* MiFID stelt ook uitdagingen voor de toezichthouders. De taak van de toezichthouders om bij te dragen tot de marktintegriteit en de beleggersbescherming wordt immers complexer wanneer transacties in financiële instrumenten worden gespreid over verschillende handelsplatformen. De toezichthouders dienen ook rekening te houden met de stijging van het aantal grensoverschrijdende transacties, onder meer omdat beurzen meer buitenlandse leden aantrekken. Gelet op deze uitdagingen vormt de versterking van het toezichtapparaat voor de Europese markten eveneens een belangrijke doelstelling van MiFID. MiFID bepaalt daartoe een ruim geheel van onderzoeksbevoegdheden voor de toezichthouders³⁴, aansluitend bij wat is bepaald in de marktmissbruikrichtlijn³⁵. De belangrijkste bijdrage van MiFID situeert zich op het vlak van de

met de plicht om informatie over deze orders bekend te maken op grond van de in artikel 22 van MiFID bepaalde "*limit order disclosure rule*", waarover verder meer (zie nr. 63).

³² Zie *infra*, nrs. 69 tot 73.

³³ Artikel 21 van MiFID, zoals omgezet door artikel 28 van de wet van 2 augustus 2002. Zie hierover: G. FERRARINI, "Best execution and competition between trading venues – MiFID's likely impact", *Capital Markets Law Journal*, 2007, 404-413.

³⁴ Artikel 50 van MiFID en artikelen 79 tot 86 van de wet van 2 augustus 2002, ingevoerd door de wet van 2 mei 2007 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in emittenten waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *B.S.* van 12 juni 2007.

³⁵ Nieuw in vergelijking met de marktmissbruikrichtlijn is de mogelijkheid voor een toezichthouder om "*remote members*" van een in zijn jurisdictie gevestigde markt rechtstreeks te ondervragen (bv. over de identiteit van hun opdrachtgevers) zonder nog de medewerking van de toezichthouder van dit lid te moeten inroepen. Deze laatste toezichthouder zal wel worden ingelicht wanneer dergelijke vragen worden gesteld (zie artikel 57 van MiFID en artikel 34, § 4, van de wet van 2 augustus 2002).



regeling inzake de melding van de transacties aan de toezichthouder³⁶. De informatie die de toezichthouders ontvangen op basis van deze meldingen en op basis van de informatie-uitwisseling tussen toezichthouders, is van kritiek belang om een volledig zicht te krijgen op de in de Gemeenschap verrichte transacties in financiële instrumenten die tot een gereglementeerde markt zijn toegelaten³⁷. Alhoewel de richtlijn CESR niet uitdrukkelijk vermeldt³⁸, heeft CESR dit systeem van informatie-uitwisseling in de praktijk gestalte gegeven³⁹. Dit optreden van CESR maakt deel uit van een geheel aan initiatieven waarmee de toezichthouders verenigd in CESR hun bijdrage hebben geleverd tot de realisatie van de MiFID-doelstellingen⁴⁰.

III. De uitvoering van orders in financiële instrumenten volgens MiFID

A. Georganiseerde statuten en OTC-transacties

10. Door de opheffing van de mogelijkheid voor de lidstaten om een verplichting tot uitvoering op een gereglementeerde markt op te leggen, liberaliseert de MiFID de wijze van orderuitvoering⁴¹. Tegelijk herreguleert de richtlijn de verschillende executievormen. De richtlijn werkt met name een geheel van regels uit voor drie vormen van orderuitvoering: de gereglementeerde markten, de MTF's en de systematische internaliseerders. Deze diversificatie van de verhandelingsystemen leidt er dus toe dat MiFID drie georganiseerde statuten van orderuitvoering regelt. Hierna worden de voornaamste aspecten van deze drie verhandelingsystemen geanalyseerd. Het verdient vooraf te worden gepreciseerd dat de richtlijn geen afbreuk doet aan de mogelijkheid voor beleggingsondernemingen of kredietinstellingen om cliëntenorders uit te voeren buiten deze georganiseerde systemen⁴².

³⁶ Artikel 25 van MiFID en artikelen 9 tot 15 van de verordening bepalen dat de bemiddelaars hun transacties in financiële instrumenten die zijn toegelaten tot een gereglementeerde markt aan hun toezichthouder dienen te melden. Voor de omzetting in Belgisch recht: zie de artikelen 49 tot 59 van het KB van 3 juni 2007. Over *transaction reporting*, zie: *infra*, nr. 52 alsook B. GARRIGUES, "Coopération et échanges d'informations avec l'étranger", *Bulletin Joly Bourse*, 2007, 634-644.

³⁷ In vergelijking met de regeling die voorheen (op grond van de beleggingsdienstenrichtlijn) gold, voorziet de MiFID met name in een uitwisseling van transactiemeldingen tussen bevoegde autoriteiten. Zo zullen alle EU-toezichthouders aan de toezichthouder van de meest liquide markt in een welbepaald financieel instrument de door hen ontvangen meldingen van transacties in dat instrument doorsturen. Dit biedt als pluspunt dat minstens één autoriteit in de Gemeenschap een volledig zicht zal hebben op alle transacties die hebben plaatsgevonden in het betrokken instrument.

³⁸ Enkel in de considerans 9 bij de Verordening is sprake van mogelijk overleg in de schoot van CESR.

³⁹ Zie voor een beschrijving van het *Transaction Reporting Exchange Mechanism* ("TREM"): CESR, *Annual Report 2006*, p. 45-47 en CESR, *Half Yearly Report 2007*, 25-26.

⁴⁰ CESR publiceert op haar website (<http://mifidatabase.cesr.eu>) tal van data die onmisbaar zijn voor de toepassing van de MiFID-richtlijn. Andere initiatieven van CESR nemen de vorm aan van gemeenschappelijke standaarden die een convergente toepassing van de richtlijn beogen en *Questions & Answers* die de marktdeelnemers helpen bij de naleving van de richtlijn.

⁴¹ Zoals reeds vermeld, wordt de in de Belgische regelgeving opgenomen centralisatieverplichting in het kader van de MiFID-omzetting opgeheven door het KB van 27 april 2007. Er is echter niet geraakt aan de zogenaamde bemiddelingsdwang die beleggers in beginsel verplicht een beroep te doen om een vergunde financiële instelling. Deze in artikel 24 van de wet van 2 augustus 2002 vervatte regel had nochtans als voornaamste beweegreden het ondersteunen van de centralisatieverplichting (zie in dit verband: A. VAN CAUWENBERGE, "Secundaire markten - Algemene bepalingen - Art. 2 W. 6 april 1995" in *Comm. Fin.*, Antwerpen, Kluwer, 1997, 51-52). Wellicht hebben redenen van *compliance* (het verzekeren van een "audit trail" alsook van rapportering van de transacties aan de toezichthouder) de doorslag gegeven bij het behoud van deze regel.

⁴² Bemiddelaars kunnen onder omstandigheden ook louter tegenpartij zijn van andere bemiddelaars of personen zonder dat er sprake is van de uitvoering van orders voor rekening van beleggers (zie hierover: Europese

Dergelijke transacties worden meestal aangeduid als “*Over The Counter*” of “*OTC*”-transacties⁴³. Aldus kunnen bemiddelaars cliëntenorders uitvoeren door zich tegenpartij te stellen van hun cliënten, met dien verstande dat ze onder het statuut van systematische internaliseerder zullen vallen zodra zij aan de voorwaarden hiervan voldoen⁴⁴. Bemiddelaars kunnen hun cliëntenorders ook uitvoeren door deze orders intern te matchen, met dien verstande dat zodra zij voldoen aan de voorwaarden van een MTF zij onder het MTF-statuut zullen vallen. Het zal niet altijd evident zijn om te bepalen of praktijken van systematische compensatie van orders⁴⁵ louter de beleggingsdienst van orderuitvoering vormen, of onder de MTF-kwalificatie⁴⁶ vallen. Er zal van geval tot geval moeten worden beoordeeld of aan de criteria van een MTF (multilateraal en niet-discretionair karakter, aanwezigheid van deelnemers ...) is voldaan. Wanneer het niet om een MTF gaat, maar louter om de “*crossing*” van orders zal de betrokken bemiddelaar voor de toepassing van de regels inzake *best execution* niettemin kwalificeren als een plaats van uitvoering (“*execution venue*”)⁴⁷.

B. Draagwijdte van de georganiseerde statuten

a. Definities van gereguleerde markten en MTF⁴⁸

11. De definities van gereguleerde markten en MTF leunen sterk bij elkaar aan. Onder een gereguleerde markt wordt verstaan: “een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten - binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem - samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt”⁴⁹.

Onder een multilaterale handelsfaciliteit (*Multilateral trading facility* - MTF) wordt verstaan: “een door een beleggingsonderneming of een marktexploitant geëxploiteerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten - binnen dit systeem en volgens niet-discretionaire regels - samenbrengt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit”⁵⁰.

Commissie, “*Response to CESR questions on scope*”, bijlage aan CESR, “*Best execution under MiFID. Questions and Answers*”, CESR/07-320).

⁴³ De reglementaire context voor *OTC*-transacties is zeer summier. Later wordt toegelicht dat de *post trade* transparantie voor bemiddelaars ook geldt voor *OTC*-aandelen transacties, ongeacht of het gaat om transacties als tegenpartij of om matching van cliëntenorders (zie *infra*, nr. 64). De bemiddelaar die aldus voor rekening van cliënten orders uitvoert, zal de verplichting van *best execution* dienen na te komen (zie, *infra*, nr. 69).

⁴⁴ Zie *infra*, nrs. 22 tot 26.

⁴⁵ Bij compensatie van orders (ook aangeduid als “*internal crossing*”) worden orders van cliënten onderling uitgevoerd en wordt het eventuele saldo naar de markt gebracht. Desgevallend kunnen meerdere bemiddelaars hun orders groeperen om aldus over een groter ordervolume te beschikken dat voor matching in aanmerking komt.

⁴⁶ Zie *infra*, nrs. 11-21.

⁴⁷ Artikel 44 van de uitvoeringsrichtlijn. Zie: Europese Commissie, *Your questions on MiFID, Question 29* (beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm).

⁴⁸ Voor een commentaar zie; A. KINGSLEY en J. SMETHURST, “Regulated markets and Multilateral Trading Facilities”, in: *A Practitioner’s Guide to MiFID*, (ed.) M. ELDERFIELD, Londen, City & Financial Publishing, 2007, 281-309, B. BREHIER, “Marchés réglementés, MTF: la *best execution*”, *Bulletin Joly Bourse*, 2007, 602-613 en J.J. DAIGRE, “De la directive de 1993 à celle de 2004: d’un modèle de marché à un autre”, *Banque et Droit*, 2005, 7- 12.

⁴⁹ Artikel 4, lid 1, 14), van MiFID.

⁵⁰ Artikel 4, lid 1, 15), van MiFID.

Fundamenteel gaat het dus om dezelfde activiteit, maar een gereglemeenteerde markt kan enkel door een marktonderneming en niet door een beleggingsonderneming/kredietinstelling worden uitgebaat, terwijl een MTF zowel door een marktonderneming als door een beleggingsonderneming/kredietinstelling kan worden uitgebaat. Krachtens de richtlijn dient de gereglemeenteerde markt bovendien als dusdanig vergund te worden, terwijl bij een MTF niet het systeem maar wel de onderneming die ze uitbaat, vergund moet worden⁵¹.

12. Het gamma financiële instrumenten dat door de definities van gereglemeenteerde markten en MTF's wordt bestreken, is zeer ruim⁵². In vergelijking met de *ISD* springt vooral de uitbreiding van de definitie van financiële instrumenten tot "*commodity derivatives*" en andere exotische derivaten in het oog⁵³. Deze uitbreiding biedt aan dit type markten meer mogelijkheden om hun activiteiten op pan-Europese schaal aan te bieden.

13. Beide categorieën van handelsplatformen hebben een aantal kenmerken gemeen. In de eerste plaats vergen de voornoemde definities niet dat gereglemeenteerde markten of MTF's over een technisch systeem zouden beschikken. Ook een *trading venue* die louter steunt op een geheel van MiFID-conforme regels (bv. in de vorm van een *Rule Book*) kan als een gereglemeenteerde markt of MTF kwalificeren⁵⁴. Bepaalde segmenten van de Londense beurs (*London Stock Exchange*) alsook de Belgische buitenbeursmarkt voor overheidseffecten (die door het Rentenfonds wordt beheerd) worden mede op die basis als gereglemeenteerde markt behandeld⁵⁵.

De gereglemeenteerde markten en de MTF's kenmerken zich ook door hun multilateraal karakter⁵⁶. Dit houdt in dat de transacties typisch plaatsvinden tussen de kopers en verkopers onderling. Wanneer de handelsintenties van kopers en verkopers niet worden samengebracht en er enkel bilaterale transacties worden afgesloten met een welbepaalde beleggingsonderneming/kredietinstelling, is er geen sprake van een multilateraal systeem. Een ander gemeenschappelijk kenmerk van gereglemeenteerde markten en MTF's betreft het niet-discretionair karakter van hun regels. Dit houdt in dat de exploitant van het systeem niet discretionair de hand kan hebben in de interactie tussen kopers en verkopers. Eens de orders of koersen door het systeem zijn ontvangen, mag de exploitant niet discretionair hun interactie bepalen⁵⁷. Deze interactie dient te verlopen volgens vooraf bepaalde objectieve regels die op dezelfde wijze alle verhandelingen regelen.

14. Ondanks hun gelijkaardige definities en – zoals hierna toegelicht – sterk vergelijkbare werkingsregels in MiFID, zijn er tussen gereglemeenteerde markten en MTF's grote verschillen mogelijk.

Het voornaamste verschil tussen gereglemeenteerde markten en MTF's situeert zich op het vlak van de al dan niet toepasselijkheid van tal van Europese regels betreffende de

⁵¹ Zie ook *infra*, nrs. 29 en 34.

⁵² P. DELLA FAILLE, *o.c.*, 17-20.

⁵³ In België is in 2006 een electriciteitsbeurs opgestart voor de verhandeling van spot-elektriciteitscontracten. In dit geval wordt elektriciteit louter als *commodity* verhandeld. Indien dergelijke beurs haar werkzaamheden zou uitbreiden tot financiële instrumenten, zal zij onder het financieel recht vallen (zie Verslag aan de Koning bij het KB van 27 april 2007, *B.S.* van 31 mei 2007, 29286).

⁵⁴ Zie considerans 6 bij de MiFID en Verslag aan de Koning bij het KB van 27 april 2007, *B.S.* van 31 mei 2007, 29287.

⁵⁵ Zie het Verslag aan de Koning bij het KB van 27 april 2007, *B.S.* van 31 mei 2007, 29287.

⁵⁶ J.J. DAIGRE, "Evolution de la notion de marché financier", *Liber Amicorum J. MALHERBE*, Brussel, Bruylant, 2006, 243-248.

⁵⁷ Europese Commissie, *Your Questions on MiFID*, question No. 178 (beschikbaar op de website van de Commissie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm).



effectenmarkten⁵⁸. Zo zijn de volgende communautaire voorschriften enkel van toepassing op de financiële instrumenten toegelaten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt :

- de richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik),
- de richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG,
- de richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (de transparanti Richtlijn),
- de richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod en
- de verordening 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen.

Het is een nationale discretie om voornoemde Europese regels toe te passen op bepaalde marktsegmenten die geen gereglementeerde markten zijn. Wat de Belgische MTF's betreft⁵⁹, is de situatie uiteenlopend. De regels inzake Alternext, georganiseerd door Euronext Brussels, zijn het meest geïnspireerd door de richtlijnbevestigingen. Zo zijn de transacties in effecten die tot Alternext zijn toegelaten, onderworpen aan een aantal regels inzake marktmisbruik. Er gelden eveneens regels inzake de kennisgeving van belangrijke deelnemingen en regels in verband met de door emittenten publiek te maken financiële informatie⁶⁰. Voor EasyNext en de Trading Facility, beide georganiseerd door Euronext Brussels, werden de verbodsbepalingen inzake marktmisbruik bij besluit van 17 maart 2008 van toepassing verklaard, maar geen andere voorschriften. Het meest liberale regime is van toepassing op de VrijeMarkt: enkel het strafrechtelijk verbod van marktmisbruik geldt voor transacties in effecten die tot deze markt zijn toegelaten⁶¹.

Er kan ook worden vermeld dat de regeling van het verplicht bod van toepassing is voor doelvennootschappen met statutaire zetel in België, voor zover minstens een gedeelte van hun effecten met stemrecht zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of tot de markten in financiële instrumenten Alternext en VrijeMarkt, georganiseerd door Euronext Brussels⁶².

15. Hoewel de MiFID de werkingsregels voor gereglementeerde markten en MTF's grotendeels gelijkstelt, erkent MiFID toch een aantal specificiteiten voor de gereglementeerde markten. Deze verschillen tonen aan dat ook MiFID de hoogste eisen stelt aan de gereglementeerde markten. De verschillen zijn te vinden in de MiFID-regels inzake markttransparantie en *transaction reporting*, alsook in de toelatingsvoorwaarden voor financiële instrumenten. Het MiFID-transparantieregime, waarover verder meer, geldt uitsluitend voor aandelen die tot een gereglementeerde markt zijn toegelaten. Dit betekent dat MTF's enkel gevisieerd zijn voor aandelen die parallel op een gereglementeerde markt worden

⁵⁸ Zie ook: A. KLEIN en C. LIEVERSE, "Handelsplatformen onder MiFID: gereglementeerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten", *F.R.*, 2008, 28-30.

⁵⁹ Voor een opsomming, zie *infra*, nr. 36.

⁶⁰ Koninklijk besluit van 14 december 2006 betreffende de markt voor financiële instrumenten Alternext en tot wijziging van het koninklijk besluit van 5 maart 2006 betreffende marktmisbruik.

⁶¹ Koninklijk besluit van 26 juni 2003 houdende diverse bepalingen inzake de secundaire markten in financiële instrumenten.

⁶² Zie artikel 49 van het koninklijk besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen.



verhandeld. Voor aandelen die exclusief op een MTF worden verhandeld, is er bijgevolg geen MiFID-verplichting tot markttransparantie. De lidstaten mogen wel dergelijke regels op hun eigen initiatief opleggen⁶³.

De regels inzake transactiemelding aan de toezichthouder (artikel 25 van MiFID) gelden evenmin voor financiële instrumenten die uitsluitend op een MTF worden verhandeld. Het staat de nationale wetgever vrij om de *reporting*-regels uit te breiden tot transacties in instrumenten die uitsluitend op MTF's worden verhandeld⁶⁴.

Men kan tenslotte een gradueel verschil tussen gereguleerde markten en MTF's opmerken in de MiFID-bepalingen inzake de toelating van financiële instrumenten⁶⁵. De toelatingsvoorwaarden voor een gereguleerde markt⁶⁶ zijn immers meer gedetailleerd uitgewerkt dan de toelatingsvoorwaarden voor een MTF⁶⁷. Bovendien bevat de definitie van gereguleerde markten, anders dan deze van MTF's, een verwijzing naar financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten. Dit weerspiegelt de door de Europese Commissie aangehaalde gedachte dat gereguleerde markten een belangrijke rol spelen inzake de kwaliteitscontrole op de instrumenten die tot de handel worden toegelaten⁶⁸.

16. Het komt aan de operatoren van de betrokken markten zelf toe te kiezen voor hetzij het statuut van gereguleerde markt hetzij dat van MTF. Marktexploitanten die het kwaliteitslabel verbonden aan het statuut van gereguleerde markt voor ogen hebben, zullen voor dat statuut kiezen. Het statuut van MTF van zijn kant lijkt in de praktijk twee types van markten aan te spreken. Het gaat enerzijds om deze markten die een parallelle verhandeling organiseren voor effecten die reeds zijn toegelaten tot een gereguleerde markt en anderzijds om platformen voor "primaire" toelatingen.

Het eerste type van MTF's biedt een alternatieve handelsfaciliteit aan (vandaar de vroegere benaming "*Alternative Trading System*"). Tal van dergelijke MTF-initiatieven zijn aangekondigd met de bedoeling de bestaande beurzen te beconcurreren⁶⁹. Het voornaamste reeds operationele initiatief op dit vlak is Chi-X, een in het VK uitgebate MTF waarop de voornaamste *blue chips* uit een aantal Europese landen worden verhandeld⁷⁰. Veel aandacht gaat ook naar de in 2008 verwachte start van de MTF *Turquoise*, dat vooral op aandelentransacties van professionele beleggers mikt, en van de MTF *Rainbow*, dat de verhandeling van een aantal referentie-derivatencontracten plant⁷¹. Opmerkelijk is dat het

⁶³ In sommige landen zoals België is de wetgever verder gegaan dan de richtlijnvereisten. Artikel 40, derde lid, van het KB van 3 juni 2007 preciseert dat de marktregels van een MTF regels moeten inhouden die voorzien in passende *pre* en *post trade* transparantie betreffende transacties in aandelen die uitsluitend op de MTF worden verhandeld (zie *infra*, nr. 53).

⁶⁴ Zie considerans 45 bij de richtlijn. In België gelden de *reporting* regels ook voor transacties in financiële instrumenten die tot Alternext Brussels, de Trading Facility en tot EasyNext Brussels zijn toegelaten (zie artikel 59 van het KB van 3 juni 2007 gewijzigd bij het besluit van 17 maart 2008).

⁶⁵ Zie *infra*, nrs. 40 tot 45.

⁶⁶ Artikel 40 van MiFID.

⁶⁷ Artikel 14 lid 2 van MiFID.

⁶⁸ Europese Commissie, *Explanatory Memorandum, Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on investment services and regulated markets*, voetnoot xxvii.

⁶⁹ Voor een overzicht zie: M. CHLISTALLA, P. GOMBER en S. GROTH, "The New Landscape: How MiFID drives changes among European execution venues", *The Journal of Trading*, 2007, 69-79.

⁷⁰ Chi-X is een dochter van Instinet, dat zelf deel uitmaakt van Nomura. Begin 2008 sloeg dit systeem er in op een aantal handelsdagen 10 procent van de Britse aandelenhandel uit te verwerken, zie: De Tijd, "*Nieuweling Chi-X palmt 10 procent Britse beurshandel in*", 6 maart 2008.

⁷¹ Andere aangekondigde initiatieven gaan uit van *Nasdaq OMX* dat in Londen een MTF (*NASDAQ OMX Pan European Market*) gaat oprichten waarop de meest liquide Europese aandelen zullen worden verhandeld, en van de Beurs van Berlijn dat *Equiduct* (de opvolger van het vroegere *NASDAQ Europe*) onder zijn vleugels heeft genomen.



vaak gaat om initiatieven die uitgaan van bemiddelaars die over een belangrijke orderstroom, voor eigen rekening of voor rekening van cliënten, beschikken, zodat de nieuwe platformen potentieel over een aanzienlijke kritische massa beschikken. Dit onderscheidt hen van vroegere initiatieven die uitgingen van beurzen en die er zelden in slaagden om liquiditeit te doen verschuiven⁷². Sommige initiatieven zoals het *Turquoise*-project kenmerken zich bovendien door een geïntegreerde aanpak waarbij ook de verrekening en de vereffening op een eigen wijze worden georganiseerd⁷³. Dergelijke door beleggingsbanken gesponsorde projecten worden wel geconfronteerd met een aantal “*governance*”-uitdagingen, inzonderheid omdat ze door een deel van de markt worden gecontroleerd⁷⁴. Ook zullen de betrokken banken slechts cliëntenorders naar hun gemeenschappelijk platform kunnen sturen als dit strookt met hun *best-execution* verplichtingen⁷⁵.

Het tweede type van MTF's ("primaire toelatingen") heeft een toenemend succes bij marktinitiatieven die bedrijven viseren voor wie de verplichtingen van voornoemde Europese richtlijnen minder geschikt zijn⁷⁶. Deze initiatieven viseren effecten zoals aandelen van groei-bedrijven voor wie de MTF de eerste en enige plaats van verhandeling is en niet een parallelle markt⁷⁷. Deze MTF's zijn dus geen loutere alternatieve verhandelingsplaatsen, maar vormen volledig autonome platformen voor “primaire” toelatingen. De werking van deze laatste categorie van MTF's kan zeer flexibel bepaald worden door de marktregels. Het zal afhangen van de beoordeling van de autoriteiten of het wenselijk is om regelgeving geïnspireerd door de (Europese) regels voor gereguleerde markten, geheel of gedeeltelijk, toepasselijk te maken op één of meerdere MTF's⁷⁸. De ene MTF kan bijgevolg fundamenteel verschillen van de andere o.m. op het vlak van de vereisten inzake marktintegriteit, beleggersbescherming en toezicht. Duidelijke informatie hierover aan de beleggers is dan ook essentieel. In hoofde van de operator van de betrokken markten verdient een website met passende toelichting over de kenmerken van elke markt aanbeveling. Het is ook wenselijk dat bemiddelaars die diensten verstrekken in verband met effecten die worden verhandeld op een MTF hun cliënten voldoende inlichten over de betekenisvolle gevolgen die de verhandeling van een effect op een MTF heeft. Dergelijke informatie komt tegemoet aan de verplichting van de bemiddelaars om hun cliënten in voldoende detail informatie te verschaffen over de aangeboden specifieke types van instrumenten zodat de belegger met kennis van zaken een beleggingsbeslissing kan nemen⁷⁹.

⁷² Zie bv. de *Dutch Trading Service* van *London Stock Exchange*.

⁷³ Voor de verrekening zal beroep worden gedaan op *EuroCCP (European Central Counterparty Ltd.)*, een dochter van de *U.S. Depository Trust & Clearing Corp. (DTCC)*, terwijl de vereffening via *Citigroup* in de lokale CSD's zal plaatsvinden.

⁷⁴ Het is opmerkelijk dat terwijl de klassieke beurzen grotendeels gedemutualiseerd zijn, hun nieuwe concurrenten vaak in handen zijn van een aantal gebruikers.

⁷⁵ R. THORNTON, *o.c.*, 196.

⁷⁶ M. VELENTZA, *o.c.*, nr. 278.

⁷⁷ Voorbeelden zijn de *AIM* van de Londense beurs en de *Alternext* markten van de NYSE Euronext-groep.

⁷⁸ De Belgische regelgeving voorziet op vele gebieden in een “à la carte” regulering van de MTF's. Zo machtigt artikel 15 van de wet van 2 augustus 2002, vervangen door het KB van 27 april 2007, de Koning om specifieke werkingsregels te bepalen die kunnen verschillen voor bepaalde types van markten of individuele markten. Dezelfde aanpak vindt men terug in de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot een gereguleerde markt (zie artikelen 15 en 46).

⁷⁹ Artikel 31, leden 1 en 2, van de uitvoeringsrichtlijn en considerans 45. In het advies van CESR dat aan de basis lag van de uitvoeringsrichtlijn werd een meer concrete inhoud gegeven aan deze informatieverplichting over de specifieke types van financiële instrumenten. In dit advies was sprake van een verplichting voor de bemiddelaar om zijn niet-professionele cliënt in te lichten over de materiële implicaties van de verhandeling van een instrument op een gereguleerde markt of op een MTF of, desgevallend, van de niet-verhandeling op dergelijke markten (zie: *CESR/05-024c*, 55).

17. Het nieuwe MiFID-kader en de meer concurrentiële marktomgeving hebben de klassieke beurzen er toe aangezet om maatregelen te treffen om de door gereguleerde markten geboden uitvoeringskwaliteit te verhogen. Het gaat o.m. om initiatieven op het vlak van de tarificatie⁸⁰ en de snelheid van uitvoering⁸¹, alsook om verfijningen van het marktmodel⁸². In de toekomst zal men wellicht ook geconfronteerd worden met het fenomeen van de “*payment for order flow*”, waarbij beursinfrastructuren een vergoeding toekennen aan bemiddelaars die zorgen voor een inkomende orderstroom⁸³. Deze initiatieven ter versterking van de concurrentiepositie van de beurzen vinden tevens plaats tegen de achtergrond van een sterke consolidatiebeweging in de sector⁸⁴. Eerst vond die consolidatie plaats op nationaal vlak en later tussen Europese markten⁸⁵. In een laatste fase zijn er ook niet-Europese beurzen bij deze consolidatie betrokken⁸⁶.

18. Traditioneel werd de gereguleerde markt vaak als referentiepunt genomen, bv. inzake de prijs voor de op deze markten toegelaten instrumenten. Dit reflecteert zich in diverse verwijzingen naar het begrip gereguleerde markt in andere rechtsdisciplines. In het licht van de liberalisering van MiFID en de creatie van multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) dringt een nader onderzoek van deze bepalingen zich op⁸⁷. Sommige bepalingen zijn reeds aangepast zoals de regelgeving op de openbare overnamebiedingen. Terwijl voorheen in de loop van een openbaar bod de verhandeling van op een gereguleerde markt toegelaten effecten enkel op deze gereguleerde markt mocht plaatsvinden,⁸⁸ is dergelijke regel niet langer opgenomen in de vernieuwde regelgeving op de openbare overnamebiedingen⁸⁹.

19. Volledigheidshalve dient te worden gepreciseerd dat de introductie van de MiFID-concepten geen afbreuk doet aan de bepalingen van de richtlijn inzake de officiële notering⁹⁰

⁸⁰ Bv. een gunstiger tarificatie voor bemiddelaars die orders inleggen die de liquiditeit verhogen.

⁸¹ Euronext geeft voortaan de koersen tot op honderdsten van centen om volume aan te trekken, zie: *Het Financieel Dagblad*, 17 januari 2008.

⁸² Sommige gereguleerde markten stellen hun infrastructuur ter beschikking aan bemiddelaars om hun eigen cliëntenorders binnen de beurs bij voorrang uit te voeren. Aldus bieden ze een alternatief voor de ontwikkeling door deze bemiddelaars van een internalisatieplatform. Aan de betrokken bemiddelaars wordt ook de mogelijkheid geboden om de binnen de beursinfrastructuur tot stand gekomen transacties intern af te wikkelen waardoor de kosten van verrekening en vereffening kunnen worden verminderd. Zo biedt NYSE Euronext aan zijn leden een “*trade matching service*” aan om op de Euronext-markt cliëntenorders prioritair te matchen (zie hierover: M. CHLISTALLA, P. GOMBER en S. GROTH, *l.c.*, 73-77). De *London Stock Exchange* van zijn kant formuleerde voorstellen om tegemoet te komen aan de noodzaak het systeem van de zogenaamde “*Retail Service Providers*” aan te passen in het licht van MiFID (zie hierover: A. HYVERNAUD, “*Les entretiens de l'AMF, Services d'investissement: quel avenir pour l'exécution des ordres*”, *Revue Mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, 2007, 9-10).

⁸³ Over de vragen die dergelijke “*incentives*” doen rijzen, zie: IOSCO, “*Transparency and market fragmentation*”, *Report from the Technical Committee of the IOSCO*, November 2001, 19.

⁸⁴ Zie: ECB, “*The stock market's changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy*”, *ECB Monthly Bulletin*, November 2007, 61-74.

⁸⁵ Zie de integratie van de markten van Frankrijk, Nederland, België en Portugal, alsook van LIFFE in de schoot van Euronext en de overname van Borsa Italiana door de London Stock Exchange.

⁸⁶ Zie de combinatie *NYSE Euronext* en de *NASDAQ OMX Group*, waarbij ook *Borse Dubai* betrokken is.

⁸⁷ Zie: F. DEBAUW en M. DUPLAT, “*Petite révolution pour les sociétés cotées*”, *L'Echo*, 29 januari 2008.

⁸⁸ Artikel 10 van het voormalig KB van 8 november 1989 op de openbare overnameaanbiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen.

⁸⁹ KB van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, *B.S.* van 23 mei 2007.

⁹⁰ Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd. Zie ook, *infra*, nr. 43.



die nog steeds van toepassing is⁹¹. Dit houdt in dat de lidstaten de gereglementeerde markten de mogelijkheid moeten aanbieden om een regime van officiële notering conform deze richtlijn te organiseren. Het staat de gereglementeerde markten vrij om te beslissen of zij een officiële notering willen organiseren of niet.

20. De richtlijn verbiedt niet dat beleggingsondernemingen/kredietinstellingen op de door hen uitgebete MTF voor eigen rekening zouden handelen. Wel dienen er dan passende maatregelen te worden genomen om belangenconflicten te vermijden.

21. Vermits de richtlijn de concurrentie tussen handelssystemen nastreeft, voorziet ze in een aantal maatregelen om de parallelle verhandeling van financiële instrumenten te vergemakkelijken. Het gaat in de eerste plaats om bepalingen in verband met de verhandeling op een andere gereglementeerde markt of op een MTF van reeds tot een gereglementeerde markt toegelaten financiële instrumenten.

Artikel 40, lid 5, van MiFID bepaalt dat een tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten effect vervolgens tot de handel op andere gereglementeerde markten kan worden toegelaten, zelfs zonder de toestemming van de emittent. De emittent dient door de betrokken gereglementeerde markt enkel in kennis te worden gesteld van het feit dat zijn effecten op deze gereglementeerde markt worden verhandeld⁹². Wel zullen de toepasselijke bepalingen van de prospectusrichtlijn 2003/71/EG moeten worden nageleefd. Bij een dergelijke tweede toelating tot een gereglementeerde markt voorziet de prospectusrichtlijn in een vrijstelling van prospectus, mits de publicatie van een samenvatting waarin de voornaamste kenmerken van de emittent worden toegelicht⁹³. Wanneer het niet de emittent is die de tweede toelating vraagt, zal de persoon die de toelating vraagt (vaak een lid van de markt) dergelijke samenvatting onder zijn aansprakelijkheid moeten opmaken.

Een reeds tot een gereglementeerde markt toegelaten financieel instrument kan, zonder het akkoord van de emittent, ook worden verhandeld op een MTF. Artikel 14, lid 6, van MiFID bepaalt in dit verband dat indien een effect dat tot de handel op een gereglementeerde markt is toegelaten, ook in een MTF wordt verhandeld zonder dat de emittent daarvoor toestemming heeft verleend, deze emittent met betrekking tot deze MTF niet onderworpen is aan enigerlei verplichting op het gebied van de initieel, doorlopend of ad hoc te verstrekken financiële informatie⁹⁴.

b. Definitie van systematische internaliseerder⁹⁵

22. Met het concept van “systematische internaliseerder” identificeert de MiFID een nieuw soort marktdeelnemer op de financiële markten. De Europese instellingen viseren hiermee de activiteiten van orderuitvoering van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die in concurrentie treden met externe platformen zoals gereglementeerde markten en MTF's.

⁹¹ Zie considerans 57 van MiFID.

⁹² Zie in die zin artikel 7, § 2, tweede lid, van de wet van 2 augustus 2002. Deze bepaling regelt ook de situatie van effecten die nog niet tot een gereglementeerde markt zijn toegelaten: deze kunnen enkel tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt worden toegelaten op vraag van de emittent of nadat zijn advies omtrent de toelating is gevraagd.

⁹³ Zie artikel 4, § 2, h), van de voornoemde prospectusrichtlijn (in België omgezet door artikel 18, § 2, h), van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot een gereglementeerde markt).

⁹⁴ Art. 14, lid 6, van MiFID en art 42, tweede lid, van het KB van 3 juni 2007.

⁹⁵ D. ROLLAND en B. BREHIER, “L’internalisation des ordres”, *Banque et Droit*, 2005, 17-21. en G. FERRARINI en F. RECINE, “The MiFID and internalisation”, *o.c.*, 235-270.



Vanuit dit perspectief definieert MiFID een systematische internaliseerder als “een beleggingsonderneming of kredietinstelling die op een georganiseerde, frequente en systematische wijze voor eigen rekening cliëntenorders uitvoert buiten een gereguleerde markt of een MTF”⁹⁶. Anders dan de gereguleerde markten en de MTF’s betreft het hier geen markt die uit zijn aard multilateraal is, maar een bilateraal systeem van orderuitvoering⁹⁷.

23. Zoals door de richtlijn gedefinieerd, omvat internalisatie uitsluitend de uitvoering van cliëntentransacties waarbij de bemiddelaar zelf de tegenpartij is. Het behelst derhalve niet andere vormen van transacties buiten een gereguleerde markt of MTF waarbij de bemiddelaar geen tegenpartij is maar enkel de orders samenbrengt, hetgeen soms onder een ruimer begrip van internalisatie wordt begrepen. De reden hiervoor is dat de richtlijn uitsluitend voor tegenpartijtransacties een specifiek transparantieregime noodzakelijk acht en bijgevolg de definitie van systematische internalisatie in die zin heeft beperkt.

24. De richtlijn bekommert zich bovendien niet over elke internaliseerder maar enkel over systematische internaliseerders. Slechts indien de internalisatie systematisch is, stellen er zich immers beleidsmatige vragen over de vereiste reglementaire omkadering om de MiFID-doelstellingen van transparantie en correcte prijsvorming te waarborgen. Slechts voor deze bemiddelaars die door hun activiteit van internalisatie een reële concurrentie vormen voor de gereguleerde markten is er nood aan een voldoende *level playing field*.

25. De MiFID-richtlijn bepaalt dat de Commissie via uitvoeringsmaatregelen het begrip systematische internalisatie nader zal omschrijven. Op basis hiervan preciseert artikel 21 van de Verordening van de Commissie de criteria om te bepalen of een beleggingsonderneming of kredietinstelling een systematische internaliseerder is. Wanneer een bemiddelaar voor eigen rekening handelt door orders van cliënten buiten een gereguleerde markt of een MTF uit te voeren, wordt hij behandeld als een bemiddelaar met systematische interne afhandeling indien hij voldoet aan de volgende criteria die erop duiden dat hij deze activiteit frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze verricht:

- a) de activiteit vervult een wezenlijke zakelijke rol voor de bemiddelaar en wordt verricht volgens niet-discretionaire regels en procedures;
- b) de activiteit wordt verricht door personeel of door middel van een geautomatiseerd technisch systeem dat voor dat doel is bestemd, ongeacht of dat personeel of dat systeem uitsluitend voor dat doel wordt ingezet;
- c) de activiteit is doorlopend en op regelmatige basis beschikbaar voor cliënten.

De activiteit van het handelen voor eigen rekening door orders van cliënten uit te voeren wordt niet behandeld als een activiteit die frequent op georganiseerde, regelmatige en systematische wijze wordt verricht, wanneer aan de volgende voorwaarden is voldaan⁹⁸:

⁹⁶ Art. 4, lid 1, 7), van MiFID, omgezet door artikel 2, eerste lid, 8°, van de wet van 2 augustus 2002.

⁹⁷ J.J. DAIGRE, “De la directive de 1993 à celle de 2004: d’un modèle de marché à un autre”, *Banque et Droit*, 2005, 10-12

⁹⁸ De Verordening herneemt hier de bewoordingen van de considerans 53 van MiFID.



a) de activiteit wordt ad hoc en op onregelmatige en bilaterale basis verricht met tegenpartijen in het "wholesale" -segment en maakt deel uit van een zakelijke relatie die op haar beurt wordt gekenmerkt door transacties die groter zijn dan de standaardmarktomsang;

b) de transacties worden uitgevoerd buiten de systemen waarvan de betrokken bemiddelaar gewoonlijk gebruik maakt voor de werkzaamheden die hij als systematische internaliseerder verricht.

26. De Verordening gaat uit van positieve en negatieve criteria van kwalitatieve aard. De verordening verwijst niet naar kwantitatieve elementen, terwijl CESR in zijn advies nochtans – naast kwalitatieve criteria - het gebruik van kwantitatieve indicatoren had aanbevolen⁹⁹. Wel preciseert een considerans bij de Verordening dat een activiteit als een activiteit met een wezenlijke zakelijke rol voor een bemiddelaar dient te worden aangemerkt indien de activiteit een significante bron van inkomsten, dan wel een significante bron van kosten is. Bij het beoordelen van wat in dit verband als significant moet worden beschouwd, dient in elk geval rekening te worden gehouden met de mate waarin de activiteit afzonderlijk wordt uitgeoefend of is georganiseerd, de geldelijke waarde van de activiteit en de betekenis ervan in vergelijking met zowel de totale bedrijfsactiviteit van de onderneming als haar totale activiteit op de markt voor het aandeel waarop zij actief is. Het dient tevens mogelijk te zijn een activiteit als een significante bron van inkomsten van een onderneming aan te merken in gevallen waarin slechts één of twee van bovengenoemde criteria van toepassing zijn¹⁰⁰.

27. Anders dan voor gereguleerde markten en MTF's voorziet MiFID voor de systematische internaliseerders niet in een geheel van werkingsregels. MiFID legt uitsluitend specifieke transparantieplichtingen op voor deze bemiddelaars die als tegenpartij cliëntenorders betreffende liquide aandelen systematisch internaliseren. Deze verplichting neemt de vorm aan van de affichering van bindende koersen en geldt voor de aandelen waarvoor de betrokken bemiddelaar de activiteit van systematische internalisatie verricht¹⁰¹.

Het valt op te merken dat alhoewel de definitie van systematische internalisatie de uitvoering van transacties in alle financiële instrumenten betreft, deze transparantieplichtingen enkel voor aandelen en niet voor andere financiële instrumenten van toepassing zijn.

Om te vermijden dat bemiddelaars deze verplichtingen zouden ontlopen door hun verrichtingen kunstmatig aan de definitie van systematische internalisatie te onttrekken, werd een specifieke considerans bij de richtlijn goedgekeurd. De zorg bestond dat bemiddelaars die lid waren van een gereguleerde markt hun bilateraal afgesloten transacties zouden kunnen laten doorgaan als transacties op deze markten door de loutere melding van deze transacties aan de betrokken exploitant. Considerans 49 sluit deze omzeiling van de richtlijn

⁹⁹ CESR stelde de volgende negatieve kwalitatieve indicatoren voor als aanwijzing dat een onderneming wellicht geen systematische internaliseerder was:

- de verhouding van voor eigen rekening uitgevoerde cliëntenorders buiten een gereguleerde markt of MTF bedroeg ten aanzien van alle cliëntenorders minder dan 15 % en

- de verhouding van voor eigen rekening uitgevoerde cliëntenorders buiten een gereguleerde markt of MTF bedroeg ten aanzien van het geheel van alle transacties op de meest liquide markt in het betrokken aandeel minder dan 0,5% (zie *CESR/05-290b*, 58-59).

¹⁰⁰ Considerans 15 bij de Verordening (zie ook het Verslag aan de Koning bij het K.B. van 27 april 2007, *B.S.* van 31 mei 2007, 29287).

¹⁰¹ Zie *infra*, nrs. 57 tot 62.



als volgt uit: “Niet alle door leden of deelnemers van de gereglementeerde markt of de MTF uitgevoerde transacties dienen te worden beschouwd als binnen de systemen van de gereglementeerde markt of de MTF uitgevoerde transacties. Door leden of deelnemers op bilaterale basis uitgevoerde transacties die niet voldoen aan de uit hoofde van deze richtlijn aan een gereglementeerde markt of een MTF gestelde eisen, dienen voor de toepassing van de definitie van onderneming met systematische interne afhandeling als buiten een gereglementeerde markt of een MTF uitgevoerde transacties te worden beschouwd. In dat geval is de verplichting voor beleggingsondernemingen om vaste koersen openbaar te maken van toepassing, indien aan de voorwaarden van de onderhavige richtlijn is voldaan.”¹⁰². Bemiddelaars die systematisch dergelijke bilaterale transacties verrichten, zullen derhalve – wanneer het gaat om liquide aandelen – een bindende koers moeten afficheren.

C. Vergunningsregime voor de georganiseerde statuten

a. Vergunning als gereglementeerde markt

28. Terwijl de vroegere beleggingsdienstenrichtlijn slechts een summier regeling voor de gereglementeerde markten bevatte¹⁰³, werkt de MiFID een geheel van regels uit voor zowel de gereglementeerde markten als de marktondernemingen die de gereglementeerde markten uitbaten. Hun statuut benadert *mutatis mutandis* het regime dat geldt voor andere bemiddelaars zoals beleggingsondernemingen en kredietinstellingen. Marktondernemingen worden immers beschouwd als ondernemingen die financiële diensten – het uitbaten van een handelsplatform - verstrekken zowel aan emittenten als aan marktdeelnemers. Hun regulering is nodig om de efficiëntie en de geloofwaardigheid te waarborgen van de gereglementeerde markten als mechanismen voor prijsvorming en overdracht van effecten.

29. Naar het voorbeeld van de communautaire vergunningsregimes voor de kredietinstellingen en de beleggingsondernemingen voert MiFID een vergunningsregime in voor de gereglementeerde markten¹⁰⁴. MiFID bepaalt dat een vergunning als

¹⁰² Zie ook considerans 14 bij de Verordening die eveneens de omzeiling van de transparantieplichtingen voor internaliseerders beoogt te voorkomen (cf. het advies van CESR aan de Commissie: *CESR/05-290b*, 53 en 56). Deze considerans preciseerd dat een door een bevoegde autoriteit verleende ontheffing van verplichtingen inzake transparantie vóór de handel beleggingsondernemingen niet in staat mag stellen zich aan deze verplichtingen te onttrekken met betrekking tot transacties in liquide aandelen die zij volgens de regels van een gereglementeerde markt of een MTF op bilaterale basis sluiten, wanneer voor deze transacties, mochten zij niet volgens de regels van een gereglementeerde markt of een MTF worden uitgevoerd, de verplichting zou gelden om koersen openbaar te maken. M.a.w. transacties met de kenmerken van systematische internalisatie kunnen niet worden onttrokken aan de koersaffichageplicht via de vrijstellingen van transparantie voor bilaterale transacties op een gereglementeerde markt of een MTF (zie ook *infra*, nr. 56).

¹⁰³ Over het begrip "gereglementeerde markt" onder de *ISD* en de vroegere Belgische regelgeving, zie: A. VAN CAUWENBERGE, "Secundaire markten - Algemene bepalingen - Art. 1 W. 6 april 1995" in *Comm. Fin.*, Antwerpen, Kluwer, 1997, 16-23.

¹⁰⁴ De richtlijn sluit op dit gebied aan bij de standaarden voor gereglementeerde markten die door de effectentoezichthouders in de schoot van FESCO (het *Forum of European Securities Regulators*, de voorganger van CESR) waren opgesteld (zie: FESCO, *Standards for regulated markets under the ISD*, 99-FESCO-C). De standaarden waren de reactie van de toezichthouders op de evolutie van de markten zelf: in tal van lidstaten had een proces van demutualisatie en privatisering geleid tot het ontstaan van private entiteiten die één of meerdere gereglementeerde markten uitbaatten (zie hierover ook: IOSCO, "*Regulatory issues arising from exchange evolution. A report of the Technical Committee of IOSCO*", 2006, 42 p.). De FESCO-standaarden beoogden de goede werking van die entiteiten alsook een passende marktintegriteit te vrijwaren. In het kader van een door CESR ondernomen dereguleringsinitiatief werden deze standaarden op 1 april 2008 ingetrokken, gelet op hun beperkte toegevoegde waarde na de omzetting van MiFID.



gereguleerde markt enkel mag worden verleend aan de systemen die aan het bepaalde in MiFID voldoen¹⁰⁵.

Een vergunning als gereguleerde markt kan met name slechts worden verleend wanneer de marktexploitant en de systemen van de gereguleerde markt ten minste voldoen aan een aantal voorwaarden op het vlak van een passende organisatie¹⁰⁶. Dit behelst vereisten inzake risicobeheer en operationele vereisten o.m. op het vlak van *business continuity*. Elke gereguleerde markt dient voorts te beschikken over transparante en niet-discretionaire regels en procedures die een billijke en ordelijke handel garanderen, alsmede objectieve criteria voor de efficiënte uitvoering van orders. De markt dient ook doorlopend over voldoende financiële middelen te beschikken om een ordelijke werking te bevorderen, gelet op de aard en omvang van de op de markt uitgevoerde transacties en het gamma en de graad van de risico's waaraan zij is blootgesteld. De leiding van de markt en de personen die een invloed van betekenis uitoefenen op het beheer ervan dienen geschikt te zijn bevonden¹⁰⁷. De richtlijn besteedt uitdrukkelijk aandacht aan de beheersing van belangenconflicten door gereguleerde markten. De richtlijn blijft namelijk neutraal ten aanzien van de vraag of marktondernemingen die doorgaans private ondernemingen zijn, geschikt zijn om taken van algemeen belang op het vlak van de toelating van effecten (de "*listing*"-functie conform de voornoemde richtlijn inzake de officiële notering) of op het vlak van toezicht te vervullen¹⁰⁸. De MiFID maakt het wel duidelijk dat wanneer gereguleerde markten dergelijke taken vervullen, er passende maatregelen moeten worden getroffen om belangenconflicten te vermijden¹⁰⁹.

30. De MiFID-richtlijn bepaalt het recht dat van toepassing is op de gereguleerde markt: de handel die plaatsvindt volgens de systemen van de gereguleerde markt wordt beheerst door het publiek recht van de lidstaat van herkomst van de gereguleerde markt¹¹⁰. MiFID omschrijft de lidstaat van herkomst als de lidstaat waar de statutaire zetel van de gereguleerde markt is gelegen of, indien deze overeenkomstig de wetgeving van deze lidstaat geen statutaire zetel heeft, de lidstaat waar het hoofdkantoor van de gereguleerde

¹⁰⁵ Een considerans bij de richtlijn preciseert de draagwijdte van de vergunning om een gereguleerde markt te exploiteren: deze moet alle werkzaamheden bestrijken die rechtstreeks verband houden met de weergave, verwerking, uitvoering, bevestiging en kennisgeving van orders vanaf het tijdstip waarop deze orders door de gereguleerde markt worden ontvangen tot het tijdstip waarop zij worden doorgegeven voor de afhandeling ervan, alsmede de werkzaamheden die verband houden met de toelating van financiële instrumenten tot de handel. Ook transacties die met tussenkomst van door de gereguleerde markt aangewezen *market makers* volgens de systemen van die markt en overeenkomstig de regels van die systemen worden uitgevoerd, moeten onder die vergunning vallen.

¹⁰⁶ Artikel 39 van MiFID.

¹⁰⁷ Artikel 37 van MiFID regelt de vereisten voor de leiding van een gereguleerde markt (zie artikel 17, § 1, 4^o en artikel 17bis van de wet van 2 augustus 2002). Artikel 38 van MiFID preciseert de eisen die worden gesteld aan personen die invloed van betekenis uitoefenen op het beheer van een gereguleerde markt (zie artikel 19 van de wet van 2 augustus 2002). Het zou aanbeveling verdienen dat deze bepalingen, die anders zijn geformuleerd dan in de sectoren van de beleggingsondernemingen en kredietinstellingen, worden afgestemd op de communautaire regels in die sectoren. Dit zou kunnen gebeuren in het verlengde van de herziening van de procedures voor de goedkeuring door de prudentiële autoriteiten van de verwervingen van deelnemingen in de financiële sector (zie het Voorstel voor een richtlijn tot wijziging van Richtlijn 92/49/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2002/83/EG, 2004/39/EG, 2005/68/EG and 2006/48/EG wat betreft procedureregels en evaluatiecriteria voor de prudentiële beoordeling van verwervingen en vergrotingen van deelnemingen in de financiële sector).

¹⁰⁸ Zie hierover IOSCO, "*Regulatory issues arising from exchange evolution. Final report*", November 2006, 6-10 en 21-22.

¹⁰⁹ Artikel 39, a).

¹¹⁰ Artikel 36, lid 4.

markt is gelegen¹¹¹. Het is ook de autoriteit van het land van herkomst die instaat voor het verlenen en handhaven van de vergunning van de gereglementeerde markt.

31. Zoals hoger reeds vermeld, dient krachtens de richtlijn de gereglementeerde markt als dusdanig vergund te worden. De onderneming die instaat voor de exploitatie van die gereglementeerde markt behoeft krachtens de richtlijn niet te worden vergund. Dit is verschillend van de exploitatie van een MTF waar niet de markt maar wel de onderneming die ze uitbaat, vergund moet worden. De Europese instellingen waren er zich in dit verband van bewust dat de situatie van de bestaande Europese gereglementeerde markten sterk uiteenlopend was, inzonderheid op het vlak van het al dan niet bezit van rechtspersoonlijkheid in hoofde van de gereglementeerde markt. Om die reden preciseert een bepaling in de richtlijn dat in het geval van een gereglementeerde markt die een rechtspersoon is en beheerd of geëxploiteerd wordt door een marktexploitant die niet de gereglementeerde markt zelf is, de lidstaten vrij mogen vaststellen hoe de verschillende bij de richtlijn aan de marktexploitant opgelegde verplichtingen worden verdeeld over de gereglementeerde markt en de marktexploitant¹¹².

De Belgische regelgeving heeft er voor geopteerd om een vergunning op te leggen aan zowel de Belgische gereglementeerde markten als de Belgische marktondernemingen¹¹³. De voornoemde MiFID-vergunningsvoorwaarden werden over de gereglementeerde markt en de marktonderneming opgesplitst, waarbij de vereisten die logischerwijs een rechtspersoon betreffen aan de marktondernemingen werden opgelegd¹¹⁴. De dubbele vergunningstoekenning blijft in de handen van de Minister van Financiën op advies van de CBFA. De CBFA staat in voor het continue toezicht op de naleving van de vergunningsvoorwaarden. De CBFA en niet langer de Minister van Financiën is voortaan belast met de goedkeuring van de marktregels van de gereglementeerde markten¹¹⁵.

32. In de Europese Unie zijn er begin 2008 ruim 90 gereglementeerde markten. De lijst van de Belgische gereglementeerde markten die per 1 november 2007 werd opgesteld, omvat volgende entiteiten:

- de markt "Euronext Brussels" van Euronext Brussels NV,
- de markt voor afgeleide producten van Euronext Brussels NV en

¹¹¹ Artikel 4, lid 1, 20).

¹¹² Artikel 36, lid 1.

¹¹³ Dit regime sluit aan bij de voorheen bestaande regels vervat in de wet van 2 augustus 2002. Vermits deze wet reeds in belangrijke mate anticipeerde op MiFID dienden slechts een beperkt aantal wijzigingen te worden aangebracht. Voor een commentaar bij de wet van 2 augustus 2002, zie: A. VAN CAUWENBERGE, "L'organisation et la surveillance des marchés secondaires belges d'instruments financiers après la loi du 2 août 2002, *R.P.S.*, 2002, 256-294.

¹¹⁴ De artikelen 3 tot 13 van de wet van 2 augustus 2002 slaan op de gereglementeerde markten, terwijl de artikelen 16 tot 20 van dezelfde wet op de marktondernemingen betrekking hebben.

¹¹⁵ Artikel 5, § 3, eerste lid, van de wet van 2 augustus 2002. Deze goedkeuring situeert zich binnen het kader van het administratief toezicht van de CBFA op de gereglementeerde markt. Alhoewel de marktregels kaderen in de contractuele relatie tussen enerzijds de markt en anderzijds de leden en de emittenten, behoudt de Minister wel de bevoegdheid om de nodige wijzigingen in de marktregels aan te brengen, indien de marktonderneming in gebreke blijft om de marktregels aan te passen aan de wijzigingen in de toepasselijke regelgeving (artikel 5, § 3, derde lid). Dit houdt inzonderheid verband met de omstandigheid dat de marktregels van Euronext Brussels relevant zijn voor de omzetting van de richtlijn inzake de officiële notering 2001/34/EG, zodat de politieke overheid (veeleer dan de CBFA) hierover het laatste woord dient te behouden om zijn Europese verplichtingen te kunnen nakomen (zie hierover A. VAN CAUWENBERGE, *l.c.*, *R.P.S.*, 2002, 267-272).

- de buitenbeursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten.

33. In tegenstelling tot de richtlijnbevestigingen voor de kredietinstellingen en de beleggingsondernemingen voorziet de MiFID niet in een volwaardig Europees paspoort voor de gereglementeerde markten¹¹⁶. Zo is er geen mogelijkheid voor gereglementeerde markten bepaald om bijkantoren op te richten¹¹⁷. Het begrip lidstaat van ontvangst krijgt in de context van de gereglementeerde markten louter de betekenis van de lidstaat waar een gereglementeerde markt passende voorzieningen treft om de toegang tot de handel in zijn systeem voor in die lidstaat gevestigde leden of deelnemers op afstand te faciliteren. Concreet zal het vooral gaan om de lidstaten waarin de gereglementeerde markt schermen bij “*remote members*” plaatst. Deze lidstaten dienen dit toe te laten aan buitenlandse gereglementeerde markten zonder bijkomende administratieve of juridische vereisten op te leggen¹¹⁸. De gereglementeerde markt zal bijgevolg in de lidstaat van ontvangst waar het zijn schermen plaatst, niet onderworpen zijn aan de jurisdictie van de locale toezichthouder¹¹⁹. Uitzonderlijk evenwel voorziet MiFID in de afsluiting van evenredige samenwerkingsakkoorden tussen de toezichthouder van de lidstaat waar de buitenlandse markt werkzaam is en de toezichthouder van het land van oorsprong van de markt. Artikel 56, lid 2, van MiFID bepaalt dat wanneer, gelet op de toestand van de effectenmarkten in de lidstaat van ontvangst, de werkzaamheden van een gereglementeerde markt die in een lidstaat van ontvangst voorzieningen heeft geïnstalleerd, van aanzienlijk belang zijn geworden voor de werking van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers in die lidstaat van ontvangst, de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst en de lidstaat van ontvangst evenredige samenwerkingsregelingen treffen¹²⁰. De Verordening preciseert dat de werkzaamheden van

¹¹⁶ Dit kan wellicht worden uitgelegd door het ontbreken van een voldoende geharmoniseerde regelgeving voor de gereglementeerde markten. Zo zijn er geen geharmoniseerde kapitaalvereisten om te waarborgen dat de gereglementeerde markten over voldoende middelen beschikken voor een ordentelijke sluiting van de markt.

¹¹⁷ De commerciële belangstelling voor de oprichting van bijkantoren was bij de voorbereiding van de MiFID gering. Mocht in de toekomst een regeling voor de oprichting van bijkantoren aan de orde zijn, dan zullen tal van vragen over het toepasselijk recht rijzen.

¹¹⁸ Artikel 42, lid 6, van MiFID. Krachtens deze bepaling dient de gereglementeerde markt aan de bevoegde autoriteit van zijn lidstaat van herkomst mee te delen in welke lidstaat zij voornemens is dergelijke voorzieningen te treffen. De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst deelt deze informatie binnen een maand mee aan de lidstaat waar de gereglementeerde markt voornemens is dergelijke voorzieningen te treffen. De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst van de gereglementeerde markt deelt op verzoek van de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst binnen een redelijke termijn de namen mee van de leden of deelnemers van de in die lidstaat gevestigde gereglementeerde markt. Van hun kant zijn de *remote members* met het statuut van beleggingsonderneming of kredietinstelling niet gehouden om een notificatie van vrije dienstverlening te verrichten. De lidstaten mogen beleggingsondernemingen die van hun toegangsrechten gebruik maken, immers geen aanvullende regelgevende of administratieve verplichtingen opleggen in verband met de aangelegenheden die door de MiFID worden bestreken (zie artikel 33, lid 2, van MiFID). Men gaat er bovendien van uit dat het loutere lidmaatschap van een buitenlandse markt in hoofde van de beleggingsonderneming geen gebruik van het Europees paspoort inhoudt. Dit is een ommezwaai t.a.v. het in een aantal landen, waaronder België, vroeger ingenomen standpunt.

¹¹⁹ Artikel 6 § 9, van de wet van 2 augustus 2002 bepaalt dat gereglementeerde markten uit andere lidstaten gerechtigd zijn deelnemers op afstand toegang te geven tot hun markten via in België geïnstalleerde voorzieningen of anderszins. Indien de CBFA zou vaststellen dat een dergelijke markt niet aan zijn richtlijnverplichtingen voldoet, kan zij zich richten tot de toezichthouder van die markt. Slechts in uitzonderlijke omstandigheden kan de CBFA zal herstelmaatregelen nemen (artikel 6, § 9, tweede en derde lid die er toe strekken artikel 62, lid 3 van MiFID om te zetten).

¹²⁰ Over deze bepaling, zie: M. TISON, “Financial market integration in the Post-FSAP era. In search of overall conceptual consistency in the regulatory framework.” in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (ed.), *Investor Protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford, 2006, University Press, 455-458.



een gereglementeerde markt in een lidstaat van ontvangst worden geacht van aanzienlijk belang te zijn voor de werking van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers in die lidstaat van ontvangst wanneer aan één van de volgende criteria is voldaan:

- a) de lidstaat van ontvangst is voorheen de lidstaat van herkomst van de betrokken gereglementeerde markt geweest;
- b) de betrokken gereglementeerde markt heeft door middel van een fusie, een overname of enigerlei andere vorm van overdracht de bedrijfsactiviteit verworven van een gereglementeerde markt waarvan de statutaire zetel of het hoofdkantoor in de lidstaat van ontvangst was gelegen¹²¹.

Aldus anticipeert de Verordening op mogelijke toekomstige marktevoluties¹²². De Verordening verwijst naar juridische situaties met een duidelijke economische impact met de bedoeling om de gevallen van gecoördineerd toezicht te beperken tot uitzonderlijke gevallen¹²³. Het verdient te worden onderlijnd dat er ook in gevallen waar voornoemd artikel niet van toepassing is, er toezichtsvragen rijzen bij grensoverschrijdende integratie of combinatie van beursinfrastructuren. Bij dergelijke geïntegreerde groepen is het een uitdaging voor de toezichthouders om er zich van te vergewissen dat de nationale regelgeving die geldt voor elk van de onderdelen van de groep wordt nageleefd en tegelijk via samenwerking tussen toezichthouders er voor te zorgen dat het toezicht efficiënt verloopt¹²⁴. Het reeds vóór de MiFID afgesloten samenwerkingsakkoord tussen de toezichthouders van de Euronext-markten is een voorbeeld van hoe die samenwerking kan worden opgevat.

b. Vergunning als MTF

34. MiFID definieert een nieuwe beleggingsdienst die bestaat uit het uitbaten van multilaterale handelsfaciliteiten of MTF's¹²⁵. Zoals bij elke beleggingsdienst het geval is, behoeft elke persoon die beroepshalve een MTF uitbaat een vergunning als beleggingsonderneming of kredietinstelling. De door een beleggingsonderneming uitgebate markt of markten zelf, dienen geen afzonderlijke vergunning te bekomen¹²⁶. Binnen de categorieën van de Belgische beleggingsondernemingen die de Belgische regelgeving heeft bepaald, kunnen enkel de beursvennootschappen een MTF uitbaten¹²⁷. Specifiek voor de uitbating van MTF's is dat ook marktexploitanten van gereglementeerde markten een MTF mogen exploiteren, mits eerst is geverifieerd dat deze een aantal specifieke prudentiële voorschriften naleven. Een gereglementeerde markt dient derhalve geen tweede vergunning te bekomen vooraleer een MTF te mogen uitbaten, maar dient wel te beantwoorden aan een aantal voorwaarden die er toe strekken gelijke concurrentievoorwaarden te creëren. In de mate

¹²¹ Artikel 16 van de Verordening. Zie ook considerans 10 bij de Verordening die bepaalt dat wordt beoogd te vermijden dat voor een gereglementeerde markt een verplichting ontstaat met meer dan één bevoegde autoriteit betrekkingen te onderhouden of zich aan het toezicht van meer dan één bevoegde autoriteit te onderwerpen wanneer een dergelijke verplichting anders niet zou bestaan.

¹²² Zie ook het CESR-advies: *CESR, 05-024c*, 92-95.

¹²³ Europese Commissie, *Background note, Draft Regulation*, 6.

¹²⁴ Zie hierover IOSCO, "*Regulatory issues arising from exchange evolution. Final report*", November 2006, 27.

¹²⁵ Het regime van de MTF's bouwt voor op de door CESR uitgewerkte standaarden voor alternatieve verhandelingsystemen (zie: CESR, *Standards for Alternative Trading Systems*, 02-086b)

¹²⁶ Zoals hoger reeds vermeld, legt MiFID wel een vergunning op voor de gereglementeerde markt als dusdanig.

¹²⁷ Het prudentieel controlestatuut van de beursvennootschappen wordt geregeld in boek II van de wet van 6 april 1995 en omvat o.m. vereisten op het vlak van passende organisatie, alsmede geschiktheid van leiding en aandeelhoudersschap. Beursvennootschappen die een MTF uitbaten, dienen over een aanvangskapitaal van 730.000 EUR te beschikken (zie artikel 58, § 2, van die wet)



dat het statuut van gereglementeerde markt reeds in grote mate vergelijkbare vereisten oplegt, zal deze bijkomende procedure van “verificatie” slechts een geringe last meebrengen ¹²⁸. Indien een gereglementeerde markt zich voorneemt meerdere MTF’s (elk met zijn eigen kenmerken en organisatie) uit te baten, zal dergelijke verificatie zich voor elke MTF opdringen.

35. De omstandigheid dat de uitbating van een MTF een beleggingsdienst uitmaakt, heeft als belangrijk gevolg dat elke activiteit die aan die definitie voldoet, over een statuut dient te beschikken (beleggingsonderneming, kredietinstelling of gereglementeerde markt). Dit betekent dat dergelijke initiatieven niet langer als een soort “ongereglementeerde” of private markt zonder statuut kunnen blijven functioneren. Slechts markten in beleggingsinstrumenten die geen financiële instrumenten in de zin van MiFID zijn, vallen buiten de perimeter van een statuut waarvoor een vergunning vereist is.

36. In de Europese Unie zijn er begin 2008 ruim 100 MTF’s, vooral in de obligatiemarkten. De lijst van de Belgische MTF’s omvat de volgende entiteiten:

- MTF's geëxploiteerd door de marktonderneming Euronext Brussels NV :

1°					Alternext,
2°	Vrije	Markt	/	Marché	Libre,
3°	Publieke	Veilingen	/	Ventes	Publiques,
4°	Trading Facility ¹²⁹ ,				

5° EasyNext.

- MTF's geëxploiteerd door de beleggingsonderneming MTS Associated Markets SA :

1°		MTS		Belgium,
2°	MTS		Denmark	en
3°	MTS Finland.			

37. De communautaire beleggingsondernemingen die een MTF uitbaten, genieten van het Europees paspoort¹³⁰. Dit omvat de mogelijkheid om bijkantoren op te richten en om zonder vestiging diensten in andere lidstaten te verstrekken. Een specifieke MiFID-bepaling verleent zowel beleggingsondernemingen als marktexploitanten die een MTF uitbaten trouwens het

¹²⁸ Zie het Verslag aan de Koning bij het KB van 27 april 2007 (B.S. van 31 mei 2007, 29292) waarin wordt gepreciseerd dat om te vermijden dat er een overlap zou zijn ingevolge de cumulatieve toepassing voor marktondernemingen van de regels voor marktondernemingen en deze voor beleggingsondernemingen, wat de door hen uitgebate MTF’s betreft, rekening zal worden gehouden met het bestaande toezicht op de marktonderneming krachtens de wet van 2 augustus 2002 zodat de vergunning als marktonderneming in beginsel zal volstaan om een MTF uit te baten.

¹²⁹ Tot 1 november 2007 was de Trading Facility een gereglementeerde markt.

¹³⁰ Zie de bepalingen van MiFID over de vrije dienstverlening (artikel 31) en de vestiging van een bijkantoor (artikel 32) door beleggingsondernemingen. Beleggingsonderneming kunnen derhalve een bijkantoor oprichten voor het exploiteren van een MTF. Geen MiFID-bepaling verleent dit recht aan de marktexploitanten voor de door hen uitgebate MTF’s (cf. CESR, “*The Passport under MiFID. Recommendations for the implementation of Directive 2004/39/EC*”, nr. 44).

recht om in andere lidstaten regelingen te treffen om hun leden op afstand (*remote members*) toe te laten toegang tot hun systemen te hebben¹³¹. Met de bewoording “regelingen te treffen” wordt inzonderheid verwezen naar het plaatsen van de nodige technische infrastructuur (zoals schermen) om *remote members* toegang tot hun systemen te verlenen¹³².

Ondernemingen uit derde landen waarvan de beleggingsdiensten de uitbating van een multilaterale handelsfaciliteit omvatten, genieten niet van het Europees paspoort. In de Belgische context geldt in dit verband het regime van het KB van 20 december 1995 over de buitenlandse beleggingsondernemingen dat voorziet in de mogelijkheid voor ondernemingen uit derde landen om een bijkantoor op te richten of om bij niet-professionele beleggers beleggingsdiensten, waaronder de uitbating van een MTF, aan te bieden.

c. Vergunning vereist voor systematische internaliseerders

38. Een beleggingsonderneming die zich voorneemt om systematisch te internaliseren, dient te beschikken over een dubbele vergunning: nl. de uitvoering van orders en het handelen voor eigen rekening¹³³. Beleggingsondernemingen en kredietinstellingen dienen de CBFA voorafgaandelijk in te lichten wanneer ze die activiteit wensen te aan te vatten of stop te zetten¹³⁴. De systematische internaliseerders kunnen de lijst van de liquide aandelen waarvoor zij wensen te internaliseren vrij kiezen en dienen deze publiek te maken¹³⁵.

Het verwachte aantal systematische internaliseerders was voor de inwerkingtreding van MiFID een groot vraagteken. Bij het afsluiten van deze bijdrage waren er een twaalfstal systematische internaliseerders in de EU bekend¹³⁶. Momenteel zijn er geen Belgische systematische internaliseerders.

Voor de bemiddelaars die overwegen om dergelijke activiteit te verrichten, dringt een kostenbatenanalyse zich op¹³⁷. De verhoopte baten voor deze bemiddelaars zullen voortkomen uit een groter marktaandeel en een verruimde cliëntenbasis. Het *business model* van de internaliseerders is met name gesteund op de mogelijkheid om betere prijzen en ook kostenbesparingen voor hun cliënten te realiseren. Deze kostenbesparingen situeren zich zowel op het vlak van de eigenlijke orderuitvoering (provisies van de beursplatformen) als op het vlak van de verrekening en vereffening (door de interne afwikkeling worden de provisie aan de entiteiten die instaan voor de afwikkeling uitgespaard). Anderzijds vereist deze nieuwe activiteit aanzienlijke investeringen inzake technologie en infrastructuur¹³⁸. Gelet op het risicovol karakter van de activiteit zal ook een passend risicobeheer moeten worden uitgewerkt.

¹³¹ Artikel 31, lid 5, van MiFID.

¹³² CESR, “*The Passport under MiFID. Recommendations for the implementation of Directive 2004/39/EC*”, nr. 52.

¹³³ Zie het Verslag aan de Koning bij het KB van 27 april 2007 (*B.S.* van 31 mei 2007, 29288)

¹³⁴ Art. 46bis van de wet van 22 maart 1993 en artikel 82 van de wet van 6 april 1995.

¹³⁵ Verslag aan de Koning bij het KB van 3 juni 2007, *B.S.* van 18 juni 2007, 32942.

¹³⁶ Zie de MiFID-database op de website <http://mifidatabase.cesr.eu>.

¹³⁷ JPMorgan, *MiFID Report II, Earnings at risk analysis: the threat to the integrated business model*, *European Equity Research*, 12 september 2006, 40 p.

¹³⁸ Sommige gereguleerde markten spelen met eigen initiatieven in op de kost voor de bemiddelaars om een eigen internalisatieplatform te ontwikkelen (zie *supra*, nr. 17).

D. Werkingsregels voor de gereglementeerde markten en MTF's

39. Voor de twee multilaterale executieplatformen, de gereglementeerde markten en de MTF's, bepaalt de MiFID een aantal nieuwe regels met het oog op hun goede werking en de billijke en ordelijke handel. Deze werkingsregels slaan o.m. op de toelating van de financiële instrumenten en op de voorwaarden inzake lidmaatschap. Voor de systematische internaliseerders werd er geen behoefte gezien voor dergelijke regels en zijn er enkel specifieke transparantieregels voorzien, waarover verder meer¹³⁹. Wel kan nog worden vermeld dat de afleiding van cliëntenorders naar de eigen systemen van de systematische internaliseerder moet stroken met de *best execution*-plicht van de betrokken bemiddelaar¹⁴⁰. Het uitvoeringsbeleid van dergelijke bemiddelaar zal trouwens moeten voorzien in deze mogelijkheid¹⁴¹.

a. Toelating van financiële instrumenten¹⁴²

40. De hoofddoelstelling van regels in verband met de toelating van financiële instrumenten bestaat er in om de billijke en ordelijke verhandeling van de financiële instrumenten te ondersteunen door te waarborgen dat enerzijds die instrumenten uit hun aard het voorwerp kunnen zijn van een betrouwbare prijsvorming en anderzijds dat de marktdeelnemers over voldoende informatie beschikken om die instrumenten te waarderen¹⁴³.

De toelating van financiële instrumenten tot een gereglementeerde markt wordt uitdrukkelijk geregeld in MiFID, terwijl dit voor toelatingen tot MTF's veel minder het geval is. Dit weerspiegelt de gedachte dat de gereglementeerde markten op bepaalde gebieden, zoals de aard van de toe te laten instrumenten, aan hogere kwaliteitsstandaarden moeten voldoen.¹⁴⁴ MTF's worden voor een stuk aanzien als handelsfaciliteiten waar de deelnemers beslissen over de te verhandelen instrumenten¹⁴⁵.

41. De regels in verband met de toelating van financiële instrumenten tot MTF's zijn terug te brengen tot het beginsel dat de beleggingsondernemingen/banken of marktexploitanten die een MTF exploiteren, transparante regels moeten opstellen betreffende de criteria aan de hand waarvan wordt vastgesteld welke financiële instrumenten via hun systemen kunnen worden verhandeld¹⁴⁶. Waar toepasselijk, moeten bemiddelaars of marktexploitanten die een MTF exploiteren, ook voorzien in of zorgen voor toegang tot voldoende voor het publiek beschikbare informatie opdat de gebruikers van de MTF zich een beleggingsoordeel kunnen vormen, rekening houdend met zowel de aard van de gebruikers als de categorieën verhandelde instrumenten¹⁴⁷.

42. De aanpak van MiFID in verband met de toelating van financiële instrumenten tot een *gereglementeerde markt* is in ruime mate gebaseerd op algemene beginselen, conform de

¹³⁹ Zie, *infra*, nrs. 57 tot 62.

¹⁴⁰ Zie, *infra*, nrs. 69 tot 73.

¹⁴¹ Zie, *infra*, nr. 70. De cliënt zal uitdrukkelijk moeten instemmen met het uitvoeringsbeleid dat de uitvoering van orders buiten een gereglementeerde markt of MTF behelst.

¹⁴² F. MARTIN LAPRADE, "L'admission aux négociations", *Bulletin Joly Bourse*, 2007, 621-626.

¹⁴³ Zie CESR, 05-290b, 82.

¹⁴⁴ Zie: Autorité des Marchés Financiers, *La directive sur les marches d'instruments financiers: enjeux et conséquences pour la régulation française*, 2006, 27.

¹⁴⁵ Europese Commissie, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten, *PB C 71 E*, 25 maart 2003, 76.

¹⁴⁶ Artikel 14, lid 2, MiFID en artikel 41 van het KB van 3 juni 2007.

¹⁴⁷ Artikel 14, lid 2, MiFID en artikel 42, eerste lid, KB van 3 juni 2007.

filosofie van “*principles based regulation*”. Dit betekent dat de gereguleerde entiteiten in eerste lijn verantwoordelijk zijn om te bepalen hoe ze de hen toepasselijke beginselen naleven en om maatregelen te treffen die best passen bij hun specifieke aard en omstandigheden¹⁴⁸.

MiFID bepaalt dat de gereguleerde markten duidelijke en transparante regels moeten vaststellen betreffende de toelating van financiële instrumenten tot de handel en deze regels moeten ervoor zorgen dat alle financiële instrumenten die tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten, op billijke, ordelijke en efficiënte wijze kunnen worden verhandeld. Aldus laat MiFID een ruime plaats voor zelfregulering door de gereguleerde markten. MiFID preciseert voorts dat aandelen en andere effecten vrij verhandelbaar dienen te zijn¹⁴⁹. In het geval van derivaten moeten de regels er voor zorgen dat de vorm van het derivatencontract verenigbaar is met een ordelijke koersvorming en met doeltreffende afwikkelingsvoorwaarden.

De Verordening bepaalt vervolgens een aantal specifieke voorschriften voor de toelating tot een gereguleerde markt van aandelen, derivateneffecten (zoals warranten), instrumenten voor collectieve belegging en derivateninstrumenten¹⁵⁰. Er zijn geen specifieke regels voor obligaties of geldmarktinstrumenten, waarvoor enkel de algemene richtlijnbevestigingen gelden. Zo zijn er geen uitdrukkelijke bepalingen die vergen dat obligaties effectief zullen worden verhandeld op de gereguleerde markt tot dewelke ze zijn toegelaten.

43. Zoals reeds vermeld doen deze regels geen afbreuk aan de keuze die een gereguleerde markt zou kunnen maken voor het statuut van officiële notering¹⁵¹.

Het staat de gereguleerde markten ook vrij om vrijwillig strengere toelatingsvoorwaarden te bepalen. Dit volgt uit considerans 57 bij MiFID die preciseert dat de admmissievoorwaarden bepaald door MiFID niet beletten dat de gereguleerde markten op eigen initiatief strengere voorwaarden opleggen aan emittenten. De vraag of de lidstaten strengere voorwaarden mogen opleggen, is meer delicaat. Voor de door de Verordening behandelde materies lijkt dit moeilijk verdedigbaar. Anderzijds houdt de richtlijn officiële notering enkel een minimumharmonisatie in, zodat voor de in die richtlijn behandelde materies wel strengere nationale regels mogelijk lijken.

44. De toetsing van de toelatingsvoorwaarden dient te gebeuren bij de aanvraag tot toelating tot de gereguleerde markt, maar de gereguleerde markten dienen ook regelmatig te verifiëren of de door hen tot de verhandeling toegelaten financiële instrumenten aan de toelatingsvoorwaarden blijven voldoen¹⁵². De handhaving van deze doorlopende voorwaarden kan leiden tot schorsing en schrapping van de betrokken financiële instrumenten.

¹⁴⁸ Zie: Europese Commissie, *Background note, Draft Regulation*, 11-12.

¹⁴⁹ Artikel 40 van MiFID en artikel 6bis van de wet van 2 augustus 2002.

¹⁵⁰ Artikelen 35 tot 37. Het gebruik van een Verordening waarborgt een hoge mate van gelijke behandeling van de gereguleerde markten in de Gemeenschap.

¹⁵¹ Een effect dat officieel genoteerd is krachtens de voorschriften van de richtlijn 2001/34/EG wordt aangemerkt als een effect dat - conform MiFID - vrij verhandelbaar is en dat op billijke, ordelijke en efficiënte wijze kan worden verhandeld (artikel 35, lid 5, van de Verordening). In dit verband kan men zich afvragen wat nog de toegevoegde waarde is van de richtlijn inzake de officiële notering, die meer dan 20 jaar geleden tot stand kwam. De toenmalige zorg voor misbruik van machtspositie door de beurzen t.a.v. de emittenten lijkt niet langer relevant in de mate dat de beurzen en andere handelsplatformen er commercieel belang bij hebben om zoveel mogelijk emittenten aan te trekken. De voorwaarden voor de officiële notering zijn trouwens zo gering dat ze bijna betekenisloos zijn. Het is wel zo dat in sommige landen strengere voorwaarden worden opgelegd aan officieel genoteerde effecten (bv. inzake *corporate governance*), maar de vraag rijst of daarvoor een verouderde Europese richtlijn dient te worden in stand gehouden.

¹⁵² Artikel 40, lid 4, van MiFID en artikel 6bis, § 4, van de wet van 2 augustus 2002.

MiFID bepaalt de modaliteiten in verband met de schorsing en de schrapping van de toelating van financiële instrumenten¹⁵³. Deze bepalingen doen geen afbreuk aan de bevoegdheden tot schorsing en schrapping van de terzake bevoegde autoriteiten op grond van artikel 50, lid 2, (j), van MiFID¹⁵⁴, alsook, voor de aandelen die zijn toegelaten tot de officiële notering, aan de desbetreffende voorschriften van de voornoemde richtlijn inzake de officiële notering¹⁵⁵.

45. De gereguleerde markten dienen ook regelingen te treffen¹⁵⁶ om te verifiëren of emittenten van effecten die tot de verhandeling op de gereguleerde markt worden toegelaten, hun uit het Gemeenschapsrecht voortvloeiende verplichtingen betreffende de initiële, doorlopende of incidentele informatieverstrekking nakomen¹⁵⁷. Dit houdt echter niet in dat de gereguleerde markten een dubbele inhoudelijke toetsing moeten verrichten¹⁵⁸.

In het verlengde hiervan dienen de markten ook de toegang van hun leden of deelnemers tot overeenkomstig het Gemeenschapsrecht openbaar gemaakte informatie te vergemakkelijken¹⁵⁹.

b. Toelating van leden

46. De MiFID-bepalingen in verband met het lidmaatschap zijn gelijklopend voor gereguleerde markten en MTF's.

Beide dienen transparante regels te bepalen over de toegang tot hun systemen¹⁶⁰. Nieuw is dat uitdrukkelijk wordt erkend dat andere personen dan beleggingsondernemingen of kredietinstellingen, mits bepaalde voorwaarden, lid kunnen worden.

Als leden of deelnemers kunnen door de gereguleerde markten en MTF's worden toegelaten beleggingsondernemingen en kredietinstellingen evenals andere personen mits die

- deskundig en betrouwbaar zijn;
- over toereikende bekwaamheden en bevoegdheden voor de handel beschikken;
- waar van toepassing adequate organisatorische regelingen hebben getroffen en

¹⁵³ Artikel 41 van MiFID en artikel 7, §§ 3 en 4, van de wet van 2 augustus 2002.

¹⁵⁴ Zie artikel 34, § 2, van de wet van 2 augustus 2002. Deze bepaling laat de CBFA toe de verhandeling van een financieel instrument op een onder haar toezicht ressorterende gereguleerde markt, MTF of enig ander handelsplatform te schorsen, wanneer dit noodzakelijk is in het kader van haar toezicht op de naleving van de regels inzake marktmisbruik, de informatieverplichtingen van emittenten en de regels inzake gereguleerde markten, MTF's of andere handelsplatformen, of wanneer zij daartoe wordt verzocht door een bevoegde buitenlandse autoriteit. Het komt ons voor dat deze bepaling ook toelaat om internaliseerders te vragen om de handel te schorsen in één of meerdere aandelen. Over een vergelijkbare bepaling in Frankrijk, zie: P. SUBIGER, "L'internalisation des ordres: de la résistance à la résignation", *Bulletin Joly Bourse*, 2007, 617.

¹⁵⁵ De omzetting van de relevante bepalingen ligt vervat in artikel 7 van de wet van 2 augustus 2002. Er kan worden vermeld dat in België Euronext Brussels een officiële notering uitmaakt. Euronext Brussel zelf staat in voor de beslissingen van toelating tot de officiële notering conform de richtlijn, met een recht van de CBFA om zich tegen de toelating te verzetten.

¹⁵⁶ Artikel 6bis, §§ 3 en 4, van de wet van 2 augustus 2002 tot omzetting van artikel 40, lid 3 van MiFID.

¹⁵⁷ Het Verslag aan de Koning bij het KB van 27 april 2007 preciseert dat deze bepaling zich situeert binnen de contractuele relatie tussen de markt en de emittent en geen afbreuk doet aan de opdrachten van de CBFA om toe te zien op de naleving van de regels inzake prospectus of permanente financiële informatieverstrekking (*B.S.* van 31 mei 2007, 29289).

¹⁵⁸ Cf. het CESR advies terzake, *CESR/05-290b*, 83-84.

¹⁵⁹ Artikel 6bis, § 3, tweede lid, van de wet van 2 augustus 2002 dat strekt tot omzetting van artikel 40, § 3, lid 2 van MiFID.

¹⁶⁰ Artikel 14, lid 4, van MiFID en artikel 43 van het KB van 3 juni 2007, wat de MTF's betreft, en artikel 42, lid 1 tot 3 van MiFID en artikel 6 § 1 en § 3, van de wet van 2 augustus 2002.

- over voldoende middelen beschikken voor de rol die zij moeten vervullen.

MiFID erkent aldus een evolutie die zich reeds aftekende waarbij grote institutionele beleggers een rechtstreekse toegang tot de markt willen bekomen ¹⁶¹. Deze liberalisering draagt er toe bij om een discriminatie te beëindigen tussen de personen die gebruik willen maken van de diensten van de beurzen.

c. Verrekening en vereffening

47. MiFID preciseert een aantal regels in verband met de verrekening en vereffening van de transacties die via gereguleerde markten en MTF's worden verricht.

Gereguleerde markten dienen doeltreffende regelingen te treffen voor een efficiënte en tijdige afhandeling van volgens hun systemen uitgevoerde transacties ¹⁶².

Beleggingsondernemingen of marktexploitanten die een MTF exploiteren, moeten de nodige voorzieningen treffen om een efficiënte afwikkeling van de volgens de systemen van de MTF uitgevoerde transacties te bevorderen ¹⁶³.

48. MiFID biedt gereguleerde markten en MTF's bovendien de principiële mogelijkheid om voor de verrekening of vereffening gebruik te maken van systemen die in andere lidstaten zijn gevestigd ¹⁶⁴. Deze maatregel maakt deel uit van een serie bepalingen die de toegang tot verrekening- en vereffeningssystemen gedeeltelijk liberaliseren ¹⁶⁵. Zo dienen de gereguleerde markten en de MTF's aan hun leden de principiële keuze te verlenen om de door hen gekozen vereffeningssysteem te gebruiken naast het door de markt gekozen systeem. Marktdeelnemers dienen in beginsel ook toegang te krijgen tot buitenlandse verrekenings- en vereffeningssystemen ¹⁶⁶.

Niettemin regelt de MiFID deze problematiek slechts partieel door slechts een fractie van de mogelijke koppelingen te omkaderen ¹⁶⁷. De industrie heeft zich er via een *Code of Conduct* vrijwillig toe verbonden om deze toegangsrechten te verruimen tot bijkomende relaties in de sector van verrekening ("*clearing*") en vereffening ("*settlement*") ¹⁶⁸. In uitvoering van de Code zijn nadere regels bepaald voor het geheel van de koppelingen ("*links*") tussen de

¹⁶¹ Het dient wel te worden gepreciseerd dat professionele beleggers ook in het verleden een vorm van rechtstreekse toegang tot de markt ("*direct market access*") hadden door gebruik te maken van schermen van beleggingsondernemingen onder wiens verantwoordelijkheid zij handelden.

¹⁶² Artikel 39 (e), MiFID. Deze bepaling is omgezet door artikel 4, 5°, van de wet van 2 augustus 2002. Dit artikel bepaalt tevens dat de gebruikte systemen voldoende waarborgen moeten bieden voor de bescherming van de belangen van de deelnemers en de beleggers en voor de goede werking van de markt.

¹⁶³ Artikel 14, lid 5, van MiFID en artikel 44 van het KB van 3 juni 2007.

¹⁶⁴ Artikel 46, lid 1, van MiFID.

¹⁶⁵ Zie artikel 23bis van de wet van 2 augustus 2002 die deze regels groepeerd. Ze vormen de omzetting van de artikelen 34, 35 en 46 van MiFID.

¹⁶⁶ Net zo min als het lidmaatschap van een buitenlandse gereguleerde markt (zie *supra*, nr. 33), maakt het lidmaatschap van een buitenslands clearingsysteem ("*clearing membership*") een gebruik uit van het Europees paspoort, zodat in hoofde van de bemiddelaar geen kennisgeving van vrije dienstverlening vereist is (zie Comité des Etablissements de crédit et des entreprises d'investissement, "Impact de la directive MIF sur les missions du CECEI", *Rapport annuel CECEI 2006*, 224-235).

¹⁶⁷ Zie E. WYMEERSCH, "Securities Clearing and Settlement: regulatory developments in Europe", in G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (ed.), *Investor Protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford, 2006, 473 en 476.

¹⁶⁸ Zie: "*European Code of conduct for clearing and settlement*" van 7 november 2006 afgesloten tussen de marktinfrastructuren en de "*post-trading*"-infrastructuren, onder de auspiciën van de EU Commissie. De tekst alsook de in uitvoering ervan getroffen nadere afspraken zijn beschikbaar op: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_en.htm#code.

verschillende infrastructuur¹⁶⁹. De bedoeling is op die manier de grondslag te leggen voor grotere concurrentie op alle niveau's van de transactieketting. De uitwerking van deze Code laat zich in de praktijk al voelen, vermits in de loop van 2007 een aanzienlijk aantal verzoeken om toegang te krijgen tot andere infrastructuur zijn geformuleerd. Een eerste effectieve koppeling tussen twee clearingsystemen met centrale tegenpartij-functie ("*central counterparty*" of "*CCP*") is trouwens reeds aangekondigd tussen LCH.Clearnet en het Zwitserse SIS x-clear om transacties op de Londense beurs te verrekenen¹⁷⁰. Op het domein van de *clearing* en *settlement* tekenen zich trouwens nog andere belangrijke evoluties af, zoals o.m. het voornemen van de Eurostelsysteem om een pan-Europees effectenvereffeningsstelsysteem te organiseren (*Target2-Securities*)¹⁷¹.

d. Maatregelen inzake marktintegriteit

49. Operatoren van zowel gereglementeerde markten als MTF's moeten op een aantal gebieden maatregelen treffen om bij te dragen tot de integriteit van de door hen uitgbate markten en moeten in dit verband met de bevoegde autoriteiten samenwerken. Ze vormen als het ware een soort van eerstelijnsverdediging tegen praktijken die ingaan tegen de goede werking van de markt en de marktintegriteit.

In de eerste plaats moeten ze aan de hand van effectieve regelingen en procedures er op toezien dat hun leden en deelnemers de op hen toepasselijke regels doorlopend naleven. In dat kader staan ze in voor de *monitoring* van de transacties van hun leden opdat regelinbreuken, marktversturende gedragingen of mogelijke marktmisbruikpraktijken kunnen worden onderkend¹⁷².

MiFID voorziet voorts in een meldplicht voor de gereglementeerde markten en de MTF's. Ze dienen de bevoegde autoriteit in te lichten van door hen vastgestelde ernstige inbreuken op hun regels, marktversturende praktijken of gedragingen die op marktmisbruik kunnen wijzen. Ze moeten de toepasselijke informatie onmiddellijk verstrekken aan de ter zake bevoegde autoriteit en deze autoriteit hun volledige medewerking verlenen bij het onderzoeken en vervolgen van gevallen van marktmisbruik welke zich via de systemen van de gereglementeerde markt hebben voorgedaan¹⁷³.

Zoals reeds vermeld, dienen de gereglementeerde markten ook na te gaan dat de emittenten aan de toelatingsvoorwaarden voor financiële instrumenten blijven voldoen¹⁷⁴.

De gereglementeerde markten en MTF's dienen zich tenslotte te voegen naar de instructies van de autoriteiten in verband met de schorsing of schrapping van financiële instrumenten¹⁷⁵.

¹⁶⁹ Zie: "*Access and Interoperability Guideline*" van 28 juni 2007.

¹⁷⁰ Persbericht van LCH-Clearnet van 10 maart 2008.

¹⁷¹ Het Eurostelsysteem, dat bestaat uit de centrale banken van de eurolanden en de Europese Centrale Bank, onderzoekt de mogelijkheid om een geïntegreerd platform te bieden voor de afwikkeling van effectentransacties in centralebankgeld in het eurogebied (zie de informatie beschikbaar op de ECB-website <http://www.ecb.int/paym/t2s/html/index.en.html>).

¹⁷² Artikelen 26, lid 1 en 43, lid 1 van MiFID, alsmede artikel 6, § 7, van de wet van 2 augustus 2002 en artikel 45 van het KB van 3 juni 2007.

¹⁷³ Artikelen 26, lid 2, en 43, lid 1, van MiFID, alsmede artikel 6, § 8, van de wet van 2 augustus 2002 en artikel 46 van het KB van 3 juni 2007.

¹⁷⁴ Artikel 40, lid 4, van MiFID. Zie *supra*, nr. 44.

IV. Markttransparantie volgens MiFID

A. Begrip en doelstellingen

50. Zoals hoger toegelicht, is het MiFID-regime inzake de markttransparantie een essentiële bouwsteen in het kader van de beleidsdoelstellingen van MiFID. Transparantie is fundamenteel om te zorgen voor marktefficiëntie en beleggersbescherming in een op concurrentie gebaseerde marktomgeving die door een grotere fragmentatie wordt gekenmerkt¹⁷⁶. De bekendmaking van prijzen en andere handelsinformatie alsook de brede beschikbaarheid ervan dienen er voor te zorgen dat de marktdeelnemers hun beleggingsbeslissingen met kennis van zaken nemen en dat bemiddelaars hun verplichting tot optimale uitvoering (“*best execution*”) kunnen waarmaken. In geval van parallelle verhandeling van aandelen kan de transparantie bijdragen tot de integratie van de gefragmenteerde liquiditeit door aan te geven waar de prijzen consistent het meest competitief zijn.

MiFID onderscheidt twee vormen van markttransparantie met eigen kenmerken.

In de eerste plaats gaat het om de *pre trade* transparantie (transparantie vóór de handel) waarbij informatie over orders en kwoteringen wordt publiek gemaakt. Deze informatie betreft dus de voorwaarden waaronder een inkomend order kan worden uitgevoerd. Beleggers of marktdeelnemers kunnen op basis van de informatie over de beschikbare handelsmogelijkheden te allen tijde de voorwaarden van een door hen overwogen aandelentransactie beoordelen. Geconsolideerde transparantie vóór de handel vergemakkelijkt aldus de keuze door de marktdeelnemers van de executieplatformen die aan hun behoeften beantwoorden. Ze bevordert tegelijk op structurele wijze de efficiënte prijsvorming op de markt.

In de tweede plaats gaat het om informatie over de afgesloten transacties. Deze vorm van transparantie wordt aangeduid als *post trade* transparantie of transparantie na de handel. Ze laat marktdeelnemers toe de voorwaarden en kwaliteit van de uitvoering van hun transacties te verifiëren. Net als de *pre trade* transparantie is ze dienstig voor bemiddelaars die ten aanzien van hun cliënten instaan voor het bekomen van *best execution* en bevordert ze een efficiënte prijsvorming.

51. Ook de vroegere beleggingsdienstenrichtlijn bevatte reeds een aantal vereisten op dit vlak¹⁷⁷, maar de MiFID heeft deze materie volledig geharmoniseerd, om in de Gemeenschap gelijkwaardige marktvoorwaarden te verzekeren en de effectieve integratie van de Europese markten te bevorderen. De technische regels in verband met de markttransparantie zijn bij

¹⁷⁵ Artikel 14, lid 7, van MiFID en artikel 34, § 2, van de wet van 2 augustus 2002 wat de MTF's betreft. Artikel 41, lid 1, van MiFID en artikelen 7, § 3, en 34, § 2, van de wet van 2 augustus 2002, wat de gereglementeerde markten betreft.

¹⁷⁶ Zie ook: IOSCO, *Transparency and market fragmentation, Report from the Technical Committee of the IOSCO*, November 2001, 34 p. en IOSCO, *Factors influencing liquidity in emerging markets, Report of the IOSCO Emerging Markets Committee*, December 2007, 41 p.

¹⁷⁷ Voor een toelichting van de situatie in België ten tijde van de *ISD*, zie: A. VAN CAUWENBERGE, "Secundaire markten - Algemene bepalingen - Art. 3 W. 6 april 1995" in *Comm. Fin.*, Antwerpen, Kluwer, 1997, 1-9. Het KB van 3 juni 2007 is overgegaan tot de opheffing van het vroegere KB van 16 februari 1996 houdende de transparantie van de effectenmarkten van Euronext Brussels.



Verordening gepreciseerd om aldus de uniforme toepassing van de regeling en een *level playing field* tussen de markten te waarborgen.

52. Alhoewel er een aantal gelijkenissen zijn tussen markttransparantie en *transaction reporting* (melding van transactiegegevens aan de toezichthouder) moeten beide strikt worden onderscheiden. Terwijl de bekendmaking van prijsinformatie er toe strekt de marktdeelnemers te helpen bij hun beleggingsbeslissingen, beoogt de transactiemelding de bevoegde autoriteiten de nodige informatie te bezorgen met het oog op de vervulling van hun toezichtopdrachten¹⁷⁸. De transactiemelding wordt door de toezichthouders in het bijzonder aangewend in het kader van de opsporing en het onderzoek van praktijken strijdig met de marktintegriteit, zoals marktmisbruik¹⁷⁹. Behoudens de bestemming van de gegevens en de ermee beoogde doelstellingen verschillen beide regelingen ook van elkaar, qua inhoud (niet alle gegevens die aan de toezichthouder worden gemeld, worden publiek gemaakt) en qua termijnen (terwijl de transparantie in beginsel in *real time* wordt bekendgemaakt, dient de melding aan de autoriteiten uiterlijk de dag na de transactie plaats te vinden). Er mag ook niet uit het oog worden verloren dat de *transaction reporting* geldt voor alle tot een gereguleerde markt toegelaten financiële instrumenten, terwijl het transparantieregime in MiFID beperkt is tot aandelen die tot een gereguleerde markt zijn toegelaten. Ondanks deze verschillen kan men vaststellen dat een aantal marktdeelnemers, waaronder marktexploitanten, aan hun leden en aan niet-leden commerciële aanbiedingen doen die bemiddelaars toelaten om tegelijk aan hun verplichtingen inzake transparantie en *transaction reporting* te voldoen¹⁸⁰.

B. Toepassingsgebied

53. De MiFID-regels inzake markttransparantie zijn van toepassing op aandelen die tot een gereguleerde markt zijn toegelaten. Ze gelden derhalve niet voor andere categorieën van financiële instrumenten. Zo zijn er geen MiFID-bepalingen die de bekendmaking van prijzen opleggen voor obligaties die zijn toegelaten tot een gereguleerde markt¹⁸¹. De uitbreiding van MiFID-regels tot andere types instrumenten blijft een nationale discretie. Men stelt vast dat de meeste landen geen andere categorieën dan aandelen aan transparantieregels onderwerpen¹⁸². Er zijn evenmin MiFID-transparantieregels voor aandelen of andere

¹⁷⁸ Artikel 25 van MiFID en de artikelen 9 tot 14 van de Verordening bevatten de regels inzake de transactiemelding. Zie ook artikel 9 van de wet van 2 augustus 2002 en artikelen 49 tot 59 van het KB van 3 juni 2007. De CBFA heeft de technische specificaties in verband met *transaction reporting* gepreciseerd (deze documenten zijn beschikbaar op <http://www.cbfa.be/nl/fm/trans/trans.asp>). CESR heeft het technische systeem voor de uitwisseling van informatie tussen toezichthouders georganiseerd, alsook een gemeenschappelijke aanpak aanbevolen over een aantal interpretatievragen: zie: CESR, "*CESR Level 3 Guidelines on MiFID Transaction reporting*", CESR/07-301.

¹⁷⁹ Zie het Verslag aan de Koning bij het KB van 3 juni 2007, B.S. 18 juni 2007, 32944-32945.

¹⁸⁰ Zie: C. SIMONET, "Les nouvelles obligations de publication et reporting des transactions: la pratique par l'exemple", *Bank- en Financieuzen*, 2007, 443-448.

¹⁸¹ Tijdens de onderhandelingen van de richtlijn werden dergelijke verplichtingen, behalve door enkele lidstaten, als voorbarig beschouwd, mede omwille van de omstandigheid dat op de obligatiemarkten voornamelijk professionele beleggers actief zijn. Er is wel een bepaling in MiFID die de Europese Commissie opdraagt een verslag te maken over deze problematiek (zie artikel 65, lid 1, van MiFID). De Commissie heeft deze werkzaamheden reeds aangevat en heeft o.m. het advies van CESR hierover bekomen (zie *CESR's response to the Commission on non-equities transparency*, CESR/07-284b). Zie ook het gedetailleerde advies van *ESME (European Securities Markets Experts)* aan de Commissie. In haar verslag van 3 april 2008 besluit de Commissie dat er in dit stadium geen reden is tot uitbreiding van de transparantievereisten tot andere financiële instrumenten (zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_reports_en.htm). Er kan worden opgemerkt dat in de VS er wel *post trade* transparantie voor obligaties van toepassing is (zie: het zogenaamde *TRACE*-systeem).

¹⁸² Italië en Denemarken hebben daarentegen wel een ruimer transparantieregime ingevoerd.



financiële instrumenten die uitsluitend tot een MTF zijn toegelaten. Er zijn echter een aantal landen (zoals het VK¹⁸³ en België¹⁸⁴) die voor aandelen die uitsluitend tot een MTF zijn toegelaten, het nuttig hebben geacht om een minimum van transparantie op te leggen. Dergelijke verplichting past binnen de vereiste dat de marktregels van elke MTF een billijke en ordelijke handel moeten waarborgen¹⁸⁵.

54. De richtlijn erkent dat er omstandigheden zijn waar vrijstellingen van *pre trade* transparantie of uitstel van *post trade* transparantie nodig kan zijn. Zoals hierna toegelicht, preciseert de Verordening die omstandigheden, waarbij een evenwicht wordt gezocht tussen enerzijds een hoog niveau van transparantie en anderzijds de zorg dat de liquiditeit op de markt niet in gedrang komt als een ongewild gevolg van de verplichting om gegevens publiek te maken waardoor risicoposities kenbaar worden.

C. *Pre trade* transparantie

a. *Pre trade* transparantie voor gereguleerde markten en MTF's

55. De *pre trade* transparantieregels zijn gelijklopend voor gereguleerde markten en MTF's.

Het beginsel is dat gereguleerde markten en MTF's actuele bied- en laatprijzen en de diepte van de markt tegen deze prijzen openbaar dienen te maken¹⁸⁶. De Verordening bepaalt ter zake de nadere regels, o.m. in functie van het gebruikte handelssysteem¹⁸⁷. De voornaamste door de Verordening geregelde systemen met de daarbij horende publicatieplicht zijn:

- de continue veilingen (orderboek): publicatie vereist van het geaggregeerde aantal orders en het daarmee overeenkomende geaggregeerde aantal aandelen op elk koersniveau voor de beste vijf bied- en laatkoersen;

¹⁸³ Zie FSA, *Implementing MiFID for firms and markets*, 2006, 87.

¹⁸⁴ Zie artikel 40, derde lid, van het KB 3 juni 2007. Krachtens deze bepaling moeten de marktregels van MTF's voorzien in passende vereisten inzake de bekendmaking tegen redelijke commerciële voorwaarden van marktinformatie van zowel vóór als na de handel, betreffende transacties in aandelen uitsluitend verhandeld op een MTF. Deze regel kan verschillend worden ingevuld naargelang het type MTF, rekening houdend met de aard van de deelnemers aan de markt.

¹⁸⁵ Zie het Verslag aan de Koning bij het KB van 3 juni 2007, *B.S.* 18 juni 2007, 32944-32945.

¹⁸⁶ Artikelen 29, § 1, en 44, § 1, van MiFID en artikel 33, § 1, van het KB van 3 juni 2007. De MiFID-tekst verwijst naar de door de markten of MTF's via hun systemen meegeede informatie. Dit dient niet zo te worden gelezen als zou enkel de informatie geïnterpreteerd zijn die de betrokken markten of MTF's effectief affichereren. CESR die oorspronkelijk deze laatste lezing verdedigde, heeft uiteindelijk gekozen voor de ruimere lezing die toelaat aan de markten of MTF's op te leggen welke informatie ze dienen publiek te maken. Deze wending wordt in het advies aan de Commissie als volgt toegelicht: "*CESR did in the beginning of its work approach the implementing measures for art. 29 and 44 of MiFID as a requirement to make public pre-trade information advertised through the system of the RM or the MTF as referring only to the information RM/MTF actually advertised through their system or rules. Following consultation with the Commission and within CESR, the approach has been changed to take into account what type and amount of pre-trade information in general RM and MTF's should advertise through their system and make public.*" (CESR/05-290b, 52).

¹⁸⁷ Artikel 17 van de Verordening.



- de prijsgedreven handelssystemen: publicatie vereist van de beste (bindende) bied- en laatkoers van elke *market maker* samen met de volumes die bij deze koersen horen.

56. De MiFID-richtlijn en de Verordening bepalen een aantal gevallen waarin de bevoegde autoriteiten ontheffingen kunnen verlenen van de verplichting tot *pre trade* transparantie¹⁸⁸.

De eerste vrijstelling van informatie over orders betreft bloktransacties, d.w.z. transacties die een bepaalde drempel overschrijden. Deze vrijstelling is gerechtvaardigd door de omstandigheid dat vanaf een bepaalde drempel de bekendmaking van de order de uitvoeringskost ervan hoger kan maken dan wanneer de transactie onderhands kan worden afgesloten¹⁸⁹. De Verordening¹⁹⁰ definieert de drempels voor een bloktransactie op vrij eenvoudige wijze: forfaitaire bedragen (van 50.000 tot 500.000 EUR) worden bepaald voor vijf categorieën van aandelen, naargelang de gemiddelde dagomzet in de aandelen¹⁹¹. In de praktijk stelt men vast dat er een stijgende belangstelling is bij de marktexploitanten om platformen voor dergelijke bloktransacties te organiseren. Een groeiend aantal Europese exploitanten onderzoekt immers de mogelijkheid om zogenaamde "*dark liquidity pools*" aan te bieden waar grote pakketten kunnen worden verhandeld¹⁹². *Dark liquidity pools* laten institutionele beleggers toe om grote blokken te verhandelen zonder ongunstige prijssimpact. In de VS verloopt reeds een aanzienlijk volume van de aandelentransacties over dergelijke bloktransactiefaciliteiten. Dankzij de MiFID-liberalisering en de technologische ontwikkelingen mag men ook in Europa een vergelijkbare evolutie verwachten.

MiFID voorziet voorts in andere vrijstellingsgevallen van *pre trade* transparantie zelfs al gaat het niet om bloktransacties. Gemeenschappelijke noemer van die vrijstellingen is dat het gaat om gevallen waarbij de bekendmaking van de orders nauwelijks zou bijdragen tot de informatie die de markt reeds bezit over de handelsoportunities. Een eerste voorbeeld daarvan zijn zogenaamde *crossing*-systemen, die door gereguleerde markten of MTF's worden uitgevaat. Dit zijn systemen die gebaseerd zijn op een handelsmethode waarbij de prijs wordt bepaald op grond van een door een ander systeem gegenereerde referentieprijs, waarbij deze referentieprijs op ruime schaal wordt bekendgemaakt en door marktdeelnemers doorgaans als een betrouwbare referentieprijs wordt beschouwd¹⁹³. Een ander voorbeeld zijn de onderhandse transacties die naderhand aan een gereguleerde markt of MTF worden gemeld en daar worden geformaliseerd¹⁹⁴. Dergelijke onderhandse transacties zullen in beginsel slechts van een vrijstelling genieten als ze zich binnen een bepaalde prijsvork situeren¹⁹⁵.

¹⁸⁸ De Belgische regelgeving heeft dit opgevat als een mogelijkheid voor de CBFA om te weigeren dat een bepaald systeem zich op een vrijstelling beroept. Er is m.a.w. niet telkens een individuele beslissing nodig van de toezichthouder wanneer een systeem beantwoordt aan één van de in Verordening beschreven vrijstellingsgevallen (zie artikel 33, § 2, van het KB van 3 juni 2007).

¹⁸⁹ *CESR/05-290b*, 53.

¹⁹⁰ Artikel 20 en tabel 2 van bijlage II van de Verordening.

¹⁹¹ Voor een aandeel met een gemiddelde dagomzet vanaf 1 miljoen tot 25 miljoen EUR zal er bv. sprake zijn van een bloktransacties vanaf 250.000 EUR.

¹⁹² NYSE Euronext heeft aangekondigd samen met een aantal beleggingsbanken een joint venture "*Smart Pool*" te zullen oprichten die een MTF zou uitbaten voor "*block trades*". Andere initiatieven (o.m. van Virt-x) zullen volgen: zie *Financial Times*, "*Exchanges appear ready to go over to the dark side*", 9 januari 2008.

¹⁹³ Artikel 18, § 1, (a), van de Verordening.

¹⁹⁴ Artikel 18, § 1, (b), (i), van de Verordening. Zie ook, *supra*, nr. 27.

¹⁹⁵ Ze moeten inzonderheid worden verricht tegen een koers die gelijk is aan de onder- of bovengrens van of valt binnen de actuele volumegevoegene *spread* zoals die blijkt uit het orderboek of de koersen van de *marketmakers* van de gereguleerde markt of de MTF die de betrokken bilaterale transacties formaliseert. Voor bepaalde

b. *Pre trade* transparantie voor systematische internaliseerders¹⁹⁶

57. De omvang van de *pre trade* transparantie in hoofde van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die cliëntenorders buiten een gereguleerde markt of MTF uitvoeren, was één van de meest gedebatteerde onderdelen van de MiFID. Volgens een eerste strekking was het noodzakelijk om transacties buiten gereguleerde markten en MTF's aan zo ruim mogelijke transparantie te onderwerpen om te vermijden dat aldus informatie over handelsmogelijkheden aan de markt zou worden onttrokken en de prijsvorming minder efficiënt zou verlopen. Volgens een andere strekking zou *pre trade* transparantie voor dergelijke transacties de betrokken bemiddelaars en hun cliënten nadeel toebrengen, vermits dit zou leiden tot hogere transactiekosten en mogelijk geringere liquiditeit.

Uiteindelijk werd een compromis bereikt, waarbij aan bemiddelaars die systematisch internaliseren, onder bepaalde voorwaarden, de verplichting wordt opgelegd om bindende koersen publiek te maken tegen dewelke ze bereid zijn orders uit te voeren. De modaliteiten van deze prijsaffichageverplichting beogen de mogelijk ongewenste gevolgen van deze verplichting in te perken. Aldus wordt een evenwicht bereikt tussen enerzijds de doelstellingen van transparantie en *level playing field* en anderzijds de omstandigheid dat de internaliseerders hun eigen kapitaal inzetten wanneer ze deze dienst verstrekken¹⁹⁷.

58. Artikel 27 van MiFID bepaalt dat beleggingsondernemingen of kredietinstellingen een bindende koers openbaar moeten maken in de tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten aandelen die zij systematisch intern afhandelen en waarvoor een liquide markt bestaat. Deze verplichting geldt niet voor elke bemiddelaar die orders internaliseert, maar uitsluitend voor zij die op zodanig structurele wijze cliëntenorders buiten een gereguleerde markt of MTF uitvoeren door zich tegenpartij te stellen dat ze aan de hierboven toegelichte omschrijving van een systematische internaliseerder beantwoorden. Door het toepassingsgebied *ratione personae* op die wijze te beperken, beoogt de richtlijn enkel die bemiddelaars te viseren die rechtstreeks met gereguleerde markten en MTF's concurreren door transacties tegen hun eigen boek uit te voeren.

59. Voornoemde verplichting geldt bovendien enkel voor liquide aandelen. Voor illiquide aandelen werd een prijsaffichageplicht te risicovol beschouwd, vermits het onzeker was of de betrokken bemiddelaars hun posities in een krappe markt konden afwikkelen. In het geval van dergelijk niet-liquide aandelen dienen bemiddelaars met systematische interne afhandeling enkel op verzoek koersen aan hun cliënten bekend te maken¹⁹⁸. De Verordening preciseert objectieve criteria om te bepalen welke aandelen liquide worden geacht. Het gaat om aandelen (i) die dagelijks worden verhandeld, (ii) waarvan de kapitalisatie van de vrij verhandelbare aandelen ("*free float*") niet kleiner is dan 500 miljoen EUR en (iii) met een minimum aantal dagelijkse transacties (niet minder dan 500) of een gemiddelde dagomzet

transacties is er geen prijsvork: het gaat om transacties die plaatsvinden tegen voorwaarden andere dan de actuele marktprijs. Hierdoor worden voornamelijk transacties bedoeld afgesloten tegen een "*volume weighted average price*" (zogenaamde "*VWAP*"-transacties).

¹⁹⁶ A. CAPARROS, "Understanding the new regime for internalisation of order flow in Europe", *Euredia*, 2004, 269-283, J. KONDGEN en E. THYSSEN, "Internalisation under the MiFID: regulatory overreaching or landmark in investor protection", G. FERRARINI en E. WYMEERSCH (ed.), *Investor Protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford, 2006, 271-296.

¹⁹⁷ Commission, *Background note, Draft Regulation*, 9.

¹⁹⁸ Voor een kritische beoordeling van deze beperking, zie: C. D'HONT en J.-R. GIRAUD, "*MiFID: the (in)famous European Directive*", EDHEC, 2007, 31 p.

van minimum 2 miljoen EUR. De lidstaten verkregen een optie om deze twee laatste criteria cumulatief op te leggen, wat er kan toe leiden dat het aantal liquide aandelen lager kan uitvallen¹⁹⁹. De Verordening bevat nog een bijkomende discretie die kleine lidstaten toestaat om een minimum aantal liquide aandelen te specificeren, zonder dat dit minimumaantal groter mag zijn dan 5²⁰⁰.

De beperking tot liquide aandelen is in de praktijk uiterst belangrijk. Van de 7.130 aandelen die tot een gereguleerde markt zijn toegelaten zijn er op grond van de richtlijncriteria een 900-tal liquide aandelen. Hiervan zijn er 26 aandelen waarvoor België de meest relevante markt is²⁰¹. De lijst van liquide aandelen wordt continu bijgehouden door CESR zodanig dat de bemiddelaars die zich voornemen aandelen systematisch te internaliseren, weten voor welke aandelen er een verplichting bestaat om een prijs te afficheren. De systematische internaliseerders kunnen de lijst van de liquide aandelen waarvoor zij wensen te internaliseren vrij kiezen en dienen deze publiek te maken.

60. De richtlijn erkent op meerdere vlakken de risico's die voortvloeien uit de plicht een bindende prijs te afficheren, inzonderheid voor omvangrijke transacties²⁰². In de eerste plaats gelden de bepalingen van MiFID inzake *pre trade* transparantie enkel voor bemiddelaars met systematische interne afhandeling bij hun transacties met een transactieomvang tot de standaardmarktomvang. M.a.w. voor aandelen waarvoor een bemiddelaar verschillende transacties verricht die nu eens hoger dan weer lager zijn dan de standaardtransactieomvang zal de regel van een bindende vooraf geafficheerde prijs enkel gelden voor transacties in dat aandeel met een geringer volume dan de standaardmarktomvang en niet voor de transacties boven de standaardmarktomvang. Voor die aandelen waarin een bemiddelaar uitsluitend boven de standaardmarktomvang handelt, geldt de transparantieregeling helemaal niet. Beleggingsondernemingen of banken met systematische interne afhandeling kunnen voorts vrij bepalen bij welke hoeveelheid of hoeveelheden zij een koers vermelden. Voor een gegeven aandeel omvat elke koers, naar keuze van de internaliseerder, een bindende bieden/of laatprijs, resp. vaste bied- en/of laatprijzen voor een transactieomvang die kan oplopen tot de standaardmarktomvang voor de aandelenklasse waartoe het aandeel behoort. Het element "standaardmarktomvang" vormt aldus een belangrijk element bij de afbakening van de verplichtingen van de internaliseerders. Voor de bepaling van de standaardmarktomvang voor liquide aandelen verdeelt de Verordening deze aandelen onder in klassen, op basis van de gemiddelde waarde van de uitgevoerde orders²⁰³. Aan elke klasse correspondeert een standaardmarktomvang die aanvangt met 7.500 EUR voor de aandelenklasse met een gemiddelde transactiewaarde tot 10.000 EUR. Er is geen maximum standaardmarktomvang bepaald; in de praktijk loopt die op tot 80.000 EUR. De Belgische liquide aandelen hebben

¹⁹⁹ Op de website van CESR is een overzicht te vinden van het gebruik van deze optie (Artikel 22, lid 2, van de Verordening). België heeft deze optie niet gebruikt. In het Verslag aan de Koning bij het KB van 3 juni 2007 wordt gepreciseerd dat er in de Belgische context geen omstandigheden zijn die het gebruik van deze optie rechtvaardigen (*B.S.* van 18 juni 2007, 32942). Aldus wordt een zo ruim mogelijke transparantie gewaarborgd. Indien gekozen was voor een cumulatieve toepassing van de criteria zou het aantal liquide aandelen lager zijn geweest omwille van het criterium van het aantal transacties: een aantal aandelen hebben wel een omzet van meer dan 2 miljoen EUR maar worden minder dan 500 keer per dag verhandeld. Er kan worden aangestipt dat het fenomeen van de gegroepeerde transacties een belangrijke impact kan hebben op het aantal transacties.

²⁰⁰ Het risico bestond dat omwille van de weerhouden criteria de kleine lidstaten geen liquide aandelen zouden hebben waarvoor transparantievereisten gelden.

²⁰¹ Deze lijst is geldig van 1 april 2008 tot 31 maart 2009 (zie de volledige lijst op : <http://mifidatabase.cesr.eu>).

²⁰² Artikel 27, lid 1, van MiFID.

²⁰³ Artikel 23 en tabel 3 van bijlage II van de Verordening.



een standaardmarktomvang van 7.500 EUR (12 aandelen), 15.000 EUR (12 aandelen) of 25.000 EUR (2 aandelen).

61. De te afficheren prijzen hebben als voornaamste kenmerken:

- ze dienen de heersende marktsituatie voor het aandeel in kwestie weer te geven, d.w.z. ze moeten dicht in de buurt liggen van vergelijkbare koersen voor hetzelfde aandeel op andere handelsplatforms;
- ze dienen regelmatig en doorlopend openbaar gemaakt te worden gedurende de normale handelstijd; ze mogen te allen tijde aangepast worden en onder uitzonderlijke marktomstandigheden ingetrokken worden en
- de gegeven prijzen zijn bindend en er is in beginsel geen prijsverbetering mogelijk, d.w.z. internaliseerders moeten de orders die zij van hun niet-professionele cliënten²⁰⁴ ontvangen met betrekking tot de aandelen die zij systematisch intern afhandelen, uitvoeren tegen de op het tijdstip van ontvangst van de order afgegeven prijzen²⁰⁵.

62. Andere risicobeperkende maatregelen voor de activiteit van internalisatie houden verband met de toegang tot de prijzen. Internaliseerders mogen op basis van hun commerciële beleid en op objectieve, niet-discriminerende wijze bepalen aan welke beleggers zij toegang tot hun koersen verlenen en met wie ze dus bereid zijn te handelen. Op basis van commerciële overwegingen zoals de kredietwaardigheid van de belegger en het tegenpartijrisico kunnen internaliseerders weigeren om met beleggers zakelijke betrekkingen aan te gaan of deze betrekkingen verbreken. Om het risico van veelvuldige transacties met *dezelfde* cliënt te begrenzen, mogen zij het aantal transacties dat zij bereid zijn met die cliënt tegen de openbaar gemaakte voorwaarden te verrichten op niet-discriminerende wijze beperken. Ook mogen zij het totale aantal transacties met *verschillende* cliënten op hetzelfde tijdstip beperken, maar uitsluitend wanneer het aantal en/of het volume van de door cliënten gewenste orders de norm aanzienlijk overschrijdt.

c. Bekendmaking van limietorders

63. Het gebruik van limietorders²⁰⁶ in een aantal lidstaten heeft de Europese instellingen ertoe aangezet om aandacht te besteden aan maatregelen die de uitvoering van dit type orders vergemakkelijken. Daartoe voorziet artikel 22, lid 2, van MiFID in een regel die wordt voorgesteld als een regel inzake de verwerking van orders, maar die in wezen een transparantiereguleering is²⁰⁷. Dit artikel bepaalt dat ingeval een limietorder onder de heersende marktomstandigheden niet onmiddellijk wordt uitgevoerd, de beleggingsonderneming of bank maatregelen moet nemen om tot een zo spoedig mogelijke uitvoering van die order bij te dragen door de bewuste limietorder van de cliënt onmiddellijk op zodanige wijze openbaar te maken dat andere marktdeelnemers daar makkelijk toegang toe kunnen krijgen. De transparantie van de order zal in het voordeel van de cliënt zijn, vermits ze bijkomende

²⁰⁴ Prijsverbetering t.a.v. de geafficheerde koers is wel mogelijk voor professionele cliënten, inzonderheid wanneer het order meer dan 7.500 EUR bedraagt.

²⁰⁵ Het verbod tot prijsverbetering beoogt de representativiteit van de gegeven koersen: de vrees bestond dat internaliseerders te ruime *spreads* zouden hanteren als prijsverbetering mogelijk was.

²⁰⁶ Limietorders kenmerken zich door een prijslimiet (artikel 4, 1), 16, van MiFID).

²⁰⁷ Deze bepaling is omgezet door artikel 37, eerste lid, van het KB van 3 juni 2007.



mogelijkheden op uitvoering biedt. Ook de prijsvorming op de markt is gediend met de publicatie, vermits aldus de in de limietorder vervatte prijsinformatie voor alle marktdeelnemers beschikbaar wordt.

Aansluitend bij een optie in de richtlijn, bepaalt het KB van 3 juni 2007 dat een bemiddelaar deze verplichting heeft nageleefd door de limietorder van de cliënt aan een gereglementeerde markt en/of een MTF door te geven²⁰⁸. De Verordening preciseert de voorwaarden waaronder een gereglementeerde markt of een MTF hiervoor in aanmerking komt: een onderneming wordt geacht een niet onmiddellijk uitvoerbaar limietorder van een cliënt openbaar te hebben gemaakt wanneer zij de order doorgeeft aan een gereglementeerde markt of een MTF die een op een orderboek gebaseerd handelssysteem exploiteert, dan wel ervoor zorgt dat de order openbaar wordt gemaakt en gemakkelijk kan worden uitgevoerd zodra de marktomstandigheden dat mogelijk maken. Dergelijke systemen laten immers toe dat orders, wanneer de marktomstandigheden het toelaten, zullen worden uitgevoerd.

Er dient te worden vermeld dat deze publicatie slechts plaatsvindt als de cliënt geen andere instructie heeft gegeven. De bevoegde autoriteiten kunnen ook orders van aanzienlijke omvang²⁰⁹ ontheffen van de verplichting tot openbaarmaking²¹⁰.

D. *Post trade* transparantie

a. *Post trade* transparantie voor gereglementeerde ondernemingen, MTF's en beleggingsondernemingen

64. Het toepassingsgebied *ratione personae* van de regels inzake *post trade* transparantie is alomvattend. Gereglementeerde markten, MTF's, beleggingsondernemingen en kredietinstellingen dienen gegevens bekend te maken over de afgesloten transacties in aandelen die tot een gereglementeerde markt zijn toegelaten. De gereglementeerde markten en de MTF's dienen de prijs, de omvang en het tijdstip van de via hun systemen uitgevoerde transacties openbaar te maken²¹¹. De beleggingsondernemingen en de kredietinstellingen die al dan niet als systematische internaliseerder, buiten een gereglementeerde markt of een MTF - hetzij voor eigen rekening, hetzij voor rekening van cliënten - transacties verrichten, dienen eveneens de details van deze transacties openbaar te maken²¹². De Verordening preciseert de draagwijdte van deze verplichtingen²¹³.

De bijzonderheden van al deze transacties moeten openbaar gemaakt worden tegen redelijke commerciële voorwaarden²¹⁴ en binnen een tijdsspanne die real time zo dicht mogelijk

²⁰⁸ Zie artikel 37, tweede lid, van het KB van 3 juni 2007.

²⁰⁹ De definitie van artikel 20 van de Verordening is van toepassing (zie hiervoor, nr. 56).

²¹⁰ Gebruikmakend van deze optie bepaalt artikel 37, derde lid, van het KB van 3 juni 2007 dat beleggingsondernemingen en kredietinstellingen zijn ontheven van de publicatieverplichting, wanneer het gaat om een limietorder die van aanzienlijke omvang is in verhouding tot de normale marktomvang overeenkomstig de desbetreffende regels van artikel 20 van de verordening, behoudens andersluidende beslissing van de CBFA.

²¹¹ Artikelen 30 en 45 van MiFID en artikel 35 van het KB van 3 juni 2007.

²¹² Artikel 28 van de MiFID en artikel 36 van het KB van 3 juni 2007.

²¹³ Artikelen 27 en 28 van Verordening. Deze bepalingen verduidelijken o.m. wie bij een buitenbeurstransactie instaat voor de publicatie.

²¹⁴ Dit belet niet dat de verstrekkers van *post trade* informatie verschillende niveau's van prijsinformatie voorzien en hiervoor verschillende tarief toepassen.



benadert en, voor transacties tijdens de handelsuren, steeds binnen de drie minuten na de betrokken transactie²¹⁵.

b. Uitstel van publicatie

65. De richtlijn biedt de mogelijkheid dat bloktransacties met vertraging mogen bekend gemaakt worden²¹⁶. Aldus erkent de richtlijn dat beleggingsondernemingen en kredietinstellingen, die voor hun cliënten liquiditeit verstrekken voor grote transacties, in de mogelijkheid moeten zijn om hun daaruit voortvloeiende positie in de markt af te wikkelen zonder een aanzienlijke marktimpact te veroorzaken. Dit wordt aanzien als een noodzakelijke bescherming om een activiteit die bijdraagt tot de globale marktliquiditeit te faciliteren. Er kan enkel van uitgestelde bekendmaking gebruik worden gemaakt, wanneer de onderneming zelf met cliënten handelt²¹⁷, vermits er anders geen sprake is van een dienst van liquiditeitsverschaffing die het uitstel van bekendmaking rechtvaardigt²¹⁸. De Verordening bepaalt de termijnen voor deze uitgestelde publicatie²¹⁹. De aandelen worden daartoe onderverdeeld in klassen op basis van hun gemiddelde dagelijkse omzet. De uitsteltermijn wordt afhankelijk gemaakt van de omvang van de transactie in vergelijking met de gemiddelde dagelijkse omzet in het betrokken aandeel en kan liggen tussen 60 minuten en, bij zeer grote transacties, 3 dagen.

E. Gemeenschappelijke bepalingen

66. Het transparantieregime van MiFID zou zijn doelstellingen inzake prijsvorming, beleggersbescherming en vermindering van marktfragmentatie niet bereiken, als het niet zou worden ondersteund door een robuust publicatieregime dat de marktdeelnemers toelaat om de bekend gemaakte informatie optimaal te gebruiken. Krachtens de richtlijn kan de vóór en na de handel te verstrekken informatie, naar keuze van de betrokken entiteit, via verschillende kanalen voor beleggers openbaar worden gemaakt: dit kan via de systemen van gereguleerde markten, via *data vendors*, of via eigen systemen. De Verordening schrijft voor dat deze openbaarmaking van informatie aan een aantal kwaliteitsvereisten dient te voldoen. Zo dienen redelijke maatregelen getroffen te worden die waarborgen dat de openbaar te maken informatie betrouwbaar is, voortdurend op fouten wordt gecontroleerd en wordt gecorrigeerd zodra fouten worden ontdekt.

67. Om een efficiënte prijsvorming te bewerkstelligen en om bij te dragen tot de effectieve nakoming van de verplichtingen inzake "optimale uitvoering" dient de via verschillende kanalen bekendgemaakte marktinformatie bovendien samengebracht te worden op een wijze die prijsvergelijking toelaat. De Europese regelgevers achtten het niet wenselijk deze consolidatie van overheidswege te organiseren, er op vertrouwend dat marktinitiatieven daartoe het voortouw zouden nemen. De lidstaten werden er wel toe aangezet om de

²¹⁵ Artikel 29, lid 2, van de Verordening. De openbaarmaking van de informatie mag alleen dicht bij de maximumgrens van drie minuten plaatsvinden in uitzonderlijke gevallen waarin de beschikbare systemen geen openbaarmaking binnen een kortere tijdsspanne mogelijk maken (overweging 18 van de Verordening).

²¹⁶ Artikelen 28, lid 2, 30, lid 2 en 45, lid 2 van MiFID. Artikelen 35, § 2 en 36, derde lid, van het KB van 3 juni 2007 hebben van deze mogelijkheid gebruik gemaakt.

²¹⁷ Artikel 28 van de Verordening.

²¹⁸ Zie in die zin: het advies van CESR aan de Commissie (CESR, 05-290b, 77).

²¹⁹ Tabel 4 van bijlage 2 van de Verordening.



bestaande belemmeringen voor deze consolidatie op Europees niveau weg te nemen²²⁰. De Verordening schrijft in dit verband voor dat de wijze van bekendmaking van de marktinformatie de samenvoeging van de gegevens met soortgelijke gegevens uit andere bronnen dient te vergemakkelijken. In het verlengde hiervan heeft CESR een aantal voorstellen geformuleerd om de hinderpalen tot de consolidatie van de marktinformatie te verminderen²²¹.

68. De MiFID-bepalingen inzake marktdata hebben in de praktijk veel aandacht gekregen²²². MiFID zorgt immers voor een open architectuur inzake datadistributie, waar voorheen de traditionele beurzen op dit domein een dominerende rol speelden²²³. Een aantal marktdeelnemers hebben onmiddellijk na de inwerkingtreding van MiFID initiatieven inzake datapublicatie genomen zodat grotere concurrentie op dit gebied een realiteit is. In dit verband kan inzonderheid worden verwezen naar het *Markit BOAT*-project dat in november 2007 te Londen werd gestart. Dit initiatief biedt een platform aan voor de ontvangst, validatie en bekendmaking van koersen of van transacties afgesloten buiten gereguleerde markten (*OTC pre en post trade* transparantie). *Markit Boat* stond begin 2008 al in voor de bekendmaking van een kwart van de Europese aandelenhandel.

V. *Best execution* en de financiële markten²²⁴

69. De MiFID-regels inzake *best execution* bepalen een overkoepelende standaard voor beleggingsondernemingen en kredietinstellingen bij de uitvoering van orders van cliënten²²⁵. Artikel 28, § 1, van de wet van 2 augustus 2002 bepaalt dat deze bemiddelaars alle redelijke maatregelen moeten nemen om het best mogelijke resultaat voor hun cliënten te behalen.

Hierbij dienen ze rekening te houden met de prijs, de kosten, de snelheid, de waarschijnlijkheid van uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard en alle andere voor de uitvoering van de order relevante aspecten. Voor de gewone belegger is de “totale

²²⁰ Considerans 34 van MiFID.

²²¹ CESR, *CESR's level 3 guidelines and recommendations on publication and consolidation of market data*, CESR/07-043.

²²² Zie K. LANNOO, “*Financial market data and MiFID*”, ECMI Policy Brief, 2007, 1-5.

²²³ De verkoop van marktdata maakt voor vele beurzen een belangrijke inkomstenstroom uit. Naar verwachting zullen de cliënten van deze beurzen op prijsdalingen aandringen, wanneer de aangeboden data minder omvattend worden (N. COHEN, “Exchanges set to lose out on data sales”, *Financial Times*, 25 februari 2008).

²²⁴ CESR, “*Best execution under MiFID: Questions & Answers*”, CESR/07-320, 26 p. en C. VERIS, “Optimale uitvoering (“Best execution”) en verwerking van orders: evolutie of revolutie”, *Bank- en Financiewezens*, 2007, 429-442.

²²⁵ Artikel 21 van MiFID betreft de bemiddelaars die orders uitvoeren: zie in dit verband artikel 28 van de wet van 2 augustus 2002, als gewijzigd door het KB van 27 april 2007, alsook de artikelen 24 en 26 van het KB van 3 juni 2007. Artikel 45 van de uitvoeringsrichtlijn preciseert de regels voor de bemiddelaars die orders ontvangen en doorgeven alsook voor vermogensbeheerders: zie artikel 25 van het KB van 3 juni 2007. Er dient te worden vermeld dat met de omzetting van MiFID de vroegere regeling vervat in artikel 36 van de wet van 6 april 1995 werd opgeheven (over dit artikel, zie o.m. G. VERHOEVEN, “Transacties in financiële instrumenten” in *Commentaar Financieel Recht*, Antwerpen, Kluwer, 1998). Hiermee werd ook het vermoeden opgeheven dat een bemiddelaar conform het belang van zijn cliënt had gehandeld door de transacties op een gereguleerde markt uit te voeren (artikel 36, § 3). Oorspronkelijk was voorzien dat artikel 36 zou worden vervangen door de gedragsregels vervat in het artikel 26 van de wet van 2 augustus 2002 (over dit aspect van de wet van 2 augustus 2002, zie: L. VAN BEVER, “Gedragsregels voor financiële tussenpersonen, herbekeken in het licht van ISD 2 (2004)”, in *Financiële wetgeving: de tussenstand 2004*, (ed.) J. Ronse Instituut, Kalmthout, Biblo, 2005, 226-319). De bepalingen van dit laatste artikel traden evenwel nooit in werking en werden integraal vervangen bij de omzetting van MiFID.



tegenprestatie” (prijs en kosten) het belangrijkste element in functie waarvan het best mogelijke resultaat dient te worden behaald. Wanneer een door een belegger gegeven specifiek order wordt uitgevoerd, wordt de bemiddelaar geacht zijn verplichtingen inzake "optimale uitvoering" te zijn nagekomen²²⁶.

De verplichting geldt telkens bemiddelaars voor rekening van cliënten handelen en ze in een positie zijn om beslissingen te treffen die een impact hebben op zijn belangen²²⁷.

Uit de bewoording van de regel volgt dat het gaat om een middelenverbintenis. Artikel 28, § 1, bepaalt ook dat de er in vervatte verplichting wordt vervuld wanneer een aantal schikkingen worden getroffen die worden gepreciseerd in artikel 28, §§ 2 tot 6. De *best execution*-plicht is derhalve opgevat als een door bemiddelaars na te leven proces. Zoals andere bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen valt deze verplichting binnen het handhavingsbereik van de toezichthouder²²⁸.

Deze regel draagt zowel bij tot de beleggersbescherming als tot de marktefficiëntie door er voor te zorgen dat bemiddelaars de plaatsen van uitvoering zullen kiezen die het meest geschikt lijken om *best execution* te realiseren.

70. Centraal in de MiFID-benadering van *best execution* staat de verplichting voor de bemiddelaars om een beleid inzake orderuitvoering vast te stellen en toe te passen dat hen in staat stelt om voor de orders van hun cliënten het best mogelijke resultaat te behalen. De bemiddelaars die orders uitvoeren, dienen vooraf de instemming van hun cliënten met dat orderuitvoeringsbeleid te verkrijgen. Hoewel MiFID elke centralisatieverplichting heeft gebannen, schrijft de richtlijn het uitdrukkelijk akkoord van de cliënt voor, wanneer het orderuitvoeringsbeleid voorziet in de mogelijkheid om orders buiten een gereguleerde markt of een MTF uit te voeren²²⁹. Deze bepaling viseert in het bijzonder de praktijk van internalisatie van orders door beleggingsondernemingen of kredietinstellingen. Vermits deze praktijk nieuw is en mogelijk belangenconflicten inhoudt, wou de richtlijn er zich van verzekeren dat de cliënten met kennis van zaken handelen²³⁰. Een echte hinderpaal voor buitenbeursactiviteiten kan dit niet worden genoemd, vermits de bemiddelaar deze toestemming kan verkrijgen naar zijn keuze met betrekking tot afzonderlijke transacties of in de vorm van een algemene overeenkomst.

71. De richtlijn bepaalt niet hoeveel plaatsen van uitvoering een bemiddelaar dient te gebruiken voor de uitvoering van orders. MiFID bepaalt dat het orderuitvoeringsbeleid van elke bemiddelaar informatie moet omvatten over de verschillende plaatsen waar de bemiddelaar de orders van zijn cliënten uitvoert en de factoren die de keuze van de plaats

²²⁶ De bemiddelaar mag zijn cliënt vragen een keuze te maken tussen twee of meer specifieke handelsplatformen, mits deze platformen stroken met het uitvoeringsbeleid van de onderneming (overweging 68 bij de uitvoeringsrichtlijn van de Commissie).

²²⁷ Over de reikwijdte van de "best execution", o.m. in dealer-markten, zie: Europese Commissie, "Response to CESR questions on scope", bijlage aan CESR, "Best execution under MiFID. Questions and Answers", CESR/07-320. Zie in dit verband ook: K. BROEKHUIZEN en L. SILVERENTAND, "Best execution ingevolge de MiFID", *FR*, 2008, 39-41.

²²⁸ Artikel 57, § 1, van de bankwet van 22 maart 1993 en artikel 104, § 4, van de wet van 6 april 1995. Het Verslag aan de Koning bij het KB van 27 april 2007 verwijst in dit verband naar de richtlijnbeepaling (artikel 8, d)) die voorschrijft dat de vergunning van de gereguleerde onderneming kan worden ingetrokken bij systematische niet-naleving van een bedrijfsuitoefeningsvoorwaarde, waaronder de gedragsregels (*B.S.* van 31 mei 2007, 29300).

²²⁹ Het uitdrukkelijk akkoord van de belegger kan niet stilzwijgend worden bekomen (over de draagwijdte van dit begrip, zie: CESR, "Best execution under MiFID: Questions & Answers, CESR/07-320, Q. 21.)

²³⁰ M. VALENTZA, *o.c.*, nr. 251.



van uitvoering beïnvloeden. Dit beleid omvat ten minste de plaatsen van uitvoering die de bemiddelaar in staat stellen om consistent het best mogelijke resultaat voor de uitvoering van orders van cliënten te behalen. Een bemiddelaar kan er voor kiezen om de orders zelf uit te voeren of om een andere bemiddelaar te gebruiken voor uitvoeringsdiensten. Wanneer een bemiddelaar zelf de orders uitvoert, zal deze mogelijk slechts één plaats van uitvoering gebruiken, maar de conformiteit met MiFID van deze handelswijze zal van de specifieke omstandigheden (bv. type cliënten of type instrumenten) afhangen²³¹. Dezelfde redenering geldt wanneer een bemiddelaar de orders niet zelf uitvoert, maar deze overmaakt aan een andere bemiddelaar voor uitvoering. De conformiteit met MiFID van deze handelswijze zal opnieuw afhangen van de concrete omstandigheden.

Een en ander is bovendien sterk evolutief. Elke bemiddelaar dient immers zijn beleid te evalueren telkens wanneer zich een wezenlijke verandering voordoet in de mogelijkheden van de bemiddelaar om steeds het best mogelijke resultaat te behalen bij de uitvoering van orders van zijn cliënten op de plaatsen van uitvoering die in zijn uitvoeringsbeleid zijn opgenomen²³². Naar verwachting zal de concurrentie tussen de beursplatformen toenemen en naarmate verschillende plaatsen van uitvoering meer liquiditeit aantrekken, zal het moeilijker worden voor de bemiddelaars om hun orders slechts op één enkele plaats uit te voeren en toch nog hun reglementaire verplichtingen na te komen²³³. Een belangrijk element is dat de bemiddelaars niet mogen discrimineren tussen de handelsplatformen door provisies aan te rekenen die niet zijn gebaseerd op reële kostenverschillen bij de uitvoering van orders op die platformen²³⁴.

72. Uit wat voorafgaat, blijkt dat de *best execution*-verplichting in belangrijke mate bijdraagt tot de marktefficiëntie²³⁵. De verplichting is immers het instrument waardoor de marktinformatie, die conform het MiFID-transparantieregime publiek is gemaakt, de beleggingsbeslissingen van de marktdeelnemers beïnvloedt. Dit wordt in de hand gewerkt door de technologische marktevoluties waaronder de beschikbaarheid op de markt van zogenaamde “*smart order routing*”-systemen die de bemiddelaars kunnen gebruiken om de prijzen te volgen op de verschillende platformen waarop eenzelfde instrument wordt

²³¹ Considerans 66 van de uitvoeringsrichtlijn maakt duidelijk dat een bemiddelaar niet verplicht is in zijn uitvoeringsbeleid alle beschikbare plaatsen van uitvoering op te nemen. CESR preciseert in dit verband het volgende: "*MiFID does not prohibit firms from selecting only one execution venue if the firm can show that by doing so it is able to obtain the best possible result on a consistent basis. For example, there may be circumstances where a particular execution venue will deliver the best possible result on a consistent basis for a given subset of the execution policy, or where the costs of including more than one venue in the execution policy (to the extent that such costs would be passed on to clients) would outweigh any price improvement to be gained by doing so (considered over a reasonable time frame). In such circumstances, it may be reasonable for the firm to include only one venue in its execution policy.*", CESR, *Best execution under MiFID, Questions and answers*, nr. 8.2.

²³² Artikel 46, lid 1, van de uitvoeringsrichtlijn. Zie artikel 26, § 1, van het KB van 3 juni 2007. Nadere toelichting kan worden gevonden in: CESR, "*Best execution under MiFID: Questions & Answers*, CESR/07-320, Q 23.

²³³ Europese Commissie, *Your questions on MiFID*, Question 12 (beschikbaar op de website van de Commissie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/questions/index_en.htm).

²³⁴ Artikel 24, § 4, van het KB van 3 juni 2007. Deze bepaling zet niet alleen artikel 44, lid 4, van de uitvoeringsrichtlijn om, maar herneemt bovendien in de tekst van het besluit zelf de in considerans 73 bij de uitvoeringsrichtlijn vervatte preciseringen.

²³⁵ De Europese Commissie verwoordt haar verwachtingen in de toelichting bij de uitvoeringsrichtlijn als volgt: "*Trade should be driven to those venues that can consistently provide the highest quality results, and the best execution obligation ensures that firms are not able to ignore such venues.*", Europese Commissie, *Background Note, Draft Commission Directive*, 25. Zie ook: J.-R. GIRAUD en C. D'HONDT, "*MiFID. Convergence towards a unified European capital markets industry*", Londen, Risk Books, 2006, 147.



verhandeld²³⁶. Dergelijke systemen vergemakkelijken de taak van de *traders* om de *best execution*-verplichting na te leven. Men mag ook verwachten dat de professionele beleggers (de "*buy side*") die zelf "*best execution*" verplichtingen hebben t.a.v. hun cliënten sterke druk zullen uitoefenen om het best mogelijke resultaat te verkrijgen vanwege de bemiddelaars die hun orders uitvoeren²³⁷. Ze kunnen daartoe o.m. het uitvoeringsbeleid van concurrerende bemiddelaars vergelijken.

73. De beleggers krijgen op grond van MiFID een bijkomend instrument om de behartiging van hun belangen na te gaan. Een uitdrukkelijke bepaling schrijft immers voor dat bemiddelaars hun cliënten desgevraagd moeten kunnen aantonen dat zij hun orders hebben uitgevoerd in overeenstemming met het orderuitvoeringsbeleid van de bemiddelaar²³⁸. Alhoewel deze regel is opgevat als een door de toezichthouder administratief te handhaven bedrijfsuitoefeningsvoorwaarde, valt te verwachten dat de erin opgenomen verplichting aan beleggers een belangrijk wapen geeft, ook in de situatie waar een privaat geschil voorligt. De wijze waarop de bewijsverplichting is geformuleerd, geeft bijkomend gewicht aan de inhoud van het uitvoeringsbeleid. De nieuwe regel preciseert immers duidelijk dat de bemiddelaar wordt afgerekend op zijn beleid. Dit strookt met een welbegrepen invulling van de "*best execution*"-plicht. Deze verplichting impliceert niet dat de bemiddelaar verplicht is om het best mogelijke resultaat te behalen voor elk individueel order²³⁹. De *best execution*-plicht houdt wel in dat de bemiddelaar zijn uitvoeringsbeleid op elk order toepast met het oog op het behalen van het best mogelijke resultaat in overeenstemming met dit uitvoeringsbeleid²⁴⁰.

VI. Conclusie

74. De Europese financiële markten evolueren, mede dankzij de invoering van de euro en de technologische innovaties, enorm snel. De marktondernemingen die gereguleerde markten organiseren, hebben zich omgevormd van ledenassociaties tot private ondernemingen. De grensoverschrijdende consolidatie van de marktondernemingen neemt toe. De internationalisering van de op de gereguleerde markten uitgevoerde transacties gaat in stijgende lijn. De grenzen tussen de actoren op de financiële markten (beurzen en bemiddelaars) vervagen.

75. De Europese instellingen bieden met de MiFID een Europees antwoord op deze evoluties. De richtlijn schept een structureel kader voor de ontwikkeling van liquide en geïntegreerde Europese financiële markten. De erin vervatte liberaliseringsmaatregelen (in het bijzonder de opheffing van de centralisatieverplichting) scheppen samen met de herregulering van de diverse handelssystemen een effen speelveld voor een grotere concurrentie op het vlak van de uitvoering van beursorders. Tevens wordt de basis gelegd voor stabiele financiële markten die

²³⁶ In haar toelichting bij het richtlijnvoorstel wees de Europese Commissie er op dat de *best execution* ertoe zal "bijdragen dat liquiditeit naar de meeste efficiënte handelsplatforms vloeit. Momenteel is de liquiditeit in Europa nog zeer stroperig en concentreert zij zich vooral op de markt van de eerste notering — zelfs wanneer er reden is om aan te nemen dat alternatieve platforms wellicht betere prijzen bieden", Europese Commissie, Toelichting, Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereguleerde markten, *PB C 71 E*, 25 maart 2003, 73.

²³⁷ A. KIRBY, "Best execution", in: *The future of investing in Europe's markets after MiFID*, (ed.) C. SKINNER, Chichester, John Wiley & Sons, 2007, 31-63.

²³⁸ Artikel 21, lid 5, van MiFID. Zie ook artikel 28, § 5, van de wet van 2 augustus 2002.

²³⁹ CESR, "*Best execution under MiFID: Questions & Answers*", *l.c.*, nr. 3.3.

²⁴⁰ Zie ook considerans 66 bij de uitvoeringsrichtlijn, hernomen in het Verslag aan de Koning bij het KB van 3 juni 2007, *B.S.* van 18 juni 2007, 32939.



over een duurzame liquiditeit beschikken en bestand zijn tegen schokken en onrustige marktomstandigheden. De richtlijn dient trouwens samen te worden gelezen met de andere Europese maatregelen die de financiële markten aanbelangen zoals de prospectusrichtlijn, de transparantierichtlijn, de IFRS-Verordening en de marktmisbruikrichtlijn. Met dit geheel van Europese regels beschikt de Europese Unie over een modern regelgevend apparaat voor de financiële markten – het recht van de financiële markten - dat als een model in de wereld kan dienen. Het gebruik van uitvoeringsmaatregelen - die volgens een efficiënte procedure door de Europese Commissie kunnen worden aangenomen - laat toe de MiFID, samen met de andere richtlijnen van het Lamfalussy-type, vlot bij te sturen wanneer dit nodig is omwille van marktfalen of andere evoluties op de financiële markten.

76. De omzetting van de richtlijn is voorts een bijkomende katalysator geweest voor nieuwe marktinitiatieven. Beleggingsondernemingen en kredietinstellingen richten handelsplatformen op die op het terrein komen van de traditionele beurzen. Ze beconcurreren deze beurzen ook door zich via eigen systemen tegenpartij te stellen voor cliëntenorders. De gevestigde beurzen spelen op het nieuwe kader in met technologische verbeteringen en met verdere diversificatie van de producten en diensten. De beleggers plukken de vruchten van deze concurrentie door lagere kosten en een betere orderkwaliteit. Professionele beleggers zoals vermogensbeheerders zien er op toe dat hun bemiddelaars effectief "*best execution*" afleveren. Marktkrachten zullen er naar verwachting toe leiden dat de meest succesvolle platformen overleven, de transactiekosten afnemen en de nadelige fragmentatie van de liquiditeit wordt ingeperkt²⁴¹. De concurrentie breidt zich van de beurstransacties tevens uit tot het domein van de verzameling en distributie van de marktgegevens, waar nieuwe markspelers actief zijn geworden. De MiFID-regels inzake de diensten van *clearing* en *settlement* zijn door de industrie op vrijwillige basis vervolledigd met nadere afspraken over de toegang tot de infrastructuren die instaan voor die diensten. Aldus wordt over de gehele transactieketting meer concurrentie mogelijk, wat opnieuw de beleggers zal ten goede komen. Op langere termijn staat een verdere consolidatie van de infrastructuren die instaan voor verhandeling en afwikkeling in de sterren geschreven. Mits er een voldoende concurrentie gewaarborgd blijft en de toegang van bemiddelaars en emittenten tot aan hun behoeften beantwoordende markten verzekerd blijft, lijkt deze evolutie in het belang van de gehele Europese economie. De bijdrage van MiFID tot deze evolutie dient dan ook te worden verwelkomd.

²⁴¹ Dit belet sommigen niet te waarschuwen voor de mogelijke negatieve gevolgen van de marktfragmentatie: de gefragmenteerde liquiditeit zou kunnen leiden tot een minder efficiënte markt en stijgende transactiekosten (zie de bedenkingen van de Voorzitter van de Londense beurs: C. FURSE, "*Why stock exchanges matter*", Speech at the 2007 FESE Convention, Brussels, 11 p., beschikbaar op www.fese.eu).

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.