

## De MiFID en haar implementatie in de Nederlandse wetgeving

### Inleiding

De richtlijn markten voor financiële instrumenten<sup>1</sup> (*Markets in Financial Instruments Directive* of MiFID) beoogt de voorschriften voor vergunninghoudende banken en beleggingsondernemingen deels te harmoniseren en de mogelijkheden voor grensoverschrijdende dienstverlening te bevorderen. Bovendien is door het toenemende aantal beleggers dat actief is op de financiële markten en de grote variëteit aan producten de roep om bescherming van beleggers groter geworden. De richtlijn beleggingsdiensten<sup>2</sup> (*Investment Services Directive* of ISD) – de voorganger van de MiFID – is door de komst van de MiFID komen te vervallen. Inmiddels is het wetsvoorstel ter implementatie van de MiFID naar de Tweede Kamer gezonden en het wachten is nu op de uitvoeringsbesluiten.

Hierna volgt een overzicht van enkele belangrijke wijzigingen als gevolg van de MiFID. Allereerst zal de stand van zaken worden besproken, vervolgens komen de nieuwe soorten handelsplatformen aan de orde, daarna zal worden ingegaan op de cliëntclassificatie, en tot slot zullen de belangrijkste organisatorische eisen voor beleggingsondernemingen worden behandeld.

### Stand van zaken

Op 25 juni 2007 is het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn markten voor financiële instrumenten naar de Tweede Kamer gezonden (hierna: het Wetsvoorstel). Het voorstel wijzigt de Wet op het financieel toezicht (Wft). Er wordt naar gestreefd de implementatiewetgeving op 1 november 2007 in werking te laten treden.<sup>3</sup> Dit is een goed moment om te kijken wat de gevolgen van de MiFID voor Nederlandse financiële instellingen en hun cliënten zullen zijn.

Het doel van de MiFID is onder meer het bevorderen van grensoverschrijdende dienstverlening en het beschermen van de belangen van beleggers door een meer efficiënte en geïntegreerde Europese markt voor beleggingsdiensten en -activiteiten. De onderwerpen die door de MiFID geregeld worden, zijn onder te verdelen in: (1) organisatievereisten (gedragsregels en registratieregels), (2) cliëntregels (gedragsregels, ken uw cliënt, informatieverstrekking en cliëntclassificatie), en (3) ordermanagement (best execution en transparantie voor en na de handel). De gevolgen zullen onder meer zichtbaar zijn in een toenemende concurrentie tussen de verschillende soorten handelsplatformen en in de relatie tussen de beleggingsonderneming en de cliënt.

---

1. Richtlijn nr. 2004/39/EG van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële markten, PbEU 2004, L 145, p. 1-44.  
2. Richtlijn nr. 93/22/EG.  
3. Bron: <www.afm.nl>.

De MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn hadden uiterlijk op 31 januari 2007 geïmplementeerd moeten zijn.<sup>4</sup> Nederland heeft deze termijn echter niet gehaald. De Europese Commissie heeft daarom op 27 juni 2007 Nederland en 23 andere lidstaten formeel verzocht, als bedoeld in artikel 226 van het EG-Verdrag, om de MiFID en de Uitvoeringsrichtlijn in nationaal recht om te zetten. De MiFID, de Uitvoeringsrichtlijn en de Uitvoeringsverordening zijn al in werking getreden en moeten vanaf 1 november 2007 worden toegepast. De Uitvoeringsrichtlijn zal vanaf 1 november 2007 rechtstreekse werking hebben.<sup>5</sup> Op sommige punten is er nog mogelijkheid voor de lidstaten om aanvullende regels te stellen. Dit leidt uiteraard tot grote onzekerheid voor financiële instellingen, temeer daar de uitvoeringsmaatregelen nog niet bekendgemaakt zijn.

De meest in het oog springende veranderingen zijn de invoering van de controle op de zogenoemde multilaterale handelsfaciliteiten (*multilateral trading facilities* of MTF's) en beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling. Deze soorten van handelsplatformen zullen aan transparantie- en best-executioneisen moeten voldoen. Daarnaast zijn de invoering van transparantieverplichtingen (zowel voor als na de handel), de 'best execution' en de cliëntclassificatie belangrijke gevolgen van de MiFID.

Als gevolg van de invoering van de MiFID zal de definitie van beleggingsdienst en beleggingsactiviteit worden verruimd. Door deze verruiming zullen de volgende nieuwe typen beleggingsondernemingen ontstaan:<sup>6</sup>

- ondernemingen die een MTF exploiteren (naar verwachting ten hoogste vijf in Nederland);
- beleggingsondernemingen die beleggingsadvies geven, wat tot nu toe een nevendienst is onder de richtlijn beleggingsdiensten (naar verwachting twintig in Nederland). Deze beleggingsondernemingen zijn ook nu al gereguleerd onder de Wft;
- ondernemingen die beleggingsdiensten en -activiteiten verrichten in de 'nieuwe' financiële instrumenten (naar verwachting verwaarloosbaar);<sup>7</sup> en
- beleggingsondernemingen met systematische interne afhandeling (naar verwachting twee in Nederland).<sup>8</sup>

Het Europese paspoort zal ook op deze beleggingsondernemingen betrekking hebben, waardoor zij in heel Europa hun activiteiten kunnen verrichten.

4. Art. 70 MiFID juncto art. 1 (5) van Richtlijn nr. 2006/31/EG van het Europees Parlement en de Raad van 5 april 2006 tot wijziging van Richtlijn nr. 2004/39/EG betreffende markten voor financiële instrumenten, met betrekking tot bepaalde termijnen, PbEU 2006, L 114.

5. De uitvoeringsmaatregelen zijn neergelegd in Richtlijn nr. 2006/73/EG, PbEU 2006, L 241, p. 28-56 en Verordening (EG) nr. 1287/2006, PbEU 2006, L 241, p. 1-25.

6. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 31.

7. Bijlage I deel C onder 6, 8, 9 en 10 MiFID zijn nieuwe financiële instrumenten.

8. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 32 e.v.

## Handelsplatformen

De MiFID introduceert twee nieuwe vormen van handelsplatformen. Naast de gereglementeerde markt is er nu de MTF en de beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling. Om concurrentie mogelijk te maken zijn alle handelsplatformen verplicht om doorlopend de aandelenkoersen openbaar te maken en zij moeten zich houden aan de transparantieverplichtingen voor en na de handel om beleggers de mogelijkheid te geven de prijzen te vergelijken.<sup>9</sup> Bovendien kan een exploitant die financiële instrumenten<sup>10</sup> wil gaan verhandelen, een gereglementeerde markt of een MTF gaan exploiteren.

### *Gereglementeerde markt*

Voor een gereglementeerde markt zijn de veranderingen het minst ingrijpend. Allereerst valt op dat het systeem van beurserkenningen van artikel 5:26 Wft verdwijnt en dat overgestapt wordt op een vergunningenstelsel. Bovendien zijn ook de transparantieverplichtingen, zowel voor als na de handel, op een gereglementeerde markt van toepassing.

### *Multilateral Trading Facilities*

Het exploiteren van een MTF wordt als een beleggingsactiviteit aangemerkt;<sup>11</sup> een MTF is dus geen beurs. De activiteit wordt uitgevoerd door een beleggingsonderneming, die daardoor vergunningplichtig is, dient te beschikken over, en moet voldoen aan de doorlopende eisen die op beleggingsondernemingen van toepassing zijn. De eisen met betrekking tot betrouwbaarheid en deskundigheid zijn daarmee van overeenkomstige toepassing op de bestuurders van de exploitant van de MTF, evenals de regels met betrekking tot de interne organisatie. Bovendien kan de exploitant van een MTF ook door middel van het 'Europees paspoort', dat aan een dergelijke vergunning is verbonden,<sup>12</sup> zijn diensten in een andere lidstaat aanbieden. Verder is de exploitant verplicht te voldoen aan de transparantieverplichtingen en de verplichtingen om gegevens over transacties openbaar te maken.

### *Systematische interne afhandeling*

Er is sprake van een systeem van systematische interne afhandeling als (1) de activiteit een wezenlijke, zakelijke rol speelt en wordt verricht volgens niet-discretionaire regels, (2) de activiteit door personeel of door middel van een geautomatiseerd technisch systeem voor dat doel wordt verricht, en (3) de activiteit doorlopend en op regelmatige basis beschikbaar is voor cliënten. Systematische interne afhandeling is niet aan een afzonderlijke vergunningplicht gebonden, maar moet wel worden gemeld aan de toezichthouder, aldus artikel 2:99 lid 3a en 4:26 lid 2a

9. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 2, p. 35 e.v.

10. Voor de definitie van financieel instrument wordt verwezen naar Bijlage 1, deel C van MiFID.

11. Bijlage I, deel A, onderdeel 8 MiFID.

12. C.M. Grundmann-van de Krol, Uitvoeringsmaatregelen MiFID vastgesteld, Ondernemingsrecht 2006-15.

van het Wetsvoorstel. Bovendien is voor het uitvoeren van transacties buiten een gereglementeerde markt of MTF de uitdrukkelijke toestemming van de cliënt vereist. Het voor eigen rekening handelen en voor rekening van cliënten handelen, hetgeen onlosmakelijk verbonden is met het systematisch intern afhandelen van orders, is wel vergunningplichtig.<sup>13</sup>

### Cliëntclassificatie

Op grond van de MiFID zijn beleggingsondernemingen verplicht hun cliënten in categorieën in te delen. Er bestaan drie verschillende categorieën: (1) in aanmerking komende tegenpartijen, (2) professionele beleggers, en (3) niet-professionele beleggers.<sup>14</sup>

#### *In aanmerking komende tegenpartij*

De eerste categorie, de in aanmerking komende tegenpartij, geniet het laagste niveau van bescherming. De regels met betrekking tot informatieverplichtingen en best execution zoals die geformuleerd zijn in artikel 19 resp. 21 van de MiFID zijn niet van toepassing op de relatie tussen een beleggingsonderneming en een in aanmerking komende tegenpartij. Onder andere beleggingsondernemingen, verzekeraars, pensioenfondsen en instellingen voor collectieve belegging in effecten kunnen een in aanmerking komende tegenpartij zijn. De meeste professionele beleggers worden automatisch als in aanmerking komende tegenpartij aangemerkt.<sup>15</sup> Op de relatie met een in aanmerking komende tegenpartij is een aantal verplichtingen uit de Wft niet van toepassing.<sup>16</sup> Er bestaat enige onduidelijkheid over de vraag of dit lage niveau van bescherming geldt voor alle diensten die verricht worden ten behoeve van in aanmerking komende tegenpartijen of slechts voor het uitvoeren of doorgeven van orders of het verrichten van rechtstreeks daarmee samenhangende nevendiensten.<sup>17</sup>

#### *Professionele cliënt*

De tweede categorie is de professionele cliënt. Dit zijn alle cliënten die genoemd worden in Bijlage II deel I van de MiFID. Op de professionele cliënt zijn de gedragsregels en best execution-regels wel van toepassing, maar de beleggingsonderneming mag veronderstellen dat de professionele belegger beschikt over de nodige kennis en ervaring om de risico's van een belegging in te zien en dat de cliënt in staat is de verliezen te dragen, aldus artikel 35 lid 2 van de Uitvoeringsrichtlijn. Wel moet worden gekeken of de transactie binnen de beleggingsdoelstellingen van de cliënt

past.<sup>18</sup> Een beleggingsonderneming mag op grond van artikel 71 lid 6 van de MiFID bestaande professionele cliënten overigens als zodanig blijven beschouwen, mits dit op grond van een adequate beoordeling geschiedt.

#### *Niet-professionele cliënt*

De laatste categorie is de niet-professionele cliënt. Hieronder valt alles wat niet als in aanmerking komende tegenpartij of professionele cliënt kan worden beschouwd. Deze categorie cliënten geniet de hoogste graad van bescherming.

#### *Opt-in en opt-out*

In de richtlijn is gekozen voor een opt-in- en opt-out-mogelijkheid, hetgeen inhoudt dat de cliënt kan verzoeken om te worden ingedeeld in een andere categorie, in het algemeen, per transactie of per soort financieel product. Indeling in een andere categorie kan ook plaatsvinden op initiatief van de beleggingsonderneming, aldus de artikelen 29 en 30 van de Uitvoeringsrichtlijn. Een niet-professionele cliënt moet wel aan bepaalde – kwalitatieve en kwantitatieve – voorwaarden voldoen om als professionele cliënt aangemerkt te mogen worden.<sup>19</sup> Ook als een niet-professionele belegger wordt aangemerkt als professioneel, mag de beleggingsonderneming niet veronderstellen dat het niveau van de marktkennis en van de ervaring even hoog is als bij een professionele cliënt.

Artikel 28 van de Uitvoeringsrichtlijn schrijft voor dat beleggingsondernemingen hun cliënten op de hoogte stellen van een wijziging van hun classificatie. De cliënt moet uitdrukkelijk schriftelijk worden gewaarschuwd voor het verlies aan bescherming als gevolg van de andere classificatie. In een schriftelijke overeenkomst, die los moet staan van de overeenkomst tussen cliënt en onderneming, moet de cliënt bevestigen dat hij zich bewust is van de gevolgen van het verlies aan bescherming.

Met name voor beleggingsondernemingen die zich richten op meerdere soorten beleggers, zal de verplichting tot cliëntclassificatie grote gevolgen hebben. Hoewel een beleggingsonderneming op grond van artikel 4:18a van het Wetsvoorstel verplicht is de cliënt te wijzen op de mogelijkheid om anders te worden geclassificeerd, kunnen beleggingsondernemingen, ter beperking van de lasten, aangeven dat zij een verzoek tot wijziging van de categorie-indeling niet zullen honoreren.<sup>20</sup> Bovendien mogen beleggingsondernemingen op eigen initiatief een cliënt in een andere categorie met een hoger beschermingsniveau indelen en alle cliënten bijvoorbeeld als niet-professionele cliënt classificeren, aldus artikel 28 lid 3 van de Uitvoeringsrichtlijn.

13. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 7.

14. Dreimüller onderscheidt vier categorieën in: B.C. Dreimüller, MiFID en het 'know your customer'-beginsel: De huidige zorgplicht gaat te ver!, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2007, p. 62-72.

15. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 23.

16. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 23.

17. K.W.H. Broekhuizen & L.J. Silverentand, Ken uw cliënt, cliëntenclassificatie en de MiFID, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2006, p. 276-285 en Dreimüller 2007, p. 62-72.

18. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 23.

19. Bijlage II deel II MiFID en artikel 4:18c van het Wetsvoorstel.

20. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 43 e.v.

## Organisatorische eisen en best execution

### *Organisatie*

Alle informatie, inclusief reclame-uitingen, die door of namens een beleggingsonderneming wordt verstrekt, dient correct, duidelijk en niet misleidend te zijn.<sup>21</sup> Deze informatie bestaat uit gegevens over de beleggingsonderneming en haar diensten, de aard en de risico's van de financiële instrumenten, de plaats van uitvoering, de kosten en lasten van de aangeboden beleggingsdienst en de voorgestelde beleggingsstrategieën.

Een beleggingsonderneming is bovendien verplicht de gegevens over transacties bij de bevoegde autoriteit te melden. Deze verplichting rust krachtens artikel 4:90e van het Wetsvoorstel op de beleggingsonderneming, de namens de beleggingsonderneming handelende derde, de gereglementeerde markt, de MTF of een door de Autoriteit Financiële Markten goedgekeurd systeem voor matching of melding van orders. Uitgezonderd van de meldingsplicht zijn effectenfinancieringstransacties, de uitoefening van opties en gedekte warrants, en transacties op de primaire financiële markt (aandelen in vennootschappen en daarmee vergelijkbare waardepapieren, en obligaties en andere schuldinstrumenten en certificaten daarvan), aldus artikel 5 van de Uitvoeringsverordening.

### *Best execution*

De optimale uitvoering van een transactie wordt op grond van artikel 44 van de Uitvoeringsrichtlijn beoordeeld aan de hand van de volgende factoren:

- de kenmerken van de cliënt, waaronder de categorië-indeling;
- de kenmerken van de order;
- de kenmerken van het financiële instrument; en
- de kenmerken van de plaats van uitvoering (gereglementeerde markt, MTF, beleggingsonderneming met systematische interne afhandeling, marketmaker of andere plaats van uitvoering).

Het best mogelijke te behalen resultaat voor de cliënt hangt bovendien af van het relatieve gewicht van de prijs, kosten, snelheid, waarschijnlijkheid van de uitvoering en afwikkeling, de omvang, de aard van de transactie en eventuele andere relevante aspecten, aldus artikel 21 van de MiFID.

De verplichting dat een beleggingsonderneming zich op een eerlijke en billijke wijze dient in te zetten voor de belangen van haar cliënten en de integriteit van de markt, bestaat al in Nederland (zie art. 84 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft jo. art. 6:11 Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft). De MiFID geeft een nadere invulling aan dit principe en werkt de regels vrij gedetailleerd uit. Eigenlijk is op het moment

in Nederland de prijs het enige criterium voor het bepalen van het best mogelijke resultaat.<sup>22</sup> Voor de niet-professionele cliënt zijn de prijs en kosten de belangrijkste factoren. Andere aspecten mogen slechts voorrang krijgen indien dit leidt tot het best mogelijke resultaat, gelet op de totale tegenprestatie.<sup>23</sup> De best execution-verplichting geldt ook voor professionele beleggers; onder de huidige regeling is dit alleen voor niet-professionele beleggers opgenomen.

Ten behoeve van de best execution stellen beleggingsondernemingen een uitvoeringsbeleid vast. De cliënt wordt op de hoogte gesteld van het gewicht van de verschillende criteria, de mogelijke plaatsen van uitvoering en het feit dat specifieke instructies van de cliënt de best execution in de weg kunnen staan. Indien een beleggingsonderneming gebruikmaakt van meer dan één platform waar de order uitgevoerd kan worden, moeten ook de kosten van de eigen provisie en vergoeding worden meegewogen in de analyse van wat de best mogelijke uitkomst is. De achterliggende gedachte is dat de verschillende plaatsen van uitvoering met elkaar vergeleken kunnen worden en dat de concurrentie tussen de verschillende handelsplatformen daarmee mogelijk wordt gemaakt.

De concurrentie zal moeten zorgen voor een grotere en meer efficiënte markt door innovatie en lagere transactiekosten. Toch bestaat het risico van slechtere prijsvorming als gevolg van de verspreiding van de orders. Om die reden zijn de transparantieplichtingen voor en na de handel opgenomen en de verplichting tot best execution, die bovendien is uitgebreid tot professionele beleggers.

### *Ken uw cliënt*

Het 'know your customer'-principe uit artikel 19 lid 5 van de MiFID houdt in dat beleggingsondernemingen verplicht zijn een cliënt te beoordelen aan de hand van zijn beleggingsdoelstellingen, zijn kennis en ervaring en de financiële situatie om te bepalen of een bepaalde dienst of een bepaald financieel instrument geschikt is voor de cliënt. Transacties met in aanmerking komende tegenpartijen zijn uitgezonderd van deze plicht.<sup>24</sup> Als de beleggingsonderneming van oordeel is dat het product of de dienst niet geschikt is, moet zij de cliënt waarschuwen. Dit kan leiden tot een negatief advies of zelfs tot het niet uitvoeren van de beleggingsdienst. Voor execution only is onder bepaalde voorwaarden een uitzondering gemaakt in artikel 19 lid 6 MiFID.

In de Wft is een vergelijkbare verplichting opgenomen. Een beleggingsonderneming moet informatie inwinnen over onder meer de financiële positie, de beleggingserva-

22. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p 22.

23. Overweging 67 van de Uitvoeringsrichtlijn.

24. Art. 24 MiFID en Broekhuizen & Silverentand 2006, p. 276-285.

21. Art. 19 lid 2 MiFID en Kamerstukken II 2006/2007, 31 086, nr. 3, p. 21.

---

ring, beleggingsdoelstellingen, de kennis en de risicobereidheid van de cliënt.

### **Slotopmerkingen**

De MiFID zal grote gevolgen hebben voor Nederlandse beleggingsondernemingen. Zij zullen gebonden zijn aan nieuwe gedragsregels, en met name de regels op het gebied van cliëntclassificatie en best execution zullen als gevolg hebben dat de interne organisatie van de beleggingsondernemingen ingrijpende veranderingen zal moeten ondergaan. De tijd om deze veranderingen door te voeren is al aan de korte kant. Het wetsvoorstel dat op 25 juni 2007 is ingediend bij de Tweede Kamer, bijna vijf maanden nadat de MiFID omgezet had moeten zijn in nationale regelgeving, verschaft meer duidelijkheid over de omvang van de veranderingen. De markt wacht alleen nog op de komst van de uitwerking van enkele onderwerpen, waaronder de verplichte aansluiting bij een geschilleninstantie en de verplichte cliëntovereenkomst bij beleggingsadvies. Deze aanvullende regels zullen worden opgesteld bij AMvB's, maar zolang de tekst hiervan nog niet beschikbaar is, zullen Nederlandse beleggingsondernemingen de voorbereidingen op de MiFID niet kunnen afronden. Het verdient aanbeveling om de teksten van de AMvB's zo spoedig mogelijk beschikbaar te stellen.

De implementatie van de MiFID zal weliswaar voor financiële instellingen het nodige werk met zich meebrengen, maar de uniformiteit van de verplichtingen voor beleggingsondernemingen in Europa zal grensoverschrijdende dienstverlening bevorderen.

*Mr. R.W. van Helden  
Stibbe*