

**Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten, en 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**

(2003/C 71 E/07)

COM(2002) 625 def. — 2002/0269(COD)

(Door de Commissie ingediend op 19 november 2002)

**TOELICHTING**

**Voorstel voor een richtlijn betreffende beleggingsdiensten en gereglementeerde markten**

**DEEL I — ACHTERGROND VAN HET VOORSTEL**

**1. Wat is de Richtlijn Beleggingsdiensten?**

De Richtlijn Beleggingsdiensten, die in 1993 werd aangenomen, diende de voorwaarden te scheppen waaronder vergunninghoudende beleggingsondernemingen en banken in andere lidstaten op grond van één enkele vergunning en onder het toezicht van de lidstaat van herkomst specifieke diensten konden verrichten of bijkantoren konden oprichten. De diensten waarvoor overeenkomstig deze RBD een vergunning kon worden verleend omvatten makelarij, handel, individueel portefeuillebeheer, het ontvangen en doorgeven van orders en de overneming en plaatsing van emissies. Bovendien verleende de RBD vergunninghoudende beleggingsondernemingen het recht op rechtstreekse toegang of toegang op afstand tot de handel op beurzen en gereglementeerde markten in andere lidstaten. Om de daadwerkelijke uitoefening van dit recht te ondersteunen werden in de RBD bepaalde kenmerken van wederzijds erkende beurzen gedefinieerd waarbij de exploitatie van deze markten aan bepaalde voorwaarden werd onderworpen. De RBD vormt derhalve het rechtsinstrument waarmee wordt beoogd de vrijheden van het Verdrag ten aanzien van beleggingsdiensten en de georganiseerde handel in financiële instrumenten in praktijk te brengen (zie bijlage 1 voor een uitvoerig overzicht van Richtlijn 93/22/EEG).

**2. Het snel veranderende financiële landschap in Europa**

Marktfinanciering speelt een steeds grotere rol bij de financiering van Europese grote en middelgrote ondernemingen en de allocatie van spaargelden. Ordelijke, transparante en efficiënt gereguleerde financiële markten kunnen de schepping van welvaart in belangrijke mate bevorderen. In Europa wenden bedrijven zich sinds kort tot de financiële markten als alternatief voor financiering via bankleningen: aan het eind van de jaren negentig namen nieuwe emissies sterk in aantal en waarde toe doordat bedrijven op zoek gingen naar goedkope financiering zonder intermediatie om ambitieuze investeringsprojecten te bekostigen. Dit grotere aanbod vond gretig aftrek omdat beleggers meer en meer een beroep deden op investeringen tegen marktvoorwaarden als middel om de naar risico gewogen opbrengst van hun spaargelden te verhogen en pensioenvoorzieningen te financieren.

De recente kentering op de aandelenmarkten doet niets af aan de noodzaak om marktfinanciering te bevorderen. Wel benadrukt zij dat een krachtig wettelijk en regelgevend kader onontbeerlijk is voor het vertrouwen van de beleggers en de liquiditeit evenals voor goed gedijende financiële markten. Financiële markten kunnen perioden van volatiliteit, koerscorrecties onder invloed van de conjunctuur en het slecht presteren van afzonderlijke aandelen overleven. Zij zijn evenwel niet opgewassen tegen het afkalven van het beleggersvertrouwen indien de markten wanordelijk en ondoorzichtig zijn en gevoelig zijn voor marktmisbruik, of indien de tussenpersonen hun fiduciaire verplichtingen jegens de finale beleggers niet nakomen. Het onderhavige voorstel maakt deel uit van een samenhangend programma van wetgevingsmaatregelen om de ontwikkeling van geïntegreerde en efficiënte Europese kapitaalmarkten te bevorderen, terwijl daarnaast evenredige controles en waarborgen worden vastgesteld om uitwassen tegen te gaan en de beleggers te beschermen.

Van de integratie van de aandelen- en obligatiemarkten van de EU kan een aanzienlijke verlaging van de transactiekosten en de financieringskosten van aandelen en obligaties worden verwacht. Uit recent onderzoek blijkt dat de oprichting van geïntegreerde, diepe en liquide aandelen- en obligatiemarkten als zodanig aanzienlijke efficiëntieverbeteringen met zich brengt — zoals een permanente verlaging van de kosten van aandelenkapitaal met 0,5 %, welke leidt tot een toename van de beleggingen, werkgelegenheid (0,5 %) en het BBP (1,1 %). De voordelen van efficiënte kapitaalmarkten zullen nog worden vergroot door het poolen van liquiditeiten en door het aanbod van en de vraag naar financiële instrumenten in geheel Europa op elkaar te laten inwerken. Hierdoor zal de diepte van de markt worden gemaximaliseerd, de volatiliteit van specifieke aandelen worden tegengegaan en zullen de negatieve gevolgen van grote transacties voor de koersen worden beperkt. Wanneer de liquiditeit van blue chips wordt gepoold en er een einde komt aan geografische diversificatiestrategieën, kan kapitaal vrijkomen voor nieuwe emissiemarkten en risicokapitaal. De invoering van de euro heeft de weg reeds geëffend voor een volledige integratie van geldmarktsegmenten voor transacties zonder onderpand en de integratie van de markten voor staatsschulden en schuld papier sterk bevordert. Thans willen de marktdeelnemers deze strategieën op het gebied van handel en portefeuillebeheer uitbreiden tot aandelen transacties en andere markten voor activa. Al deze ontwikkelingen liggen ten grondslag aan de recente krachtige groei van de grensoverschrijdende handel in financiële instrumenten: in de afgelopen vijf jaar zijn grensoverschrijdende aandelen transacties met 20 à 25 % per jaar toegenomen.

Gezien de bijdrage die een concurrerende en flexibele marktfinanciering kan leveren aan groei en werkgelegenheid, heeft de Europese Raad van Lissabon en van Stockholm de integratie van Europese financiële markten bovenaan de agenda van economische hervormingen gezet. Om de voordelen hiervan te benutten moeten de belemmeringen voor beleggingstransacties uit de weg worden geruimd en moet daarnaast een omvattend programma van maatregelen ten uitvoer worden gelegd om de regelgeving van de lidstaten ten aanzien van alle stadia van de handelscyclus op een lijn te brengen: van informatieverplichtingen op het moment van uitgifte, gemeenschappelijke richtsnoeren voor transacties en het gedrag van marktdeelnemers, tot de afhandeling en de openbaarmaking van afgehandelde transacties. Op basis van het Actieplan voor financiële diensten heeft de Commissie een reeks voorstellen voor wetgevingsmaatregelen ingediend die de basis moeten leggen voor een samenhangend regelgevingskader voor geïntegreerde financiële markten. Dit ambitieuze programma van wetgevingsmaatregelen biedt de sleutel tot een omvangrijke en duurzame toename van het werkgelegenheid- en welvaartscheppend potentieel in Europa. Het nieuwe voorstel vormt een integraal onderdeel van dit programma.

### ***Herziening van de RBD en daarmee samenhangende wetgevingsmaatregelen***

Een herziene RBD zal, doordat de voorschriften inzake de handel met of voor rekening van cliënten of voor eigen rekening worden geharmoniseerd en de transparante werking van georganiseerde handelssystemen wordt bevordert, de integratie van secundaire markten voor financiële instrumenten verbeteren. Deze maatregelen zijn weliswaar noodzakelijk, maar vormen geen toereikende voorwaarde om een efficiënte grensoverschrijdende interactie tussen alle potentiële koop- en verkoopintenties in een bepaald instrument tot stand te brengen. In het Actieprogramma voor financiële diensten is een aantal gebieden genoemd waar oplossingen op het niveau van de EU moeten worden gevonden om één enkele financiële markt tot stand te kunnen brengen:

*Voorschriften om de inhoud en de vorm van de informatie die door emittenten moet worden verstrekt, te harmoniseren:* een van de belangrijkste taken van financiële markten is om ervoor te zorgen dat alle beschikbare informatie over een financieel instrument in de prijs daarvan tot uiting komt. Regels over de informatie die door de emittent bij de eerste emissie (prospectus) en permanent bekend moet worden gemaakt, zijn van het grootste belang om ervoor te zorgen dat alle beleggers en handelaars in de EU tot een even weloverwogen inschatting van de waarde van een voorgenomen belegging kunnen komen (zodat zij geen appels met peren vergelijken). Hiertoe is in het kader van het Actieplan een uitgebreid actieprogramma op het gebied van financiële informatie opgezet. Dit programma omvat het voorstel voor een richtlijn inzake het prospectus, werkzaamheden met betrekking tot periodieke verslaglegging (en de afzonderlijke bekendmaking van prijsgevoelige informatie) alsmede de verordening betreffende internationale standaarden voor jaarrekeningen (waarover politieke overeenstemming is bereikt). Ook een gemoderniseerd systeem voor de bekendmaking van informatie over emittenten is van cruciaal belang voor de RBD-doelstelling om geregelmenteerde markten sterker met elkaar te laten concurreren bij het aantrekken van liquiditeiten door de effecten van partnerlanden tot de handel toe te laten zonder dat dit een verdubbeling van de informatieverplichtingen met zich brengt.

*Bescherming van marktintegriteit en voorkoming van marktmisbruik:* in een geïntegreerde financiële markt kan een belegger in de ene lidstaat handelen in effecten die in een tweede lidstaat zijn uitgegeven via de marktsystemen in een derde lidstaat met een tegenpartij die in een vierde lidstaat gevestigd is. Bij een dergelijk scenario is het van vitaal belang om over waterdichte en doeltreffende regelgeving te beschikken om marktmisbruik op te sporen en te bestraffen. Toezichhoudende autoriteiten, marktexploitanten en marktdeelnemers moeten zich strikt aan de regels houden, waakzaam zijn en zonnig efficiënt samenwerken om te voorkomen dat misbruik over de grenzen van de verschillende rechtsgebieden heen het beleggersvertrouwen ondermijnt. De richtlijn Marktmisbruik (waarover binnenkort overeenstemming zal worden bereikt) geeft een duidelijke definitie van verboden gedrag en stelt strenge regels vast om vormen van marktmisbruik in de gehele EU op te sporen en te bestraffen.

*Instellingen voor collectieve beleggingen moeten gebruik kunnen maken van de vrijheden van de interne markt:* instellingen voor collectieve beleggingen hebben zich ontwikkeld tot een krachtig instrument voor het beheer van particuliere spaargelden en de intermediaat op dit gebied. ICBE's hebben momenteel een kapitalisatie van 3 à 4 miljard EUR. De ICBE-richtlijnen, die onlangs zijn goedgekeurd, zullen het regelgevend kader van de interne markt voor beleggingsfondsen en onderlinge fondsen verstevigen, doordat zij het gamma van instrumenten voor collectieve spaargelden waardoor producten over de gehele EU kunnen worden verspreid uitbreiden; daarnaast voorzien zij in de wederzijdse erkenning van de kwalificaties waarover fondsbeheerders moeten beschikken.

*Bevordering van efficiënte en concurrerende clearing en afwikkeling van grensoverschrijdende transacties:* belemmeringen voor de definitieve afhandeling van grensoverschrijdende effectentransacties komen sterker onder de aandacht. Een grote mate van interconnectiviteit tussen de verschillende schakels in de clearing- en afwikkelingsketen is in het grootste belang om beleggers die op een markt in een andere EU-lidstaat een transactie verrichten, in staat te stellen hun eigendomsrechten op die effecten te repatriëren zonder overbodige kosten, vertraging of het risico dat hun transactie mislukt. Het besef groeit dat er legio belemmeringen zijn op wettelijk, fiscaal en regelgevend gebied die een doeltreffende clearing en afwikkeling van grensoverschrijdende transacties in de weg staan. Sommige deelnemers aan het debat waren van mening dat ook verschillende eigendoms- en organisatiestructuren ten aanzien van deze activiteiten strategische obstakels voor een concurrerende clearing en afwikkeling kunnen opleveren. De Commissie heeft onlangs een mededeling gepubliceerd (COM(2002) 257) waarin een aantal strategische richtsnoeren worden geschetst en belanghebbenden worden verzocht een bijdrage te leveren aan het formuleren van beleidsmaatregelen op EU-niveau.

### 3. Waarom is een nieuwe richtlijn nodig?

De bestaande richtlijn vormt niet langer een doeltreffend kader om in de EU grensoverschrijdend beleggingsactiviteiten te verrichten. Zij legt geen duidelijke basisregels vast op grond waarvan concurrentie kan plaatsvinden en handelsinfrastructuren (beurzen en andere handelsplatforms) zich kunnen consolideren. De voornaamste tekortkomingen van de vigerende RBD zijn:

1. De RBD voorziet niet in voldoende harmonisatie om een doeltreffende wederzijdse erkenning van vergunningen voor beleggingsondernemingen mogelijk te maken. Als gevolg hiervan is de effectiviteit van het RBD-paspoort sterk aangetast doordat twee of meer instanties toezicht houden op grensoverschrijdende transacties;
2. De RBD bevat verouderde regels inzake de bescherming van beleggers: de desbetreffende beschermende maatregelen moeten worden geactualiseerd om ook nieuwe bedrijfsmodellen, marktpraktijken en daarmee samenhangende risico's in aanmerking te nemen. De regels ter bescherming van beleggers moeten eveneens worden herzien om ondernemingen die voor rekening van finale beleggers optreden ertoe aan te zetten actief gebruik te maken van nieuwe handelsmogelijkheden om de voor de cliënt gunstigste transactie tot stand te brengen. De concurrentie die hierdoor tussen verschillende plaatsen voor de uitvoering van orders ontstaat, zal veeleer in het voordeel dan in het nadeel van de finale belegger werken;
3. De RBD omvat niet alle diensten ten behoeve van beleggers (b.v. advies, nieuwe distributiekanaalen) of financiële transacties (b.v. goederenderivaten). Sommige van deze werkzaamheden kunnen, indien zij tot de kernactiviteit of tot de regelmatige activiteiten van de onderneming behoren, een concreet risico voor beleggers of voor de efficiëntie/stabiliteit van de markt inhouden; de toepassing van de RBD en daarmee samenhangende voorschriften zou hier uitkomst kunnen bieden.

4. De RBD laat de regelgevings- en mededingingsvraagstukken die ontstaan wanneer beurzen met elkaar en met nieuwe platforms voor de uitvoering van orders beginnen te concurreren, buiten beschouwing. Toen de RBD werd goedgekeurd, was er geen sprake van concurrentie tussen beurzen of handelssystemen. Thans is de concurrentie tussen verschillende methoden voor de uitvoering van orders (beurzen, nieuwe handelssystemen, interne uitvoering van orders door beleggingsondernemingen) de grootste uitdaging op het gebied van regelgeving waarmee de effectentoezichthouders in de EU worden geconfronteerd. De enkele elementaire bepalingen van de RBD inzake gereglementeerde markten bieden geen solide regelgevingskader dat markten en systemen in staat stelt met elkaar te concurreren om liquiditeiten aan te trekken, en dat beleggingsondernemingen de mogelijkheid biedt om, teneinde hun cliënten andere diensten te verlenen, orders buiten de beurs om uit te voeren.
5. De RBD bevat een optionele benadering van de regelgeving inzake marktstructuur die een enorm struikelblok vormt voor de ontwikkeling van een geïntegreerde en concurrerende handelsinfrastructuur. Volgens artikel 14, lid 3 van de richtlijn mogen nationale autoriteiten voorschrijven dat de orders van kleine beleggers uitsluitend op een „gereglementeerde markt” mogen worden uitgevoerd („concentratie-regel”). Een aantal lidstaten hebben van deze optie gebruik gemaakt om de interactie van de orders van kleine beleggers via gecentraliseerde openbare orderboeken die door gereglementeerde markten worden geëxploiteerd, te bevorderen. Andere lidstaten hebben niet voor deze optie gekozen en laten het aan de beleggingsondernemingen zelf over om te bepalen hoe zij hun cliënten een „optimale uitvoering” kunnen waarborgen. Dit heeft geleid tot een grotere diversiteit van methoden voor het uitvoeren van orders in laatstgenoemde landen. Deze fundamentele verschillen ten aanzien van de regulering van de marktstructuur hebben op hun beurt geleid tot discrepanties tussen nationale handelsconventies, voorschriften inzake marktexploitatie, de mogelijkheid van concurrentie tussen platforms voor de uitvoering van orders, en het gedrag van marktdeelnemers. Deze discrepanties vormen een belangrijke belemmering voor grensoverschrijdende transacties en beperken de liquiditeit.
6. De bepalingen van de RBD inzake de aanwijzing van en de samenwerking tussen bevoegde autoriteiten zijn onvoldoende ontwikkeld: de huidige richtlijn is onvoldoende duidelijk met betrekking tot de verdeling van handhavingsbevoegdheden in de lidstaten, en biedt geen solide basis voor grensoverschrijdende samenwerking op toezichtgebied. Een volledig geïntegreerde interne financiële markt vereist dat ongeoorloofd gedrag in de gehele EU even streng wordt vervolgd en bestraft. Een verdere voorwaarde voor een geïntegreerde en ordelijke interne markt is dat er sprake is van voortdurende en rechtstreekse samenwerking en informatie tussen nationale autoriteiten. De bepalingen van de huidige RBD inzake samenwerking bij het toezicht waren bedoeld voor een situatie waarbij een minder intensief gebruik werd gemaakt van de verbindingen tussen nationale financiële markten. Deze mechanismen moeten grondig worden vernieuwd.
7. De bepalingen van de RBD zijn inflexibel en verouderd: de RBD moet worden herschreven omdat de richtlijn geen antwoord biedt op de dringende regelgevingsvraagstukken die als gevolg van de veranderende marktstructuur en nieuwe bedrijfs- en toezichtpraktijken ontstaan. De noodzaak om de RBD te herzien toont aan dat het zinloos is te trachten financiële markten te reguleren door middel van stringente bepalingen in onbuigzame wetgeving. Gezien de positieve reacties van de Europese Raad en het EP op de aanbevelingen van het Comité-Lamfalussy wordt voorgesteld de belangrijkste bepalingen van de richtlijn te wijzigen ten einde de goedkeuring van juridisch bindende uitvoeringsmaatregelen mogelijk te maken via de comitéprocedure. Deze procedure zal in strikte overeenstemming met de interinstitutionele afspraken tussen het Europees Parlement, de Raad en de Commissie worden gehanteerd.

Gezien de omvangrijke tekortkomingen van de bestaande RBD en de noodzaak om de richtlijn ontvankelijker te maken voor structurele veranderingen op de financiële markten van de EU, is de Commissie van oordeel dat het doeltreffender en logischer is de bestaande tekst in zijn geheel te vervangen. Het nieuwe voorstel neemt de bepalingen van de bestaande RBD die waardevol zijn gebleken, over. Het is gebaseerd op de nationale toezicht- en handhavingsstructuren die op grond van de bestaande RBD zijn ontwikkeld. De voorgestelde wijzigingen in de reikwijdte van de richtlijn betreffen veeleer een natuurlijke ontwikkeling dan een radicale verandering. Gehoopt wordt dat, doordat wordt voortgebouwd op de fundamenten die door de bestaande richtlijn zijn gelegd, de omvang van de aanpassingen op wettelijk en institutioneel gebied en ten aanzien van het toezicht die nodig zal zijn om een nieuwe tekst ten uitvoer te leggen, beperkt kunnen blijven.

### ***Een nieuwe aanpak bij het opstellen van financiële regels voor de EU***

Het Actieplan voor financiële diensten vestigde de aandacht op het feit dat het wettelijk kader van de EU inzake effectenmarkten onvoldoende ontwikkeld is, en wees op de omvangrijke gederfde inkomsten als gevolg van de sterke fragmentatie van de EU-regelgeving op het gebied van liquiditeit. In het plan werden een aantal initiatieven voorgesteld om een wettelijk kader te scheppen op grond waarvan het ontstaan van één enkele diepe, liquide financiële markt kon worden bevorderd. Als onderdeel van dit pakket maatregelen publiceerde de Commissie in november 2000 een Groenboek waarin een aantal onderwerpen werden besproken in verband met de werking van de RBD. Naar aanleiding van de 68 reacties op het Groenboek besloot de Commissie dat een grootscheepse herziening van de richtlijn nodig was.

De aanbevelingen van het Comité van wijzen onder voorzitterschap van de heer Lamfalussy, die door de Europese Raad van Stockholm in maart 2001 werden goedgekeurd, hebben grote invloed gehad op dit voorstel:

1. *Raadpleging van marktdeelnemers en belanghebbenden*: sinds de publicatie van het oorspronkelijke Groenboek hebben de diensten van de Commissie de belanghebbenden tot tweemaal toe verzocht om een openhartige en uitvoerige bijdrage te leveren aan een informeel en voorlopig overleg over de inhoud en de vorm van een herziene RBD. Een eerste raadplegingsdocument, waarin mogelijke wijzigingen van de richtlijn uitgebreid waren geschetst, werd in juli 2001 gepubliceerd. Deze voorlopige richtsnoeren werden besproken tijdens een openbare hoorzitting die op 18 en 19 september 2001 in Brussel werd gehouden en waaraan 150 belanghebbenden deelnamen. Er werden 77 reacties op deze raadpleging ontvangen. De antwoorden noopten tot een heroverweging van een aantal belangrijke aspecten van de oorspronkelijke richtsnoeren, die als al te normatief en als nadelig voor de concurrentie en voor innovatie bij het verrichten van diensten op het gebied van de uitvoering van orders werden beschouwd. Daarom publiceerde de Commissie in maart 2002 een grondig herziene reeks richtsnoeren voor de herziening van de RBD. Deze richtsnoeren werden opnieuw (22 april 2002) in een open forum aan een nauwgezet onderzoek onderworpen; hieraan namen meer dan 200 personen deel. Het onderhavige voorstel is opgesteld op basis van de nauwgezette bestudering van de 107 reacties op deze herziene richtsnoeren.
2. *Doeltreffender en marktgevoeliger interne-marktregels*: het Comité Lamfalussy bepleitte een stelselmatig en rationeel onderscheid tussen overkoepelende beginselen die via EU-richtlijnen moeten worden geharmoniseerd en uniforme, juridisch bindende maar aanpasbare uitvoeringsmaatregelen die via de comitéprocedure moeten worden vastgesteld. Binnen deze opzet stelt het Europees Comité voor het Effectenbedrijf, in het licht van de reacties op openbare raadplegingen, gedetailleerd technisch advies op wanneer de Commissie hem zulks opdraagt. Deze tweeledige structuur voor de wetgeving op het gebied van effecten werd voorgesteld om de duurzaamheid van democratisch vastgestelde kernbeginselen op wetgevend gebied, in overeenstemming te brengen met een uitvoerige harmonisatie die nodig is om de grensoverschrijdende organisatie van handel en dienstverlening op het gebied van effecten te ondersteunen, en met de flexibiliteit die nodig is om zich aan te passen aan de snel evoluerende marktpraktijk in zich snel ontwikkelende financiële markten. De van een vooruitziende blik getuigende goedkeuring door het voltallige EP van en de interinstitutionele overeenstemming over de tenuitvoerlegging van de voorstellen van het Comité Lamfalussy heeft het mogelijk gemaakt dit voorstel op te stellen langs de door het comité uitgezette lijnen.

#### **4. Globale doelstellingen van het nieuwe voorstel**

Het voorstel voor een richtlijn betreffende beleggingsdiensten en gereguleerde markten beoogt het wettelijk kader van de EU te versterken met het oog op twee overkoepelende doelstellingen:

1. De bescherming van de beleggers en van de marktintegriteit door de vaststelling van geharmoniseerde voorschriften die van toepassing zijn op de werkzaamheden van vergunninghoudende tussenpersonen;
2. Het bevorderen van eerlijke, transparante, efficiënte en geïntegreerde financiële markten; dit streven zal met name worden ondersteund door de ontwikkeling van basisregels voor de onderhandeling over en de uitvoering van transacties in financiële instrumenten in georganiseerde handelssystemen en markten, en door beleggingsondernemingen.

De nieuwe richtlijn wordt hieronder in de volgende delen besproken:

- maatregelen ter bevordering van een efficiënte, transparante en geïntegreerde financiële handelsinfrastructuur;
- bepalingen betreffende het verrichten van beleggingsdiensten, teneinde de beleggers te beschermen en de marktintegriteit te bevorderen;
- voorgestelde uitbreiding van de werkingssfeer van de richtlijn;
- overige vraagstukken (clearing en afwikkeling, samenwerking bij het toezicht).

## DEEL II — EEN EFFICIËNTE, TRANSPARANTE EN GEÏNTEGREERDE HANDELSINFRASTRUCTUUR

### 1. Concurrentie en fragmentatie

In Europa werden, evenals elders, de functies van tussenpersoon en markt van oudsher door verschillende soorten instellingen uitgeoefend. Toen de RBD werd aangenomen bezaten de beurzen in de lidstaten het alleenrecht voor het georganiseerd matchen van koop- en verkoopintenties in ter plaatse uitgegeven effecten. Tussenpersonen concurreerden met elkaar bij de verlening van diensten aan finale beleggers, aan emittenten en bij „over-the-counter“-transacties (OTC). Dankzij deze institutionele tweedeling kon een duidelijk onderscheid worden gemaakt tussen het bereik van beschermingsmaatregelen jegens de belegger — welke uitsluitend van toepassing waren op tussenpersonen — en regels met betrekking tot de markt die bedoeld waren om de transparante en efficiënte werking van markten te ondersteunen, en die in de eerste plaats van toepassing waren op beurzen. Sinds de aanneming van de RBD is de financiële markt van de EU ingewikkelder geworden en is de scheidslijn tussen markt en tussenpersoon minder scherp geworden. Dankzij de ontwikkeling van de informatietechnologie kon de kernactiviteit van de beurzen tegen lage kosten worden nagebootst door andere handelssystemen en konden de beurzen zich omvormen tot concurrerende spelers op de markt: er zijn thans immers meer spelers en meer handelsmogelijkheden.

#### ***Nieuwe ontwikkelingen op het gebied van de financiële handel in de EU***

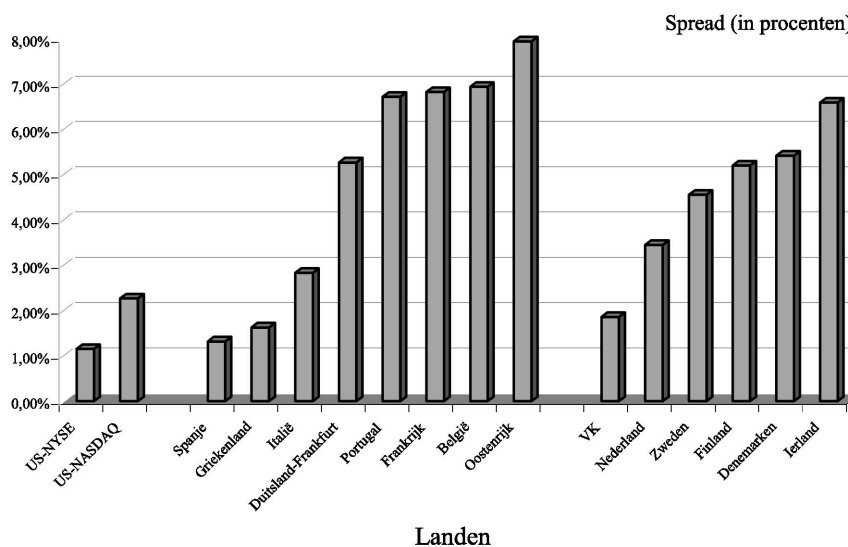
De volgende op technologie gebaseerde ontwikkelingen hebben het landschap van de financiële handel gewijzigd:

1. *concurrentie tussen beurzen*: het tijdperk waarin aandelenbeurzen als instellingen van algemeen nut werden beheerd en die fungeerden als de enige onbetwiste nationale bron van liquiditeit, is voorbij. Thans concurreren winstgerichte beurzen rechtstreeks met elkaar om orders en noteringen aan te trekken, en trachten zij hun werkzaamheden uit te breiden via grensoverschrijdende fusies of verticale integratie via de clearing en afwikkelingsketen;
2. *concurrentie van alternatieve handelssystemen*: nieuwkomers bieden alternatieve platforms waar institutionele en professionele beleggers voor eigen rekening kunnen handelen. Deze systemen vormen thans de voornaamste georganiseerde plaatsen voor de handel in obligaties. Zij vertegenwoordigen evenwel slechts 1 % van het volume van de aandelentransacties in de EU (een veel lager percentage dan in de VS);
3. *toename van de interne uitvoering van orders van cliënten door beleggingsondernemingen*: de concentratie van makelaarsactiviteiten voor kleine beleggers bij een afnemend aantal beleggingsondernemingen en banken schept een situatie waarbij grote hoeveelheden orders „binnenshuis” kunnen worden uitgevoerd — door het tegen elkaar wegstrepen van orders van cliënten of door de orders tegen de eigen posities van makelaars/handelaars uit te voeren. Een afnemend aantal orders van kleine beleggers die niet intern kunnen worden uitgevoerd worden naar beurzen gerouteerd. Deze werkwijze is sterk ingeburgerd in landen die geen „concentratieregel” hebben ingevoerd; in deze landen verwerken veel grote instellingen momenteel tussen de 15 en 30 % van de orderstroom intern.

Alvorens nader in te gaan op de uitdagingen op het gebied van de regelgeving die als gevolg van de concurrentie tussen voorzieningen voor de uitvoering van orders zijn ontstaan, dient het volgende te worden opgemerkt:

- Wat de algehele marktefficiëntie betreft lijken regelgevingsmaatregelen die de concurrentie tussen voorzieningen voor de uitvoering van transacties rechtstreeks beperken de koersvorming niet zodanig te verbeteren dat dit een storende ingreep in de marktstructuur ten gunste van uitvoering via de beurs rechtvaardigt. Een recent onderzoek naar de prijzen van transacties in vrijwel alle aandelen die op de grootste Europese beurzen worden verhandeld biedt geen enkel bewijs voor de stelling dat een concentratie van transacties op beurzen de marktefficiëntie verbetert (gemeten naar de „effective average spreads”) (grafiek 1) (Bron: London Economics, 2002).

Chart 1: Effective spread



- Afgezien van de afwezigheid van voordelen op het gebied van statische efficiëntie die uit een rechtstreekse regulering van de marktstructuur zouden voortvloeien moet rekening gehouden worden met de dynamische kosten voor de markt als geheel wanneer de keuze van marktdeelnemers, de concurrentie tussen handelssystemen en de innovatie aan banden worden gelegd. Concurrentie tussen voorzieningen voor de uitvoering van orders kan dynamische voordelen bieden indien zij de transactiekosten verlaagt, de liquiditeit van de markten verbetert, geavanceerde handelsstrategieën ondersteunt en ertoe bijdraagt de afwikkeling van transacties vlotter te doen verlopen. Hoewel ook andere factoren een rol spelen wordt deze stelling tot op zekere hoogte gestaafd door het feit dat lidstaten waarvan de regelgeving concurrentie tussen beurzen en andere handelsmethoden toelaat, gekenmerkt worden door een hogere kapitalisatiegraad van de aandelenmarkt (170 % van het BBP) en een grotere liquiditeit (gemeten naar de omzet 407 % van het BBP) dan de lidstaten waar voorrang wordt verleend aan beurshandel (respectievelijk 80 % en 130 %). Recente gegevens op basis van Amerikaanse transacties wijzen erop dat deze grotere omzet en sterkere marktkapitalisatie een verdere verlaging van de transactiekosten met zich brengt.
- Deze voordelen zullen niet voorbehouden blijven aan professionele marktdeelnemers. De interne afhandeling van orders kan in een aantal opzichten gunstig zijn voor cliënten: snellere uitvoering, een betere prijs en lagere kosten dankzij de rechtstreekse afwikkeling van transacties in het systeem van de beleggingsonderneming. Concurrentie tussen tussenpersonen zou tot gevolg moeten hebben dat finale beleggers tot op zekere hoogte van deze voordelen kunnen profiteren. Deze voordelen zijn echter niet vanzelfsprekend. Een van de doelstellingen van dit voorstel is om zodanige voorwaarden te scheppen dat de uitvoering van orders buiten de beurs om slechts plaats vindt wanneer dit voor de cliënt een aantoonbaar voordeel inhoudt. De ervaring met de „Retail Service Providers” in het VK leert evenwel dat de uitvoering van orders buiten de beurs om in 7 van de 10 gevallen gunstiger prijzen voor kleine beleggers oplevert.

- Concurrentie tussen beurzen en andere soorten voorzieningen voor de uitvoering van orders is niets nieuws: de beurzen in alle lidstaten ondergaan reeds lange tijd de concurrentie van niet-beurzen met betrekking tot de uitvoering van althans bepaalde soorten transacties. Zelfs lidstaten die de concentratie van orders van kleine beleggers op een „gereguleerde markt” voorschrijven, staan reeds concurrentie toe tussen beurzen en andere handelsmethoden voor professionele en institutionele transacties. Verder erkennen de handelskringen in alle lidstaten dat de orderboeken van beurzen niet de optimale handelsmethode vormen voor alle soorten transacties. Voor een groot aantal transacties bestaan centrale orderboeken naast „over the counter”- en „upstairs trading”. Een aantal gereguleerde markten proberen momenteel de voordelen van „quote-driven” en „order-driven”-handel onder één dak te verenigen. De diversiteit van de handelsvoorzieningen in de verschillende lidstaten vormt een stilzwijgende erkenning van het feit dat een regelgevingskader dat één platform voor de uitvoering van orders begunstigt niet in staat zal zijn de grote verscheidenheid aan handelsbelangen en -strategieën waaruit een concurrerende markt bestaat, te omvatten.

De voordelen van een geïntegreerde Europese financiële markt kunnen slechts volledig worden benut indien het regelgevingsklimaat ruimte biedt voor het naast elkaar bestaan van verschillende micro-marktstructuren, voor concurrentie tussen handelsstructuren en voor keuzevrijheid voor beleggers en marktdeelnemers. Toch stelt grotere concurrentie op het gebied van de uitvoering van orders nieuwe eisen aan de regelgeving ten aanzien van de bescherming van beleggers en het bevorderen van ordelijke en efficiënte markten. De nieuwe richtlijn betreffende beleggingsdiensten en gereguleerde markten moet een samenhangend en doeltreffend kader vormen om deze uitdagingen het hoofd te bieden. Veel van de ingewikkeldste en meest controversiële vraagstukken rond de herziening van de RBD houden verband met het vervagen van de grens tussen markt en tussenpersoon en de voortdurende intensivering van de concurrentie binnen eenzelfde methode voor de uitvoering van orders en tussen verschillende methoden onderling. Deze uitdagingen kunnen vanuit drie gezichtspunten worden onderzocht:

#### *Fragmentatie en efficiënte prijsvorming*

Het feit dat de handel over verschillende plaatsen is verspreid kan ertoe leiden dat de koop- en verkoopintenties versnipperd raken over ondiepe, geïsoleerde liquiditeitsreservoirs. Indien dit proces geen halt wordt toegeroepen kan het een schadelijke invloed hebben op de twee belangrijkste bestanddelen van een succesvolle financiële markt, te weten liquiditeit en efficiënte koersvorming. Fragmentatie kan met name leiden tot grotere verschillen tussen bied- en laatkoersen, nadelige gevolgen voor de prijzen van transacties en tot minder handelsmogelijkheden. Zowel concurrentie tussen de beurzen als concurrentie tussen beurzen en andere plaatsen waar orders kunnen worden uitgevoerd, kan fragmentatie in de hand werken.

Financiële regelgevers en commentatoren zijn het er meer en meer over eens dat een doeltreffende regelgeving op het gebied van transparantie ervoor kan zorgen dat de voordelen van concurrentie tussen plaatsen voor de uitvoering van orders kunnen worden benut terwijl eventuele nadelige gevolgen voor de algehele marktefficiëntie beperkt blijven. „Markttransparantie — in wezen de ruime beschikbaarheid van informatie over bestaande handelsmogelijkheden en recentelijk afgehandelde transacties — wordt over het algemeen van cruciaal belang geacht voor zowel de eerlijkheid als de efficiëntie van een markt, en met name voor de liquiditeit ervan en de kwaliteit van de koersvorming”.

Wanneer pogingen in het werk worden gesteld om de potentieel schadelijke gevolgen van fragmentatie met passende transparantieregels te bestrijden, dient van meet af aan rekening te worden gehouden met het volledige gamma van regelingen voor de uitvoering van orders, willen deze regels een omvattende oplossing bieden. „Het zou wenselijk zijn om over een samenhangend transparantiestelsel te beschikken per categorie activa, dat op alle plaatsen van uitvoering van toepassing is.” Een transparantiestelsel dat slechts van toepassing is op gereguleerde markten en de uitvoering van orders „buiten de beurs” veronachtzaamt, zal slechts een gedeeltelijk bereik hebben en niet optimaal functioneren. Transacties buiten de beurs om, met gunstiger prijzen dan die welke op gereguleerde markten gelden, kunnen handelsinformatie bevatten die relevant is voor de beleggingsbeslissingen van andere marktdeelnemers, zoals ook bij beurshandel geldt. Daarom wordt betoogd dat andere marktdeelnemers in staat moeten zijn om informatie over dergelijke transacties of handelsbelangen in hun beleggingsbeslissingen mee te nemen en daardoor een maximale efficiëntie van de koersvorming te bewerkstelligen.



Transparantie kan evenwel een prijs hebben in die zin dat de verschaffing van liquiditeit aan marktdeelnemers terugloopt. Wanneer handelaars en makelaars-handelaars worden gedwongen de voorwaarden bekend te maken waartegen zij bereid zijn instrumenten te kopen of te verkopen, zou dit hun vermogen om winst te maken kunnen aantasten, en hen kunnen blootstellen aan strategische transacties van andere marktdeelnemers. Dit leidt ertoe dat regels die bedoeld zijn om een absoluut transparantieniveau te bevorderen — waarbij alle marktdeelnemers te allen tijde beschikken over alle informatie inzake alle bestaande handelsmogelijkheden — handelaars en makelaars-handelaars ertoe verplichten hun handelsposities zo zeer prijs te geven dat zij niet langer bereid zouden zijn om de markt van liquiditeit te voorzien. Dit zou de handel voor zowel marktdeelnemers als beleggers bemoeilijken, met name met betrekking tot „block”-transacties, de handel in niet-liquide aandelen en „programme trading”, en zou de prijsvolatiliteit kunnen versterken. Daarom is voorzichtigheid geboden voordat beurs specifieke regelgeving en transparantieregels worden geëxtrapoleerd naar handel buiten de beurs waar marktdeelnemers met eigen vermogen handelen.

#### *Bescherming van beleggers*

De structurele veranderingen ten aanzien van financiële transacties en de uitvoering van orders kunnen eveneens aanleiding geven tot specifieke bezwaren met betrekking tot de bescherming van beleggers. Eén hiervan betreft de mogelijkheid van belangenconflicten bij makelaars-handelaars die orders van cliënten intern tegen de eigen posities uitvoeren — een methode die in ruime kring bekendstaat als „internalisation” (interne afhandeling). De geïntegreerde makelaar/handelaar is geneigd de belangen van zijn eigen activiteiten te laten prevaleren boven die van de cliënt. Door dit belangenconflict rijst de vraag of beleggers/cliënten erop kunnen vertrouwen dat makelaars/handelaars hun belangrijkste verplichting, zich naar beste vermogen in te zetten voor de belangen van de cliënt, wel zullen nakomen. Deze belangenconflicten komen reeds veel voor onder de huidige RBD en in de lidstaten waar makelaars/handelaars orders van cliënten mogen uitvoeren buiten de regels van een „gereguleerde markt” om. Zij kunnen evenwel toenemen wanneer de beleggingsonderneming zich actief toelegt op het intern afhandelen van orders en de orders die op de beurs moeten worden afgehandeld, zoveel mogelijk beperkt.

Een hiermee samenhangend vraagstuk is dat marktfragmentatie de representativiteit van de beurskoersen, die van oudsher dienen als referentie voor beleidsmaatregelen inzake „optimale uitvoering”, kan ondermijnen. Voorschriften inzake „optimale uitvoering” bepalen over het algemeen dat beleggingsondernemingen worden geacht hun verplichtingen jegens een cliënt te zijn nagekomen wanneer diens orders op een „gereguleerde markt” zijn uitgevoerd of zijn uitgevoerd tegen een prijs die gelijk is of gunstiger is dan die welke op de „gereguleerde markt” geldt. Wanneer orders op grote schaal buiten de „gereguleerde markt” om worden uitgevoerd, kan de liquiditeit van de beurzen wegvloeien en kan de representativiteit van de referentieprijzen die op gereguleerde markten worden bepaald, worden aangetast. Onder deze omstandigheden verliezen beleidsmaatregelen inzake „optimale uitvoering”, die een ijkpunt vormen voor de prestaties van de makelaar ten opzichte van de op gereguleerde markten geldende prijzen, hun betekenis als uitgangspunt inzake de bescherming van cliënten. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat beleggers of hun makelaars, worden geconfronteerd met de fragmentatie van de handel via niet-verbonden systemen en markten, niet op de hoogte zijn van of toegang hebben tot de beste handelsmogelijkheden die voorhanden zijn. Opgemerkt moet worden dat de ervaring met markten die de uitvoering van orders buiten de beurs om toelaten deze beweringen niet empirisch staven: de bied- en laat spread van aandelen in het SETS-orderboek van de Londense effectenbeurs neemt voortdurend af ondanks het feit dat grote hoeveelheid orders van kleine beleggers buiten het SETS-orderboek om wordt uitgevoerd.

#### *Regelgevingsarbitrage*

Als gevolg van de handel via multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) en buitenbeurs transacties door beleggingsondernemingen kan de hoeveelheid transacties die via het orderboek van een beurs worden afgehandeld, afnemen. Dit leidt onvermijdelijk tot de vraag of nieuwe handelsentiteiten in staat moeten worden gesteld om bij het aantrekken van orders met beurzen te concurreren zonder dat zij aan vergelijkbare regelgevingsverplichtingen zijn onderworpen. En met name kan men zich afvragen of makelaars/handelaars die grote ordervolumes van cliënten intern afhandelen — en van wie daarom wel wordt beweerd dat zij de rol van „markt” vervullen — verplicht moeten worden om zich te houden aan beurs specifieke regelgeving. Om deze vraag te kunnen beantwoorden moet objectief worden nagegaan of het correct is om de interne afhandeling van orders gelijk te stellen met de exploitatie van een markt. Verder moet worden verduidelijkt hoe verschillende regelgevingsvereisten moeten worden aangepast aan de mechanismen en risico's van verschillende methoden voor de uitvoering van orders.

## 2. Richtsnoeren voor regelgeving inzake de uitvoering van orders

Een herziening van de RBD vormt een unieke gelegenheid om de spelregels zodanig vast te leggen dat de uitvoering van orders — of deze nu plaatsvindt op gereguleerde markten, via MTF's of buitenbeurs-transacties door beleggingsondernemingen — geschiedt op een wijze waarmee de belangen van de beleggers en de algehele efficiëntie van het financiële stelsel het best gediend zijn. De wijze waarop deze vraagstukken worden opgelost zal tevens een belangrijke en rechtstreekse invloed hebben op de betrekkingen tussen verschillende categorieën marktdeelnemers vanuit het oogpunt van de mededinging. De Commissie heeft zich, bij het ontwikkelen van een antwoord op bovenstaande vraagstukken en bij haar besluit tot een evenwichtige benadering van de verschillende afwegingen op regelgevend gebied, laten leiden door de volgende beginselen:

1. De herziening van de RBD dient de basis te leggen voor een geïntegreerde en concurrerende handelsinfrastructuur. Een volledig geïntegreerde financiële markt is een markt waar de koop- en verkoopintenties in een bepaald financieel instrument ongehinderd en rechtstreeks kunnen worden uitgewisseld over de grenzen van de EU heen, ongeacht waar de marktdeelnemers zich bevinden of de systemen/middelen waarmee de handelsbelangen worden meegedeeld. Tegen deze achtergrond zijn nationale „opties” met betrekking tot het afhandelen en uitvoeren van de orders van kleine beleggers — die circa 90 % van het aantal transacties uitmaken, doch slechts 10 % van de waarde — fundamenteel in strijd met de doelstelling van een enkele financiële markt. Zij creëren een scheidslijn, niet alleen wat de situatie van handelsplatforms in de verschillende lidstaten op het gebied van regelgeving en concurrentie betreft, maar ook ten aanzien van de regelgeving inzake tussenpersonen en de bescherming die aan beleggers moet worden geboden. Wil een herziene RBD de weg effenen voor een geïntegreerde en efficiënte financiële markt, dan moet zij bovenal opgewassen zijn tegen de aantrekkingskracht van een optionele benadering. Aangezien een dergelijke optie de totstandbrenging van marktregelgeving naar een gemeenschappelijk model in de weg kan staan, is de optie inzake de „concentratieregel” niet meer in het voorstel opgenomen.
2. De RBD moet een doeltreffend antwoord bieden op aantoonbare risico's voor de bescherming van beleggers en marktefficiëntie. Het ontstaan van een meer heteroog en complex handelsklimaat vraagt om een evenredige aanpak van regelgevers om de belangen van beleggers en de algehele marktefficiëntie te beschermen. De beleggers moeten erop kunnen vertrouwen dat makelaars actief op zoek gaan naar nieuwe handelsmogelijkheden om namens de cliënt de gunstigste voorwaarden te vinden. De belangen van cliënten mogen niet negatief worden beïnvloed door langdurige conflicten wanneer zij afhankelijk zijn van makelaars/handelaars om hun orders uit te voeren. Zowel beroepsbeoefenaren, emittenten als regelgevers hebben er belang bij ervoor te zorgen dat de liquiditeit niet verspreid raakt over ondiepe, geïsoleerde reservoirs.

Gezien deze overwegingen dient een pakket maatregelen te worden vastgesteld om ervoor te zorgen dat de verspreiding van transacties over een groot aantal markten en via uiteenlopende handelskanalen geen fragmentatie van de liquiditeit met zich brengt en de marktdeelnemers er evenmin van weerhoudt om voor beide partijen voordelige transactiemogelijkheden te zoeken. Kern van dit pakket is een efficiënt transparantiestelsel zodat marktdeelnemers kunnen beschikken over passende informatie over de voorwaarden van recente transacties en handelsmogelijkheden op alle markten, over handelsfaciliteiten en over andere plaatsen voor de uitvoering van transacties in de gehele EU. Tevens zullen in het voorstel strengere verplichtingen worden opgenomen om ervoor te zorgen dat tussenpersonen actief gebruik maken van deze informatie om hun cliënten de gunstigste voorwaarden te kunnen aanbieden.

Het voorstel erkent tevens dat het de cliënten van makelaars moet worden toegestaan om aan te geven aan welke kanalen zij voor de uitvoering van hun orders de voorkeur geven. Informatie die van belang kan zijn voor de keuze van de makelaar of voor het inzicht in de kwaliteit van de uitvoeringsdienst moet van tevoren worden verstrekt zodat de cliënt een weloverwogen beslissing kan nemen. Hiertoe wordt voorgesteld dat de kleine belegger vooraf toestemming moet geven, in het algemeen dan wel per transactie (zie 3.5), voordat zijn orders anders dan op een „gereguleerde markt” of via een MTF worden uitgevoerd.

3. De RBD-regels moeten evenredig zijn en de werking van de markt niet hinderen: De doelstellingen inzake marktefficiëntie en de bescherming van beleggers moeten worden bereikt door middel van regelgevingsmaatregelen die een evenredig antwoord op aantoonbaar risico vormen. Zij moeten rekening houden met oplossingen die de technologie en de markt zelf bieden, en de mededinging en innovatie zo min mogelijk beperken. Met deze uitgangspunten is als volgt in het voorstel rekening gehouden:
- „Geen verbod”: De herziene RBD dient de uitvoering van orders buiten de traditionele markten/beurzen om niet te verbieden of anderszins te belemmeren door het opleggen van ongerechtvaardigde of ongeschikte regelgevingsvoorschriften. Concurrentie van nieuwe handelsplatforms heeft de beurzen gestimuleerd om te innoveren en nieuwe bronnen van concurrentievoordeel aan te boren. Er is geen reden om aan te nemen dat deze voordelen thans zijn uitgewerkt of dat er obstakels moeten worden opgericht om voor een bepaalde categorie markten een welbepaalde orderstroom te creëren.
  - Geen dwang: Het voorstel schrijft niet voor dat een entiteit in het bezit moet zijn van een vergunning van „gereguleerde markt” om zich op georganiseerde basis met de uitvoering van orders te gaan bezighouden. Multilaterale handelsfaciliteiten die systemen voor de bekendmaking en uitvoering van handelsbelangen exploiteren, zullen deze systemen mogen exploiteren op basis van de vergunning van een beleggingsonderneming, mits zij aan de gebruikelijke regelgevingsvoorschriften voldoen (zie hieronder).
  - Geen strak keurslijf: Een verschillende behandeling op het vlak van de regelgeving mag het vermogen van instellingen/beurzen, die hun activiteiten overeenkomstig bepaalde regels uitoefenen, om liquiditeit aan te trekken niet aantasten. De beperking van regelgevingsarbitrage houdt evenwel niet in dat het soort regelgeving dat op beurzen van toepassing is ook integraal moet gelden voor andere systemen of methoden voor de uitvoering van orders. De herziene RBD moet daarentegen vergelijkbare regelgevingsvoorwaarden vaststellen voor vergelijkbare methoden voor de uitvoering van orders. Dit houdt in dat multilaterale handelsfaciliteiten, die wat de bekendmaking en interactie van handelsbelangen betreft beurzen nabootsen, voor hun handelsactiviteiten onderworpen zullen worden aan verschillende beurs specifieke regels. Daarentegen dient de uitvoering van orders door beleggingsondernemingen die transacties of diensten verrichten ten behoeve van hun cliënten niet op één lijn te worden gesteld met de exploitatie van een georganiseerde markt/orderboek. Qua activiteiten, werking en regelgeving verschillen multilaterale handelssystemen en markten fundamenteel van beleggingsondernemingen die orders uitvoeren — zelfs indien zij de orders van hun cliënten intern afhandelen. Met name mogen cliënten bij de interne uitvoering van orders niet vrijelijk via de door de beleggingsonderneming geëxploiteerde systemen met andere cliënten handelen. Verder moeten transparantieregels voor de quote-driven handel het handelaars niet onmogelijk maken om met eigen vermogen risicoposities in te nemen waarmee de liquiditeit van de markt kan worden verbeterd en de werking van de markt kan worden versoepeld. De herziene RBD moet derhalve een nauwkeurig evenwicht vinden tussen overwegingen op het gebied van regelgevingsarbitrage en de noodzaak om de liquiditeitsverschaffers voldoende armslag te geven. Het is geen kwestie van kiezen voor een bepaalde marktstructuur ten koste van een andere („order-driven” versus „quote-driven”). Het voorstel tracht een wettelijk kader te scheppen dat het naast elkaar bestaan van verschillende handelskanalen ondersteunt, mits de noodzakelijke maatregelen worden genomen om de algehele marktefficiëntie en de belangen van de finale beleggers te beschermen.

In het licht van het bovenstaande beoogt dit voorstel een samenhangend en risicogevoelig kader vast te stellen voor het reguleren van de voornaamste soorten regelingen voor de uitvoering van orders die thans op de Europese financiële markt gangbaar zijn. Het voorziet in evenredige regelgevingsmaatregelen om een oplossing te bieden voor de specifieke risico's ten aanzien van de bescherming van beleggers en de marktefficiëntie, die de verschillende handelsmethoden met zich brengen. Het behandelt de problemen op het gebied van concurrentie en regelgeving die rijzen wanneer verschillende handelsplatforms en -methoden naast elkaar bestaan maar onderworpen zijn aan verschillende markt- en beleggersgeoriënteerde regelgeving. Het beoogt een situatie te scheppen waarin handelsbelangen, ongeacht via welk medium zij worden bekendgemaakt of waar zij zich in de EU bevinden, op grensoverschrijdende basis en in real-time op elkaar kunnen inwerken zodat de liquiditeit zeer ontvankelijk is voor prijsverschillen.

Om deze doelstellingen te kunnen bereiken is een omvattend geheel van vereisten inzake de transparantie van handelsinformatie van cruciaal belang. Dit stelsel is van toepassing op alle belangrijkste categorieën uitvoeringsmethoden voor aandelentransacties — gereglementeerde markten, MTF's, en uitvoering buiten de beurs door beleggingsondernemingen. Deze transparantieverplichtingen moeten een efficiënte, grensoverschrijdende interactie van handelsbelangen in real-time mogelijk maken die onontbeerlijk is voor een interne financiële markt. Dit stelsel laat tevens concurrentie en innovatie bij het uitvoeren van orders, of bij het verrichten van diensten die de uitvoering van orders omvatten, toe zonder dat een efficiënte koersvorming in gevaar wordt gebracht. Hierbij wordt de bekendmaking van zo veel mogelijk handelsinformatie bevorderd, waarbij wel in aanmerking wordt genomen dat een en hetzelfde transparantieniveau niet geschikt is voor alle bedrijfsmodellen. Dit transparantiestelsel zal een belangrijke waarborg vormen voor de eerlijkheid en efficiëntie van de financiële markten van de EU, en zal beleggers de mogelijkheid bieden om de „beste deal” te sluiten voor de transactieomvang en het soort transactie dat hun voor ogen staat. Maar het is niet de enige waarborg.

Het voorstel bevat namelijk nog een reeks andere maatregelen om ervoor te zorgen dat de uitvoering van orders van cliënten buiten de beurs uitsluitend plaatsvindt wanneer kan worden aangetoond dat de belangen van de cliënt hiermee het beste worden gediend. Een bijzonder belangrijk kenmerk van het voorstel is de nadruk die wordt gelegd op de tenuitvoerlegging van een meer actieve en dynamische verplichting inzake „optimale uitvoering” om te bevorderen dat beleggingsondernemingen een breed scala van handelsmogelijkheden in overweging nemen wanneer zij namens hun cliënten transacties verrichten. Het voorstel voorziet in een versterking van deze verplichting waardoor beleggingsondernemingen gedwongen worden om regelmatig te onderzoeken welke plaatsen van uitvoering de gunstigste transactievoorwaarden bieden, en om aan te tonen dat zij namens hun cliënten van de beste plaatsen gebruik maken. Deze verplichting tot „optimale uitvoering” is het mechanisme dat ervoor moet zorgen dat beleggingsondernemingen, op grond van de handelsinformatie die uit hoofde van de transparantieverplichtingen wordt verstrekt, hun beslissingen inzake het routeren van orders aanpassen. Aldus garandeert deze verplichting dat de concurrentie tussen handelssystemen tot betere prijzen voor de finale belegger leidt. Tevens zal zij ertoe 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. Hoewel er geen rechtstreeks vergelijkbare ervaring is met het gebruik van „optimale uitvoering” om de concurrerende handelsplatformen die in Europa naast elkaar bestaan onderling te verbinden, zijn er thans nieuwe „smart order routing”-toepassingen op de markt beschikbaar die beleggingsondernemingen in staat zullen stellen de prijzen en de diepte op alle beurzen van de EU en andere belangrijke handelssystemen te controleren.

Al deze voorstellen tezamen vormen een belangrijke stap in de richting van een regelgevingsstelsel voor een geïntegreerde, efficiënte en belegger-vriendelijke financiële markt.

De hoofdpunten van de concrete voorstellen, die betrekking hebben op de drie voornaamste categorieën plaatsen voor de uitvoering van orders die momenteel op de markt van de EU actief zijn, zullen hieronder in het kort worden besproken.

### 3. Overkoepelende beginselen voor „gereglementeerde markten” (titel III)

Het voorstel handhaaft de bijzondere status van de regels inzake vergunningverlening voor gereglementeerde markten, welke de kern van de huidige RBD vormen, en die thans stevig verankerd zijn in de reglementen van alle lidstaten met betrekking tot effecten. Een „gereglementeerde markt” is niet alleen een handelsplaats waar het onderhandelen over en de ruil van financiële instrumenten wordt georganiseerd op grond van een geheel van regels die verschillende soorten handelskenmerken omvatten, het is meer dan dat: zij heeft een groot aantal verschillende functies, heeft een specifieke organisatievorm, en omvat bijzondere handelskenmerken. De toelating van een instrument tot de handel op een „gereglementeerde markt” is tevens aanleiding voor de toepassing van bepalingen van een aantal aanverwante wetgevingsmaatregelen. In het licht van deze overwegingen wordt de exploitatie van een „gereglementeerde markt” in de RBD behandeld als een activiteit waarvoor onderscheiden regelgeving nodig is.

In de huidige RBD wordt een beperkt aantal rechtsvoorschriften vastgelegd die door alle gereglementeerde markten van de EU moeten worden nageleefd. Deze zeer elementaire bepalingen volstaan evenwel niet als gemeenschappelijke basis voor de regulering van en het toezicht op de voornaamste financiële handelsplatforms in de EU. Gereglementeerde markten worden momenteel steeds „Europeser” wat de woon- of vestigingsplaats van de beleggers, het lidmaatschap en de soorten instrumenten die tot de handel worden toegelaten betreft. De marktvoorwaarden op de ene „gereglementeerde markt” zullen daarom onmiddellijke en belangrijke gevolgen hebben voor de handel en de marktdeelnemers in andere markten. Tegen deze achtergrond dreigt de afwezigheid van een gemeenschappelijk sjabloon voor regelgeving een belangrijke belemmering te vormen voor de doelstelling van een geïntegreerde, efficiënte en ordelijke handelsinfrastructuur.

Het voorstel bepaalt dat de lidstaten de „gereguleerde markt” bepaalde gespecificeerde verplichtingen moet opleggen, waaraan zij onder toezicht van een aangewezen bevoegde autoriteit moet voldoen. De ruimte die de „gereguleerde markt” wordt toegekend om haar handelsregels en toegangsvoorwaarden vast te stellen evenals het feit dat haar de rol van eerste verdedigingslinie voor het toezicht op de handel via haar systemen wordt toevertrouwd, vormt een erkenning van de sterke betrokkenheid bij de handel van deze markt en het grote belang dat zij heeft om de kwaliteit van de via haar systemen verrichte transacties te handhaven.

Het RBD-voorstel beoogt derhalve een gemeenschappelijk aantal overkoepelende beginselen voor de vergunningverlening, regulering en het toezicht van „gereguleerde markten” vast te stellen teneinde:

- de bevoegde autoriteit en het toepasselijke recht vast te stellen (artikel 33): het voorstel tracht onzekerheid uit de weg te ruimen met betrekking tot de bevoegde autoriteit onder wiens uitsluitende bevoegdheid de werkzaamheid van de „gereguleerde markt” valt. Hiermee wordt voorkomen dat zich de mogelijkheid van een bevoegdheidsconflict voordoet of rechtsonzekerheid ontstaat die zeer schadelijke gevolgen zouden kunnen hebben voor het definitieve karakter van de afhandeling van transacties op de markt;
- eisen te stellen aan de marktexploitant (artikel 34): Volgens deze bepaling moet het leidinggevend personeel deskundig en betrouwbaar zijn, en over voldoende financiële middelen beschikken om de orderlijke werking van de financiële markt te waarborgen. Wanneer is erkend dat hij aan deze bepaling voldoet heeft de marktexploitant het recht om een MTF te exploiteren zonder dat hij hiervoor een aanvullende vergunning nodig heeft. De deskundigheid en betrouwbaarheid van de marktexploitant en de middelen waarover hij beschikt moeten eveneens in aanmerking worden genomen indien de marktexploitant van een reeds gevestigde gereguleerde markt een „gereguleerde markt” in een ander lidstaat wenst in te richten;
- de organisatorische eisen waaraan de gereguleerde markt moet voldoen te omschrijven om de eerlijke, orderlijke en transparantie exploitatie ervan te waarborgen. Bepalingen ter zake zijn opgenomen in artikel 36 (handelsregels) en artikel 39 (toegang tot een gereguleerde markt);
- uitgebreide verplichtingen inzake de transparantie vooraf en achteraf vast te stellen die van toepassing zijn op orders of noteringen die op de markt worden bekendgemaakt en op de nadere gegevens inzake afgeronde aandelentransacties;
  - transparantie vooraf (artikel 41): „order driven”-systemen zullen een gedeelte van hun orderboek moeten publiceren. In „quote-driven”-markten moeten aangewezen market makers een indicatie geven van de bied- en laatprijzen bij welbepaalde transactiegroottes. Welke orders/noteringen moeten worden openbaar gemaakt zal via de comitéprocedure worden bepaald. Aangezien de verplichting om bij grote transacties of transacties in niet-liquide effecten de orders/noteringen bekend te maken, marktdeelnemers ervan kan weerhouden om transacties op de gereguleerde markt te verrichten, is deze verplichting niet op dergelijke transacties van toepassing;
  - transparantie achteraf (artikel 42): gereguleerde markten moeten de prijs, de omvang en het tijdstip openbaar maken tegen redelijke commerciële voorwaarden van alle volgens hun regels en via hun systemen uitgevoerde transacties in eigen-vermogensinstrumenten. Voor transacties van aanzienlijke omvang en voor transacties in niet-liquide effecten is uitstel van de bekendmaking van nadere bijzonderheden over de transacties toegestaan.
- instrumenten tot de handel toe te laten (artikel 37): in deze bepaling worden de overkoepelende beginselen geformuleerd op grond waarvan een „gereguleerde markt” instrumenten tot de handel via zijn systemen kan toelaten, terwijl de nadere maatregelen ter uitvoering van deze beginselen op niveau 2 mogen worden ontwikkeld. Kortom, de „gereguleerde markt” dient algemene toelatingsvoorwaarden ten uitvoer te leggen, die vooraf officieel zijn goedgekeurd en die een vrije verhandelbaarheid en efficiënte afwikkeling van instrumenten moeten garanderen. De minimumvoorwaarden waaraan instrumenten moeten voldoen om aan deze vereisten te beantwoorden zullen op niveau 2 worden vastgesteld. Hierbij is het mogelijk om onderscheid te maken tussen producten die op verschillende marktsegmenten tot de handel zijn toegelaten; er wordt niet beoogd gereguleerde markten ervan te weerhouden strengere toelatingsvoorwaarden toe te passen op hun marktsegmenten. Artikel 37 tracht tevens een wettelijke context te scheppen waarin „gereguleerde markten” instrumenten tot de handel kunnen toelaten die in een ander rechtsgebied zijn ontworpen en uitgegeven en ten aanzien waarvan de markt de nodige stappen heeft genomen om na te gaan of de emittent zijn verplichtingen betreffende initiële en permanente informatieverstrekking nakomt.

- de handel op te schorten en instrumenten van de handel uit te sluiten (artikel 38): Deze bepaling betreft de omstandigheden en voorwaarden waaronder de bevoegde autoriteit of de geregementeerde markt de handel in een instrument kan opschorten of een instrument van de handel kan uitsluiten. Tevens wordt het kader vastgesteld voor een dergelijke opschorting van de handel of uitsluiting van een instrument in een gefragmenteerde markt. Wanneer een bevoegde autoriteit besluit de handel in een instrument op te schorten of te verbieden, is dit besluit onverwijld van toepassing op alle handel die onder haar bevoegdheid valt (hetzij op geregementeerde markten, MTF's of OTC/interne afhandeling). De bevoegde autoriteit dient de bevoegde autoriteiten van de overige lidstaten eveneens van de opschorting of uitsluiting in kennis te stellen.

#### 4. Multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) als nieuwe hoofddienst

In het voorstel wordt de exploitatie van een MTF als nieuwe RBD-hoofddienst ingevoerd. Hiermee kunnen entiteiten die dergelijke systemen exploiteren een vergunning verkrijgen als beleggingsonderneming, waarvoor aangepaste regelgeving geldt. Er bestaat een aanzienlijk, en groeiend, aantal van deze systemen. De werking van deze systemen komt niet rechtstreeks overeen met de bestaande RBD-diensten, en dit heeft tot enige onzekerheid geleid over de passende grondslag voor de vergunningverlening van en het toezicht op deze entiteiten. De erkenning van MTF's als een nieuwe categorie beleggingsondernemingen heeft ten doel de aard van hun activiteit te verduidelijken met het oog op de EU-wetgeving terzake, en om een gemeenschappelijk geheel van aangepaste regels te kunnen toepassen met het oog op het marktrisico. Aldus zullen MTF's hun faciliteiten en diensten in de gehele EU kunnen aanbieden op basis van een vergunning van het land van herkomst.

De voorgestelde definitie van een MTF is gebaseerd op uitvoerig onderzoek en twee openbare raadplegingen door het Europees Comité voor het Effectenbedrijf. De voorgestelde definitie omvat systemen die de multilaterale openbaarmaking van orders van ondernemingen/blijken van belangstelling tussen de systeemgebruikers ondersteunen evenals de uitvoering van orders als gevolg van de interactie tussen koop-/verkoopintenties die via het systeem te kennen worden gegeven. Zij omvat tevens „auction-crossing”-systemen waarbij orders worden uitgevoerd tegen een referentieprijs die van buiten het systeem wordt ingevoerd. Het gemeenschappelijk kenmerk van deze systemen is dat zij autonome handelsbeslissingen van de systeemgebruikers ondersteunen, zonder dat de systeemexploitant op enigerlei wijze tussenbeide komt om transacties te vergemakkelijken of zelf (via de eigen handelsportefeuille) aan transacties met systeemgebruikers deel te nemen. De systeemexploitant speelt geen actieve of discretionaire rol in de zin van de voorselectie, het aanbevelen of anderszins samenbrengen van handelsbelangen. Het systeem ondersteunt en vergemakkelijkt de rechtstreekse interactie van gebruikers met andere systeemgebruikers. Deze werking houdt in dat MTF's veel kenmerken met beurzen delen en aanleiding geven tot een aantal van dezelfde regelgevingsvraagstukken als geregementeerde markten. Daarom is de voorgestelde regelgeving die overeenkomstig de herziene RBD van toepassing is op deze systemen gericht op de eerlijke, ordelijke en transparante organisatie van de handel die via dit systeem plaatsvindt.

De voorgestelde verplichtingen voor MTF's zijn gebaseerd op de marktbeginselen die van toepassing zijn op de handelstestament-functie van geregementeerde markten. Deze verplichtingen zijn bovendien in hoge mate beïnvloed door de onlangs door het Europees Comité voor het Effectenbedrijf bekendgemaakte voorschriften voor alternatieve handelssystemen (ATS). De voornaamste bepalingen van het voorstel betreffen:

- Organisatorische eisen voor MTF's (artikel 13): MTF's moeten op transparante en objectieve zakelijke voorwaarden toegang bieden tot hun gebruikers. Het potentiële gebruikersbestand van MTF's omvat marktdeelnemers die bereid zijn op eigen risico en zonder de bescherming van regels op het gebied van zorgplicht te handelen. Verder bevat de bepaling verplichtingen betreffende een objectieve, eerlijke en vlotte uitvoering van handelsbelangen die via een MTF tot uitdrukking worden gebracht;
- verplichtingen inzake de transparantie vooraf en achteraf ten aanzien van via de systemen van de MTF uitgevoerde aandelentransacties (artikelen 27 en 28): de algemene verplichtingen zijn in overeenstemming gebracht met het transparantieniveau dat van toepassing is op handelsbelangen in aandelentransacties die via een geregementeerde markt worden verricht of bekendgemaakt. De mogelijkheid om bekendmaking uit te stellen en de draagwijdte en inhoud van de vooraf openbaar te maken informatie stemmen overeen met de regels die terzake voor geregementeerde markten gelden. „Auction-crossing”-systemen en andere soorten MTF waarbij niet van tevoren een duidelijke prijsindicatie behoeft te worden gegeven, kunnen worden ontheven van de verplichting inzake transparantie vooraf;

- afstand van de bescherming die regels op het gebied van zorgplicht bieden ten aanzien van via een MTF gesloten transacties (artikel 22): Gebruikers van een MTF zijn professionele of actieve marktdeelnemers die voor eigen rekening en op eigen risico handelen en de verantwoordelijkheid voor hun beleggingsbeslissingen kunnen dragen. Zij verwachten van de exploitant van de MTF niet dat deze hun bescherming biedt uit hoofde van zorgplichtregelgeving. Derhalve zijn gedragsregels en andere beschermende maatregelen voor beleggers niet relevant voor het soort transacties dat via een MTF wordt verricht. In het voorstel wordt dan ook bepaald dat MTF's de deelneming moeten beperken tot „ervaren tegenpartijen”. Het voorstel bevat geen bepaling die MTF's verplicht vrije toegang te bieden aan marktdeelnemers die geen gebruik maken van het systeem met het oog op het verrichten van transacties tegen een bied- of laatkoers die overeenkomstig artikel 27 is openbaar gemaakt;
- recht voor MTF's om handelsschermen in andere lidstaten te plaatsen (artikel 29): Overeenkomstig de bepaling die gereglementeerde markten toestaat om handelsschermen te plaatsen of andere regelingen te treffen waardoor leden op afstand die in andere lidstaten gevestigd zijn in staat worden gesteld aan de handel op de gereglementeerde markt deel te nemen, wordt voorgesteld om beleggingsondernemingen die MTF's exploiteren op grond van het beginsel inzake het vrij verrichten van diensten eveneens een dergelijk recht toe te kennen.

Om ervoor te zorgen dat deze nieuwe categorie beleggingsondernemingen voorzorgsmaatregelen treft om de risico's die uit hun activiteiten voortvloeien te dekken, moeten zij overeenkomstig Richtlijn 93/6/EEG over voldoende aanvankskapitaal en een aanvullend bedrag aan eigen vermogen beschikken. Bij de vaststelling van de kapitaalvereisten en het aan te houden eigen vermogen wordt rekening gehouden met de ontwikkeling van de regelgeving in de EU terzake en in andere internationale verbanden, met name de ontwikkelingen met betrekking tot de kapitaalkosten voor operationeel risico.

Het wordt niet passend geacht om verplichte toelatingsvoorwaarden vast te stellen voor de via een MTF verhandelde instrumenten. Een MTF is een zuivere handelsfunctionaliteit waarbij de deelnemers mogen beslissen welk specifiek financieel instrument zij wensen te verhandelen. Wanneer echter via de systemen van een MTF op regelmatige basis een instrument wordt verhandeld dat ook op een gereglementeerde markt wordt verhandeld, dient de MTF de noodzakelijke stappen te nemen om te verifiëren of het instrument en de emittent voldoen aan de desbetreffende bepalingen van het Gemeenschapsrecht (b.v. openbaarmaking).

## 5. De uitvoering van transacties door beleggingsondernemingen

Het voorstel omvat een stelselmatige modernisering van de verplichtingen voor beleggingsondernemingen die transacties verrichten buiten de regels en systemen van een „gereglementeerde markt” of MTF om. Aan deze herziening liggen twee verschillende overwegingen ten grondslag:

- er moet een oplossing worden gevonden voor bijzondere problemen in verband met de belangenconflicten die kunnen ontstaan wanneer geïntegreerde entiteiten (makelaars/handelaars) intern de orders van cliënten uitvoeren;
- er dient een doeltreffend en evenredig antwoord te worden geformuleerd op het argument dat de uitvoering van orders door handelaars en makelaars/handelaars buiten de beurs om een efficiënte koersvorming kan ondermijnen, en daarmee beleidsmaatregelen op het gebied van „optimale uitvoering” kan aantasten.

### *Belangenconflicten bij (intern opererende) makelaars/handelaars*

De discussie rond „interne afhandeling” heeft de reeds veel voorkomende belangentegenstelling die ontstaat wanneer beleggingsondernemingen de functie van makelaar en handelaar cumuleren, sterker voor het voetlicht gebracht. De uitvoering van orders van cliënten tegen de eigen posities van de onderneming roept de vraag op of beleggers er op kunnen vertrouwen dat hun belangen prevaleren wanneer de makelaar/handelaar voor hun rekening optreedt. Deze problemen worden nog verscherpt wanneer een beleggingsonderneming gebruik maakt van systemen en procedures om het aantal tegen eigen posities of tegen andere orders van cliënten uitgevoerde orders te maximaliseren.

Bij de beoordeling van de noodzaak om de uitvoering van orders door beleggingsondernemingen aan aanvullende controles en waarborgen te onderwerpen, moet rekening worden gehouden met de verplichtingen jegens beleggers waaraan deze ondernemingen reeds moeten voldoen, en die betrekking hebben op de wijze waarop een beleggingsonderneming orders van cliënten kan uitvoeren. Met name verplichtingen inzake „optimale uitvoering” houden in dat de beleggingsonderneming geen onbeperkte vrijheid heeft om te beslissen hoe zij voor rekening van cliënten orders uitvoert. De Commissie is evenwel van mening dat de bestaande regels inzake de bescherming van beleggers aanzienlijk moeten worden aangescherpt om rekening te houden met de mogelijkheid dat belangenconflicten bij geïntegreerde makelaars/handelaars nadelig zijn voor hun cliënten. Het RBD-voorstel beoogt evenredige en effectieve beschermende maatregelen vast te stellen op basis van een definitieve en solide rechtsgrondslag. Met name wordt voorgesteld om:

- een nieuwe afzonderlijke bepaling inzake belangenconflicten in te voeren die onder meer betrekking heeft op belangenconflicten die zich kunnen voordoen bij ondernemingen die de diensten van makelaars en handelaars integreren (artikel 16). Deze bepaling moet ervoor zorgen dat de beleggingsonderneming op zodanige wijze is georganiseerd dat de belangen van cliënten niet worden geschaad door belangenconflicten tussen de makelarij- en handelsactiviteiten van de onderneming. Makelaars/handelaars moeten belangenconflicten onderkennen, voorkomen of anderszins beheersen zodat zij de belangen van de cliënten niet schaden. Juridisch bindende uitvoeringsmaatregelen waarin de soorten administratieve en organisatorische regelingen worden gespecificeerd die makelaars/handelaars moeten treffen zullen op niveau 2 worden ontwikkeld;
- de verplichtingen inzake „optimale uitvoering” aan te scherpen (artikel 19): de beleggingsonderneming wordt ertoe verplicht om aan te tonen dat zij zo veel mogelijk getracht heeft om orders tegen de voor de cliënt voordeligste voorwaarden uit te voeren. Deze verplichting beperkt de mogelijkheid om orders intern uit te voeren tot situaties waarin deze uitvoering kan plaatsvinden tegen even gunstige of gunstiger voorwaarden dan op een gereguleerde markt of een ruimere markt het geval zou zijn.
- regels voor de uitvoering van orders van cliënten vast te stellen (artikel 20): deze regels moeten ervoor zorgen dat orders van cliënten vlot en overeenkomstig objectieve voorrangscriteria worden uitgevoerd. Met deze bepalingen wordt beoogd ervoor te zorgen dat de beleggingsonderneming actieve stappen neemt om de uitvoering van de order van de cliënt te vergemakkelijken en te voorkomen dat de belangen van cliënten nadelig worden beïnvloed door eigenbelang of onachtzaamheid van de onderneming. Bovendien wordt voorgesteld dat limietorders die de beleggingsonderneming zelf niet overeenkomstig de gespecificeerde voorwaarden kan uitvoeren, op de ruimere markt worden uitgevoerd.

#### *De uitvoering van transacties buiten de beurs en efficiënte koersvorming*

Transparantieregels zijn volgens het voorstel het voornaamste middel om de efficiëntie van de koersvorming te vrijwaren en „optimale uitvoering” te bevorderen in een situatie waarin de uitvoering van orders via een groot aantal markten en systemen in de gehele EU plaatsvindt. De bekendgemaakte prijzen en nadere gegevens over buitenbeurstransacties die door beleggingsondernemingen zijn verricht kunnen informatie bevatten die belangrijk is voor de waardering van instrumenten door andere marktdeelnemers. Het is derhalve van cruciaal belang om na te gaan in hoeverre de uitvoering van buitenbeurstransacties door beleggingsondernemingen aan transparantieplichtingen moet worden onderworpen en welke vorm deze dan moeten hebben. Het algemene uitgangspunt hierbij is dat de regels inzake transparantie vooraf en achteraf van toepassing moeten zijn op de uitvoering van buitenbeurstransacties door beleggingsondernemingen, tenzij andere overwegingen — liquiditeitverschaffing, kosten om aan de regelgeving te voldoen — zwaarder wegen dan de voordelen. In de volgende afdelingen worden de conclusies van de Commissie uiteengezet betreffende de vraag of de RBD transparantieplichtingen aan beleggingsondernemingen moet opleggen, en zo ja, in welke vorm.

#### *a) Transparantieplichtingen achteraf (artikel 26)*

Tegen de achtergrond van de wereldwijde concurrentie tussen markten en handelssystemen en het toenemende overwicht van de parallelhandel in blue-chips, kunnen transparantieplichtingen achteraf een belangrijke bijdrage leveren aan het verschaffen van liquiditeit en het onderling verbinden van verschillende handelsplatforms. Door een snelle bekendmaking van prijs- en volumegegevens van afgehandelde transacties kunnen professionele arbitrageurs liquiditeit verplaatsen naar gelang van de op verschillende handelsplaatsen waargenomen bied- en laatprijzen. Transparantieregels die voorbijgaan aan het aanzienlijke en toenemende volume buiten de beurs of via MTF's verrichte transacties zullen per definitie een beperkte reikwijdte hebben en niet optimaal functioneren.



Daarom wordt voorgesteld alle beleggingsondernemingen die aandelentransacties uitvoeren (wanneer deze zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt) te verplichten de prijs en de omvang van de afgehandelde transacties openbaar te maken binnen een tijdspanne die real-time zo dicht mogelijk benadert. Hierbij bestaat de mogelijkheid om de bekendmaking van grote transacties of transacties in niet-liquide aandelen uit te stellen om handelaars in staat te stellen grote posities af te wikkelen voordat hun risicopositie bekend wordt gemaakt aan andere marktdeelnemers. Door uitstel van bekendmaking van grote transacties toe te staan voorkomt de voorgestelde transparantieregulering achteraf dat eigen handelsposities worden onthuld en beperkt zij eventuele negatieve gevolgen voor de liquiditeitsverschaffing.

Beleggingsondernemingen behouden een aanzienlijke flexibiliteit met betrekking tot de te treffen voorzieningen om aan deze verplichting te voldoen. Een minimumverplichting is dat zij de bijzonderheden rapporteren van afgehandelde buitenbeurstransacties op een „gereglementeerde markt” waarvan zij lid zijn (en waarmee zij reeds invoergegevens uitwisselen). Wanneer dergelijke verbindingen eenmaal tot stand zijn gekomen kunnen beleggingsondernemingen hun transacties tegen lage kosten bekendmaken.

#### b) *Transparantieplichtingen vooraf*

Bij de voorbereiding van het voorstel inzake de herziening van de RBD hebben de diensten van de Commissie uitvoerig aandacht besteed aan de transparantieplichtingen vooraf met betrekking tot buitenbeurstransacties van beleggingsondernemingen. De reden om een dergelijke verplichting in overweging te nemen houdt verband met de algemene veronderstelling dat een maximalisering van de informatiestroom naar marktdeelnemers het koersvormingsproces zal verbeteren. Beoordeeld vanuit het perspectief van „optimale uitvoering” of efficiënte koersvorming volstaat het niet om de voorwaarden te kennen waaronder de laatste transactie werd gesloten. Het feit dat een specifieke plaats van uitvoering de gunstigste voorwaarden bood voor de laatste transactie geeft marktdeelnemers en beleggers nog geen garantie dat deze plaats ook de beste voorwaarden voor de volgende transactie zal bieden. Met een absolute verplichting tot „optimale uitvoering” als ijkpunt kunnen marktdeelnemers en beleggers evenwel profiteren van toegang tot informatie over alle bestaande handelsmogelijkheden, en niet alleen over de handelsmogelijkheden op gereglementeerde markten en MTF's. Beleggingsondernemingen kunnen, bij het verwerken van orders van beleggers of bij de openbaarmaking van noteringen aan andere marktdeelnemers, informatie bezitten of genereren die tevens van invloed kan zijn op de algemene marktwaarde van een bepaald instrument.

Gezien de wezenlijke verschillen tussen bilaterale handel en de uitvoering van orders door beleggingsondernemingen en beurzen, kunnen transparantieplichtingen vooraf die bedoeld zijn voor gereglementeerde markten en MTF's, niet rechtstreeks worden geëxtrapoleerd naar handelaars en makelaars-handelaars. Handelsbelangen worden via een openbaar orderboek bekendgemaakt in het besef dat zij aan andere marktdeelnemers worden meegedeeld. Derhalve kan een ruimere bekendmaking van deze handelsbelangen worden voorgeschreven zonder zich zorgen te maken over de mogelijke gevolgen voor de eigen posities van marktdeelnemers. Dit geldt evenwel niet voor handelaars van wie het vermogen om zaken te doen onlosmakelijk verbonden is met hun vermogen om op selectieve of discretionaire basis prijzen bekend te maken. Het zou vanuit het oogpunt van de liquiditeitsverschaffing contraproductief zijn om beleggingsondernemingen te dwingen uitvoerige bijzonderheden over hun handelsportefeuille op de ruimere markt openbaar te maken.

Op grond van deze overwegingen stelt de Commissie voor om transparantieplichtingen voorafgaand aan de transactie voor beleggingsondernemingen vast te stellen in de vorm van een regel inzake de bekendmaking van limietorders (artikel 20) en een regel inzake de openbaarmaking van noteringen voor aandelenorders van geringe omvang (artikel 25).

Overeenkomstig de bekendmakingsregel voor limietorders moet de beleggingsonderneming de limietorders die zij zelf niet tegen de gespecificeerde prijs kan of wil uitvoeren, onmiddellijk openbaar maken. Limietorders vormen een bijzonder krachtig prijssignaal omdat zij de precieze waarde die de belegger aan de transactie hecht, duidelijk aangeven. In sommige markten zijn limietorders een normale of zelfs de meest gangbare vorm waarin orders van beleggers worden uitgedrukt. Circa 62,9 % van de orders voor kleine transacties van minder dan 5 000 aandelen op de CAC 40 index van Euronext Parijs (in september 2001) hadden de vorm van limietorders. Dit percentage stijgt naarmate de omvang van de transacties toeneemt.

De bekendmakingsregel voor limietorders moet ervoor zorgen dat beleggingsondernemingen geen koers-relevante informatie — die besloten ligt in de voorwaarden van een niet-uitgevoerde limietorder — voor andere marktdeelnemers achterhouden. De regel moet ervoor zorgen dat deze informatie op zodanige wijze openbaar wordt gemaakt dat zij onmiddellijk en gemakkelijk zichtbaar is voor andere marktdeelnemers en de markt als geheel. De regel biedt de mogelijkheid om met betrekking tot grote transacties of op verzoek van de cliënt van openbaarmaking af te zien. De regel verbiedt de beleggingsonderneming niet om de transactie intern af te handelen mits dit onmiddellijk geschiedt zodat de cliënt kan profiteren van de snelste en meest passende wijze van uitvoering, en op voorwaarde dat de cliënt vooraf uitdrukkelijk toestemming heeft gegeven. Gezien de toename van limietorders en het belang van deze orders als bron van koersrelevante informatie, vormt de bekendmakingsregel een belangrijke waarborg voor algehele marktefficiëntie.

Bovendien stelt de Commissie voor om beleggingsondernemingen die een handelsportefeuille exploiteren te verplichten een bied- en laatkoers bekend te maken, voor een gespecificeerde transactieomvang in de meest liquide aandelen (een regel inzake de openbaarmaking van noteringen). Deze bepaling strookt met het algemene streven om zoveel mogelijk informatie te verstrekken over het transactievolume. Het koersvormingsproces als geheel en de effectieve handhaving van de verplichting inzake „optimale uitvoering” zijn erbij gebaat indien (grote) handelaars en makelaars/handelaars ertoe worden verplicht de voorwaarden waartegen zij bereid zijn transacties te sluiten, mee te delen.

Een dergelijke regel verschaft andere marktdeelnemers enig inzicht in de voorwaarden waartegen de beleggingsonderneming bereid is transacties te sluiten voor de omvang van de gespecificeerde transactie in het desbetreffende aandeel. Hierdoor wordt informatie verspreid over de bestaande handelsmogelijkheden, en kan een nog groter aantal uitvoeringsmogelijkheden in overweging worden genomen met het oog op de „optimale uitvoering”. Ook makelaars/handelaars die orders van cliënten intern afhandelen zullen van tevoren enige aanwijzingen moeten geven over de voorwaarden waartegen zij „marktorders” van cliënten (orders ter uitvoering tegen de best mogelijke koers) kunnen matchen.

Zoals hierboven reeds is uiteengezet dient de regel inzake de openbaarmaking van noteringen er niet toe te leiden dat de posities van handelaars aan de grote klok worden gehangen zodat zij niet in staat zijn om posities met winst af te wikkelen, en de prikkel verliezen om als permanente bron van liquiditeit in de markt te fungeren. Onderzoek vanuit de VS afkomstig theoretisch en empirisch materiaal wijst uit dat de vrees dat transparantie vooraf de liquiditeitsverschaffing zou belemmeren uitsluitend gerechtvaardigd is in het geval van transacties van grote omvang of transacties in niet-liquide effecten. Een naar behoren geijkte transparantiereguleer vooraf lijkt handelaars en markt makers er niet van te weerhouden de markt op winstgevende basis van liquiditeit te blijven voorzien. De regelgeving van het SOES („small order execution system”-uitvoeringssysteem voor kleine orders) dat door de NASD wordt geëxploiteerd is een voorbeeld van regelgeving waarin wordt bepaald dat de prijzen van transacties van een welbepaalde omvang moeten worden bekend gemaakt, en waarin rekening wordt gehouden met de verschillende liquiditeitsniveaus in de desbetreffende aandelen. Bovendien blijkt uit in de VS opgedane ervaring dat de openbaarmaking van prijzen de transactievolumes en de algehele marktliquiditeit ten aanzien van de openbaar gemaakte bied- en laatprijzen en de omvang van de transacties kan vergroten. Tegen deze achtergrond wordt voorgesteld dat verplichte openbaarmaking van prijzen moet worden beperkt tot transacties van geringe omvang in zeer liquide aandelen. Aldus kan deze openbaarmaking geen belangrijk obstakel vormen voor het verrichten van transacties voor eigen rekening en risico door banken.

De invoering van een regel inzake de openbaarmaking van noteringen zal enige kosten voor beleggingsondernemingen met zich brengen in verband met de bekendmaking van noteringen. Zij zullen er met name voor moeten zorgen dat de verplicht openbaar te maken bied- en laatprijzen voortdurend en in real-time zichtbaar en toegankelijk zijn voor marktdeelnemers — bij voorkeur door middel van systemen die noteringen van zoveel mogelijk beleggersondernemingen consolideren. Deze kosten zullen zo laag mogelijk worden gehouden door een behoorlijke specificatie van de reikwijdte van de verplichting en de rapporteringsmethoden. De voorgestelde regel inzake de openbaarmaking van noteringen bepaalt tevens dat kleine handelaars, die waarschijnlijk niet in belangrijke mate bijdragen tot de liquiditeit of de koersvorming van aandelen, van de verplichting kunnen worden uitgesloten.

## **6. Conclusies betreffende de regelgeving inzake de uitvoering van transacties**

De voorgestelde richtlijn betreffende de herziening van de RBD beoogt een regelgevingskader tot stand te brengen waarin de verplichtingen zijn aangepast aan het specifieke risicoprofiel van verschillende marktdeelnemers en waarin rekening wordt gehouden met de interactie tussen verschillende handelsmethoden op het gebied van de concurrentie en de regelgeving, teneinde de algehele marktefficiëntie te handhaven. In de hiernavolgende tabel worden de meest opvallende kenmerken van deze regelgeving samengevat.

**Beknopt overzicht van het regelgevend kader dat van toepassing is op verschillende methoden voor de uitvoering van transacties**

	Marktintegriteit	Handelsprocessen	Belangenconflicten vs. Orders van cliënten	Optimale uitvoering	Transparantie achteraf	Transparantie vooraf
Gereguleerde markt	Markttoezicht	Voorafgaande goedkeuring van de toezichthouder	NVT	NVT	Volledige bekendmaking van alle transacties op de markt. Uitstel voor grote transacties	Omvang/categorie te specificeren — niet voor grote transacties in nietliquide aandelen.
MTF	Vermogen om ongebruikelijke transacties op te sporen en te melden	Voorafgaande goedkeuring van de toezichthouder	NVT	NVT	Zoals bij gereguleerde markt	Zoals bij gereguleerde markt
Handelaar	Voldoen aan de richtlijn Markt-misbruik	NVT	NVT	NVT	Zoals bij gereguleerde markt per transactie	Openbaarmaking van noteringen voor grote handelaars
Makelaar/handelaar	Voldoen aan de richtlijn Markt-misbruik	Regels voor de uitvoering van orders van cliënten	Administratieve en organisatorische voorzieningen	Versterkte verplichting	Zoals bij gereguleerde markt per transactie	Regels voor de uitvoering van orders van cliënten en openbaarmaking van noteringen voor grote makelaars/handelaars
Makelaar	Voldoen aan de richtlijn Markt-misbruik	(sommige) regels voor de uitvoering van orders van cliënten	NVT	Versterkte verplichting	Zoals bij gereguleerde markt per transactie	NVT

**DEEL III — DE BESCHERMING VAN BELEGGERS EN DE REGELGEVING VOOR BELEGGINGSONDERNEMINGEN (TITEL II):**

De voorgestelde richtlijn harmoniseert de voorwaarden voor de initiële vergunningverlening aan en de bedrijfsuitoefening van in de EU gevestigde beleggingsondernemingen. De desbetreffende bepalingen verschaffen een hoog niveau van bescherming aan beleggers of cliënten die een beroep doen op beleggingsondernemingen om advies te verstrekken, voor hun rekening op de markt op te treden of om hun persoonlijke beleggingsportefeuille te beheren. De cliënten van deze ondernemingen moeten erop kunnen vertrouwen dat beleggingsondernemingen waaraan om het even waar in de EU op geldige wijze vergunning is verleend, met toewijding en in het belang van hun cliënten handelen. Wanneer aan deze voorwaarden is voldaan moeten vergunninghoudende beleggingsondernemingen in staat worden gesteld om ook cliënten in andere lidstaten diensten te verlenen op basis van de vergunning van het land van herkomst en het lopende toezicht door de bevoegde autoriteit van dat land.

De bepalingen van de huidige RBD volstaan niet om de volgende twee doelstellingen te verwezenlijken:

- de voorschriften van de RBD inzake de bescherming van beleggers zijn verouderd. Zij geven niet voldoende vat op de talrijke belangenconflicten die ontstaan wanneer beleggingsondernemingen een breder scala van activiteiten ten behoeve van cliënten en voor eigen rekening onder één dak verenigen. Zij leggen beleggingsondernemingen geen effectieve verplichtingen op om ten behoeve van hun cliënten gebruik te maken van het grotere gamma van faciliteiten voor de uitvoering van orders. Met het onderhavige voorstel worden de bepalingen inzake vergunningverlening aan en lopend toezicht op beleggingsondernemingen systematisch en grondig herzien om deze tekortkomingen weg te werken;
- in de vigerende richtlijn ontbreekt het minimum aan geharmoniseerde verplichtingen inzake de bescherming van beleggers dat noodzakelijk is om de wederzijdse erkenning van vergunningverlening en operationele vereisten te ondersteunen. De richtlijn bevat een combinatie van al te globale beginselen, die niet worden gescreend door operationele richtsnoeren en die worden ondermijnd doordat ruim is voorzien in afwijkingen ten behoeve van het „algemeen belang”; dit heeft de beleggingsondernemingen beperkt in hun mogelijkheden om gebruik te maken van de vrijheden van het Verdrag op basis van het toezicht van het land van herkomst. Met de herformulering van de RBD wordt voorgesteld een hoog niveau van bescherming van beleggers te waarborgen en op basis van dit uitgangspunt te verduidelijken dat beleggingsondernemingen die in andere lidstaten vrij diensten verrichten, uitsluitend onderworpen zullen worden aan het toezicht van de lidstaat van herkomst.

Om deze tekortkomingen te verhelpen beoogt het voorstel een verstrekkende modernisering en versterking van de verplichtingen waaraan beleggingsondernemingen moeten voldoen wanneer zij diensten aan cliënten aanbieden of op de markt handelen, evenals van de rechten die beleggingsondernemingen uit hoofde van de RBD-vergunning kunnen uitoefenen. De desbetreffende bepalingen omvatten:

- voorwaarden voor de initiële vergunningverlening, met inbegrip van organisatorische eisen (artikel 4 tot en met 14);
- algemene uitoefeningsvoorwaarden met inbegrip van het onderkennen en beheersen van belangenconflicten (artikelen 15 tot en met 17);
- verplichtingen voor beleggingsondernemingen bij het verrichten van diensten voor cliënten, met inbegrip van gedragsregels, verplichtingen inzake optimale uitvoering en regels voor de uitvoering van orders van cliënten (artikelen 18 tot en met 22);
- vereisten om de marktefficiëntie en -integriteit in stand te houden, met inbegrip van transparantieplichtingen (artikelen 23 tot en met 28);
- bepalingen inzake de rechten van beleggingsondernemingen (artikelen 29 tot en met 32).

De belangrijkste inhoudelijke wijzigingen die in de voornaamste maatregelen ter bescherming van beleggers zijn aangebracht worden in deze afdeling besproken. De eis dat beleggingsondernemingen moeten voldoen aan transparantieplichtingen voor buitenbeurstransacties is in de vorige afdeling uitvoerig behandeld en komt niet meer aan de orde.

### 1. Kapitaaltoereikendheid (artikelen 11 en 17)

Net als onder de bestaande richtlijn is het een eerste voorwaarde voor de vergunning en bedrijfsvoering als beleggingsonderneming dat aan de initiële en permanente kapitaalvereisten, zoals bepaald in Richtlijn nr. 93/6/EEG, is voldaan.

Het voorstel voor een herziening van de RBD beoogt een wijziging van de richtlijn kapitaaltoereikendheid, op grond waarvan beleggingsondernemingen die alleen beleggingsadviezen verstrekken, worden vrijgesteld van de verplichtingen uit hoofde van de richtlijn kapitaaltoereikendheid. Hiertoe wordt in artikel 62 voorgesteld om aan artikel 2, punt 2, van Richtlijn 93/6/EEG een vierde punt toe te voegen op grond waarvan beleggingsondernemingen die alleen een vergunning hebben voor het verstrekken van beleggingsadvies, niet als beleggingsondernemingen in de zin van de RKT worden beschouwd. Deze speciale behandeling van beleggingsadviseurs in de richtlijn kapitaaltoereikendheid is een toevoeging aan de bestaande uitzondering voor beleggingsondernemingen die orders van beleggers in ontvangst nemen en doorgeven zonder dat zij aan hun cliënten toebehorende gelden en/of effecten aanhouden.

Een speciale behandeling met betrekking tot de kapitaalvereisten kan gerechtvaardigd worden door het feit dat deze entiteiten geen tegenpartijrisico of systeemrisico opleveren voor andere marktdeelnemers, en dat cliënten niet worden blootgesteld aan het risico van een rechtstreeks verlies van gelden en activa wanneer zij met adviseurs in zee gaan. Het belangrijkste risico dat in verband met deze activiteit wettelijk moet worden geregeld, is het juridische/operationele risico dat zou kunnen ontstaan indien niet de nodige zorgvuldigheid („due diligence”) wordt betracht bij het geven van beleggingsadviezen aan individuele cliënten. Bij het voorstel wordt de verplichting ingevoerd om een beroepsaansprakelijkheidsverzekering voor dergelijke risico's af te sluiten, zodat de onderneming alle schade kan dekken die jegens cliënten ontstaat als gevolg van een ontoereikende uitvoering van deze activiteit. Deze verplichting, alsmede de hoogte van de dekking van de verplichte beroepsaansprakelijkheidsverzekering zullen worden gebaseerd op de overeenkomstige bepalingen van de richtlijn betreffende verzekeringsbemiddeling.

In het kader van de huidige herziening van de kapitaalvereisten is de Commissie bezig voorstellen te ontwikkelen om de bestaande regeling te wijzigen. Daarbij zal de Commissie ten volle rekening houden met de situatie van beleggingsondernemingen met een laag risico, met inbegrip van beleggingsadviseurs.

## 2. Belangenconflicten (artikel 16)

Het is noodzakelijk geworden om een afzonderlijke bepaling in de RBD op te nemen voor het stijgend aantal gevallen waarin de verschillende belangen van de beleggingsonderneming, haar bestuurders en werknemers strijdig kunnen zijn met die van haar cliënten. De toenemende verscheidenheid van de activiteiten die veel beleggingsondernemingen en banken onder één dak hebben ondergebracht, heeft de mogelijkheid van belangenconflicten tussen deze verschillende activiteiten en die van cliënten vergroot. Dit gaat gepaard met meer prikkels en terechte bezorgdheid in verband met conflicten tussen cliënten. Door de fragmentarische behandeling van belangenconflicten in het kader van de bestaande RBD kan hierop niet samenhangend of doeltreffend worden gereageerd, hetgeen cruciaal is voor de behartiging van de belangen van cliënten.

Door een afzonderlijke bepaling op te nemen die het mogelijk maakt om gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen op te stellen via de comitéprocedure, kunnen regelgevers eensgezind en passend reageren op bepaalde soorten belangenconflicten die bijzondere aandacht vereisen. Dit zou het bijvoorbeeld mogelijk maken om gericht op te treden tegen conflicten die bijvoorbeeld voortkomen uit het cumuleren van financiële analyse/researchactiviteiten en makelarij- of overname-/plaatsingsactiviteiten, of ook de afhandeling van orders van cliënten door makelaars-handelaars.

Met de voorgestelde bepaling wordt de verplichting ingevoerd voor beleggingsondernemingen om allereerst na te gaan of er belangenconflicten zijn die uit hun bedrijfsactiviteiten voortvloeien en die de belangen van hun cliënten kunnen schaden. Vervolgens zouden de beleggingsondernemingen worden verplicht om:

- ofwel ervoor te zorgen dat deze belangenconflicten de belangen van hun cliënten niet schaden;
- ofwel organisatorische en administratieve regelingen te treffen die hen in staat stellen om deze belangenconflicten zodanig te hanteren dat de belangen van cliënten niet worden geschaad.

De bepaling schrijft niet voor van welke aard de organisatorische of administratieve regelingen moeten zijn die passend worden geacht voor het hanteren van verschillende vormen van belangenconflicten noch op welke wijze belangenconflicten, waar nodig, moeten worden bekendgemaakt. Er wordt bepaald dat er op niveau 2 gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen worden vastgesteld om deze punten te regelen.

Indien de onderneming heeft getracht belangenconflicten op te lossen door organisatorische regelingen in te voeren maar er niet met redelijke zekerheid kan worden vastgesteld dat deze belangenconflicten de belangen van cliënten niet langer potentieel kunnen schaden, maakt de onderneming het bestaan van de resterende belangenconflicten bekend aan de cliënt. Deze bekendmaking kan, indien passend of noodzakelijk, van algemene aard zijn.

## 3. In acht te nemen gedragsregels bij het verrichten van beleggingsdiensten voor cliënten (artikel 18)

De gedragsregels voor het verrichten van beleggingsdiensten zijn een van de pijlers van de bescherming van de belegger. De tenuitvoerlegging van de huidige bepaling werd belemmerd door een gebrek aan duidelijkheid omtrent de interpretatie van de voornaamste operationele begrippen (professionele belegger/kleine belegger), de dubbelzinnigheid met betrekking tot de rol van de autoriteiten in de lidstaat van herkomst en de lidstaat van ontvangst bij het afdwingen van deze verplichtingen, de overlapping met vraagstukken betreffende de marktintegriteit, en de opneming van moeilijk uitvoerbare toetsen („door-kijk”-vereiste). Deze bepaling is grondig herzien teneinde de rudimentaire en dubbelzinnige beginselen die in de bestaande richtlijn zijn vastgelegd te actualiseren. Bij deze herziening van de grondbeginselen is volledig rekening gehouden met de normen voor de bescherming van de belegger die onlangs door het CEER zijn aangenomen.

Een van de voornaamste doelstellingen van deze ingrijpende wijziging was om duidelijke en juridisch bindende richtsnoeren te geven voor de tenuitvoerlegging van de algemene grondbeginselen. Daartoe voorziet de bepaling in de vaststelling van gemeenschappelijke gedragsregels via de comitéprocedure. Er is voorzien dat bij de toepassing van deze gedetailleerde regels een onderscheid wordt gemaakt tussen verschillende beleggingsdiensten en tussen professionele en kleine beleggers, die verschillende vormen en een verschillende mate van bescherming uit hoofde van de zorgplicht vereisen. Bijlage II bij het voorstel bevat de criteria en procedures om te bepalen wanneer een cliënt kan worden ingedeeld als „professionele cliënt” ten aanzien van wie minder strenge gedragsregels gelden. Deze indeling is gebaseerd op de werkzaamheden die het Comité van Europese effectenregelgevers heeft verricht in overleg met de marktdeelnemers. De gedetailleerde uitvoeringsvoorschriften zullen ook gedifferentieerd worden toegepast op beleggingsdiensten of nevdiensten en/of op verschillende vormen van dienstverlening (bijvoorbeeld portefeuillebeheer en louter uitvoerende makelarij) of instrumenten.

Ten aanzien van de activiteiten van bijkantoren wordt voorgesteld dat de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst de verantwoordelijkheid op zich neemt voor de handhaving van de gedragsregels, aangezien deze autoriteit het dichtst bij het bijkantoor staat en derhalve in een betere positie verkeert om inbreuken op de verplichtingen inzake de transacties tussen ondernemingen en cliënten op te sporen en aan te pakken. Het beheer van de relaties tussen onderneming en cliënt op het niveau van het bijkantoor impliceert dat beleggingsondernemingen het geen probleem achten om op dit gebied samen te werken met de autoriteiten van de lidstaat van ontvangst.

#### 4. Optimale uitvoering (artikel 19)

Een doeltreffende verplichting voor beleggingsondernemingen tot „optimale uitvoering” kan ertoe bijdragen dat de spreiding van handel over verschillende plaatsen van uitvoering in het voordeel in plaats van in het nadeel van de cliënten werkt. Een actief beleid inzake „optimale uitvoering” zal beleggingsondernemingen ertoe aanzetten de handelsvoorwaarden op een reeks handelsplatforms te bezien en gebruik te maken van „slimme” technieken voor het routeren van orders, teneinde hun cliënten tegen de voordeligste prijzen te bedienen. Aldus zal de concurrentie tussen makelaars leiden tot verbeteringen in de kwaliteit van de uitvoering in het voordeel van de belegger. Dit zou moeten resulteren in betere makelaarsdiensten voor cliënten in vergelijking tot de huidige praktijk waarbij ondernemingen alleen verplicht zijn om de geldende prijs op de plaatselijke gereguleerde markt te matchen.

„Optimale uitvoeringsregels” zijn ook belangrijk vanuit een ruimer perspectief van marktefficiëntie. De goede werking van een geïntegreerde financiële markt vereist een doeltreffende, vrije, onmiddellijke en grensoverschrijdende interactie tussen orders om financiële instrumenten te kopen en te verkopen. Door beleggingsondernemingen te verplichten om de handelsvoorwaarden op een redelijk aantal plaatsen van uitvoering te bezien en orders te routeren naar de plaatsen die de gunstigste prijzen bieden, zal ervoor gezorgd worden dat de liquiditeit snel inspeelt op prijsverschillen. Aldus zal een doeltreffend beleid inzake „optimale uitvoering” ertoe bijdragen dat de liquiditeit naar de efficiëntste en meest concurrerende plaatsen van uitvoering van orders gaat, en als waarborg dienen voor de algehele efficiëntie van de markt.

In het licht van het voorgaande is het een belangrijk oogmerk van de RBD-herziening om een afzonderlijke bepaling op te nemen inzake de verplichtingen van makelaars en makelaars-handelaars tot „optimale uitvoering”. Het eerste deel van deze bepaling betreft de verplichting voor alle beleggingsondernemingen die voor rekening van cliënten handelen, om de nodige zorgvuldigheid te betrachten opdat de order wordt uitgevoerd op de meest gunstige voorwaarden voor de cliënt. Het biedt een algemene maatstaf voor de beoordeling van de uitvoering van orders van cliënten in gevallen waarin transacties in het onderhavige instrument potentieel op verschillende handelsplatforms kunnen worden verricht. Deze maatstaf is in de eerste plaats de gunstigste nettoprijs voor de cliënt. Er wordt echter ook rekening gehouden met andere factoren die van invloed kunnen zijn op de optimale afhandeling van de order, zoals het tijdstip en de omvang van de order. Deze overwegingen kunnen in het bijzonder van belang zijn voor professionele cliënten met grotere orders die wellicht een meer gecompliceerde behandeling vereisen.

Het is niet de taak van de bevoegde autoriteit om na te gaan of de beleggingsonderneming de gunstigste prijs verkrijgt voor alle transacties die zij voor rekening van cliënten verricht: in plaats daarvan dient de bevoegde autoriteit na te gaan of de beleggingsonderneming procedures hanteert die een „optimale uitvoering” van de orders van cliënten zo waarschijnlijk mogelijk maken, gelet op de gunstigste voorwaarden die bestaan op de verschillende plaatsen van uitvoering op de markt. Wil de bepaling effect sorteren, dan is het van belang om aan te geven onder welke omstandigheden een beleggingsonderneming geacht kan worden redelijke pogingen te hebben ondernomen om een optimale uitvoering voor rekening van haar cliënt te bewerkstelligen — met name door ervoor te zorgen dat zij toegang heeft tot een voldoende aantal plaatsen van uitvoering die stevast voor een „optimale uitvoering” zorgen.

Een derde onderdeel van de bepaling is de vereiste dat de beleggingsonderneming regelmatig de procedures beziet die zij hanteert om een „optimale uitvoering” voor rekening van haar cliënten te verzekeren. Met het oog hierop dient zij de regelingen die zij hanteert voor de uitvoering van de orders van cliënten, voortdurend te evalueren en aan te passen, teneinde ervoor te zorgen dat deze optimale resultaten opleveren.

De voornaamste aspecten van de verplichting tot „optimale uitvoering” zijn aan de gedragsregels van het CEER ontleend. In de bepaling wordt voorzien dat er gedetailleerde maatregelen worden vastgesteld via de comitéprocedure om duidelijk te maken hoe cruciale onderdelen van deze nieuwe verplichting moeten worden geïnterpreteerd en ten uitvoer gelegd.

## 5. Regels voor de uitvoering van orders van cliënten (artikel 20)

Regels betreffende de wijze waarop de orders van cliënten worden afgehandeld en uitgevoerd, kunnen het vertrouwen in de onpartijdigheid en kwaliteit van de uitvoeringsdiensten vergroten. In het voorstel wordt derhalve bepaald dat beleggingsondernemingen procedures invoeren die een billijke en spoedige uitvoering van orders van cliënten mogelijk maken. Billijkheid en spoed slaan in de context van deze bepaling niet op de kwaliteit van de uitvoering van een bepaalde order in het licht van de voorwaarden op de markt in het algemeen („optimale uitvoering”), maar in vergelijking tot de afhandeling van andere orders van cliënten of eigen transacties van de beleggingsonderneming.

In deze bepaling wordt erkend dat de belegger volledig op de hoogte dient te zijn van de verschillende kanalen waarlangs zijn order kan worden uitgevoerd. De informatie die van tevoren aan de belegger wordt verstrekt, dient hem in staat te stellen om met kennis van zaken te oordelen over de mogelijke risico's en voordelen die aan elk van de verschillende kanalen verbonden zijn. Wanneer de belegger niet zijn voorkeur te kennen geeft, wordt in de richtlijn bepaald dat zijn orders automatisch gerouteerd dienen te worden via die kanalen, zoals gereglementeerde markten of MTF's, die geen aanleiding geven tot mogelijke bezorgdheid met betrekking tot de bescherming van de belangen van de belegger (met name wat betreft eventuele belangenconflicten). Met het oog hierop dient de cliënt zijn uitdrukkelijke toestemming te geven voordat zijn orders elders dan op een „gereglementeerde markt” of MTF (dit is via OTC of tegen eigen posities/intern verrichte transacties) worden uitgevoerd. De beleggingsonderneming zal het recht hebben om zelf te bepalen of deze voorafgaande toestemming in het algemeen wordt gevraagd (bijvoorbeeld bij de aanvang van de relatie) dan wel per transactie. Indien het een algemene toestemming betreft, dient deze jaarlijks te worden hernieuwd.

In het geval van limietorders waarbij de cliënt specifieke voorwaarden stelt die een onmiddellijke uitvoering van de order verhinderen, dient de onderneming stappen te nemen om de onmiddellijke uitvoering te faciliteren — ofwel door deze naar een „gereglementeerde markt” of MTF te routeren, ofwel door de limietorder op enig andere wijze aan de markt kenbaar te maken teneinde andere marktdeelnemers in de gelegenheid te stellen om een transactie aan te gaan tegen de gestelde voorwaarden.

## 6. Transacties met ervaren tegenpartijen (artikel 22)

OTC-transacties tussen financiële instellingen en gespecialiseerde handelsentiteiten, zoals handelaren in grondstoffen, vinden over het algemeen op eigen naam en voor eigen rekening plaats. Bij dit soort transacties zijn de gedragsregels respectievelijk de zorgplicht niet van toepassing. In de bestaande richtlijn wordt evenwel niet duidelijk gemaakt welke eventuele verplichtingen bestaan jegens tegenpartijen in het geval van een transactie die niet gepaard gaat met de verstrekking van een „dienst aan een cliënt”. Er wordt derhalve voorgesteld dit soort van handelsrelaties tussen tegenpartijen uitdrukkelijk te regelen in de RBD.

In de bepaling wordt uiteengezet dat in het geval van een transactie waarbij een beleggingsonderneming en een „ervaren tegenpartij” zijn betrokken, de verplichtingen die zouden bestaan jegens een cliënt op grond van de gedragsregels, niet van toepassing zijn. Het biedt derhalve een vrijhaven voor beleggingsondernemingen die een vergunning hebben om met een aantal „ervaren tegenpartijen” te handelen zonder dat de zorgplicht van toepassing is. De beleggingsondernemingen dienen alleen aan de tegenpartij te bevestigen, op enig tijdstip vóór of tijdens (maar niet na) de afsluiting van de transactie, dat deze laatste bereid is bij een of meer transacties van de bescherming van de zorgplicht af te zien. De reikwijdte van de categorie „ervaren tegenpartij” is sterk geïnspireerd op de desbetreffende definitie die het CEER in het kader van de tegenpartijregeling heeft aangenomen. Overeenkomstig de RBD omvat het begrip ervaren tegenpartij de volgende entiteiten:

- Vergunninghoudende kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en verzekeringsmaatschappijen;
- De lidstaten hebben de mogelijkheid om aan aanvullende categorieën van plaatselijk gevestigde entiteiten een vergunning als ervaren tegenpartij te verlenen.

Het feit dat een entiteit in de categorie „ervaren tegenpartijen” valt, doet geen afbreuk aan haar recht om de beleggingsonderneming te verzoeken haar als een „cliënt” te behandelen die de bescherming van de gedragsregels geniet.

## 7. Conclusies inzake de regeling voor beleggingsondernemingen

De voorgestelde wijzigingen op de regeling voor beleggingsondernemingen zullen:

- de voornaamste beschermende maatregelen voor beleggers, die in embryonale vorm in de bestaande richtlijn vervat zijn, kracht bijzetten;

- het mogelijk maken om deze verder uit te werken en af te dwingen ten aanzien van een voortdurend veranderend scala van beleggingsdiensten;
- ervoor zorgen dat beleggingsondernemingen hun bedrijf uitoefenen op een wijze die de algehele integriteit en efficiëntie van de markt ten goede komt;
- een uniforme interpretatie en naleving van deze regels in de hele EU mogelijk maken.

Deze wijzigingen op de RBD leggen derhalve de grondslagen voor een moderne regeling voor beleggingsondernemingen die kan inspringen op de voornaamste uitdagingen met betrekking tot de bescherming van de belegger en de marktefficiëntie, die zich zullen voordoen als gevolg van de voortschrijdende integratie en de gedurige evolutie van de financiële markten.

#### DEEL IV — TOEPASSINGSGEBIED VAN DE RICHTLIJN

Voorgesteld wordt het toepassingsgebied van de richtlijn uit te breiden tot een aantal specifiek op de beleggers gerichte activiteiten en handelsactiviteiten met een financieel karakter die veelal aan beleggers, cliënten of deelnemers aan financiële markten worden aangeboden en/of die aanleiding geven tot beleggings- of marktrisico's welke kunnen worden ondervangen door de toepassing van kernbeginselen van de RBD. De meest opmerkelijke wijziging (afgezien van de opneming in het toepassingsgebied van de richtlijn van de exploitatie van een MTF, waarop uitvoerig wordt ingegaan in deel II) is de uitbreiding van de werkingssfeer van de richtlijn tot beleggingsadvies, financiële analyse en van grondstoffen afgeleide instrumenten.

##### 1. Beleggingsadvies (bijlage I, deel A)

Voorgesteld wordt beleggingsadvies te erkennen als een volwaardige, alsmear belangrijker wordende financiële activiteit die op zichzelf kan worden uitgeoefend. Het feit dat deze activiteit in de RBD thans als een hoofddienst wordt aangemerkt, moet bijdragen tot de totstandkoming van een toezicht- en regelgevingskader dat een evenredige en flexibele aanpak mogelijk maakt van de specifieke risico's die deze activiteit met zich meebrengt voor de belegger. De opneming van beleggingsadvies in het toepassingsgebied van de RBD heeft als voornaamste gevolgen dat:

- beleggingsadviseurs zullen vallen onder de initiële vergunningsvoorwaarden en lopende verplichtingen die in de RBD zijn vastgelegd. Er moeten evenredige en passende toezichtnormen worden vastgesteld om het risico aan te pakken dat beleggers lopen in geval van ongepast advies of onprofessioneel/onethisch gedrag van adviseurs. De uitbreiding van de werkingssfeer van de RBD tot beleggingsadvies zou de beleggers met name de basisbescherming bieden van gedragsregels bij het zakendoen met adviseurs aan wie in een andere lidstaat vergunning is verleend of die in een andere lidstaat gevestigd zijn (via technologieën voor communicatie op afstand);
- entiteiten (met inbegrip van natuurlijke personen) waarvan de enige of hoofdactiviteit de verstrekking van beleggingsadvies is, verplicht zullen zijn over een vergunning als „beleggingsonderneming” in de zin van de RBD te beschikken en niet langer aan specifieke nationale regelingen onderworpen zullen zijn, zoals thans het geval is;
- ondernemingen die alleen beleggingsadvies verstrekken, met cliënten uit de hele EU grensoverschrijdend of op afstand zaken zullen kunnen doen onder het uitsluitende toezicht van de autoriteit van hun lidstaat van herkomst. Momenteel is het RBD-paspoort voor adviesverstrekking voorbehouden aan banken en beleggingsondernemingen die de thans bestaande hoofddiensten verrichten. De meeste beleggingsadviseurs zijn echter op beperkte geografische markten actief en zien weinig voordelen in een RBD-paspoort.

Met het voorstel wordt beoogd een situatie tot stand te brengen waarin het bovenbedoelde toezicht- en regelgevingskader geen ongerechtvaardigde of al te zware eisen stelt aan beleggingsadviseurs. Het voorstel voorziet daartoe in kapitaalvereisten die speciaal toegesneden zijn op ondernemingen die uitsluitend beleggingsadvies verstrekken (zie deel III, punt 1).

Gezien het grote aantal beleggingsadviseurs — 4 000 in het Verenigd Koninkrijk, 7 000 in Italië en nog meer in Duitsland — en de momenteel beperkte grensoverschrijdende dimensie van deze activiteit, is tegen de opneming van deze dienst in de werkingssfeer van de RBD bezwaar gemaakt op grond van het feit dat zulks een aanzienlijke investering in vergunningverlening en toezicht met zich mee zal brengen, terwijl daar slechts beperkte voordelen voor de werking van de interne financiële markt tegenover staan. Om dit bezwaar te ondervangen, wordt voorgesteld de bevoegde autoriteiten toe te staan de vergunningverlening aan en het toezicht op deze entiteiten te delegeren aan zelfregulerende instanties die over voldoende middelen beschikken.



De herziening van de RBD zal multifunctionele beleggingsondernemingen in staat stellen beleggingsadvies met andere diensten te combineren. In dat geval zal in het kader van de herziene RBD van dergelijke entiteiten een strikt beheer van de belangenconflicten en een degelijke informatievoorziening worden verlangd om ervoor te zorgen dat bij de adviesverstrekking de belangen van de belegger voorop staan.

## 2. Financiële analyse (bijlage I, deel B)

Wanneer algemene beleggingsaanbevelingen in verband met transacties in financiële instrumenten aan cliënten of het grote publiek worden gedaan en deze aanbevelingen hetzij de vorm van financiële analyse of financieel onderzoek, hetzij andere vormen aannemen, dan moet zulks geschieden met inachtneming van hoge professionele en ethische normen om te vermijden dat de belangen van de ontvangers van deze informatie worden geschaad. Door het aanmerken van financiële analyse en financieel onderzoek als nevendienst wordt vermeden dat gespecialiseerd en onafhankelijk onderzoek onder het toepassingsgebied van de richtlijn wordt gebracht en wordt de aandacht van de toezichthouder geconcentreerd op entiteiten die onderzoek/analyse op zodanige wijze met andere beleggingsactiviteiten combineren dat dit aanleiding kan geven tot belangenconflicten.

## 3. Van grondstoffen afgeleide instrumenten (bijlage I, deel C)

Het is de bedoeling om van grondstoffen afgeleide instrumenten onder het toepassingsgebied van de nieuwe richtlijn te brengen teneinde de werkingssfeer ervan uit te breiden tot de georganiseerde handel en bemiddeling in deze instrumenten. Het feit dat van grondstoffen afgeleide instrumenten niet onder de in de huidige RBD vervatte definitie van financiële instrumenten vallen, heeft de volgende implicaties:

- beleggingsondernemingen kunnen niet van het RBD-paspoort profiteren voor het grensoverschrijdend verrichten van beleggingsdiensten met betrekking tot van grondstoffen afgeleide instrumenten — ook al zijn zij krachtens de Richtlijn Kapitaaltoereikendheid verplicht kapitaalreserves aan te houden ter dekking van eventuele uit hun handelsportefeuille voortvloeiende risicoposities in van grondstoffen afgeleide instrumenten;
- de in de RBD vastgelegde rechten en plichten gelden niet voor gespecialiseerde handelaren in van grondstoffen afgeleide instrumenten;
- beurzen en andere handelsplatforms met een segment voor de georganiseerde handel in van grondstoffen afgeleide instrumenten kunnen zich niet beroepen op de RBD-bepaling voor de toelating van leden op afstand of de plaatsing van handelsschermen.

Na de diverse aspecten van deze complexe materie te hebben bestudeerd, stelt de Commissie voor om van grondstoffen afgeleide instrumenten onder het toepassingsgebied van de RBD te brengen. Het ontbreken van interne-marktwetgeving voor deze bedrijfsactiviteit moet immers als een anachronisme worden gezien, vooral in het licht van de parallelle stappen die zijn ondernomen om de onderliggende grondstoffen- en energiemarkten te liberaliseren. Een dergelijke ingreep zal een uniforme toepassing van de voorschriften ter voorkoming van marktmissbruik en tot handhaving van ordelijke markten in de gehele EU mogelijk maken.

Bij de uitbreiding van de werkingssfeer van de RBD tot van grondstoffen afgeleide instrumenten moet worden bedacht dat de handel in deze instrumenten een aantal specifieke kenmerken vertoont en dat de marktdeelnemers overwegend professionele partijen zijn. In het voorstel wordt er met name rekening mee gehouden dat er veelal ervaren partijen op de markt actief zijn die uit zakelijke of dekkingsmotieven, dan wel uitsluitend voor rekening van hun moederondernemingen of verbonden dochterondernemingen handelen. Zij gedragen zich niet als market makers of handelaren en mogen er derhalve niet toe worden verplicht een RBD-vergunning te bezitten om voor eigen rekening te handelen. In artikel 2, leden 2 en 8, wordt duidelijk gemaakt dat dergelijke entiteiten geen beleggingsondernemingen zijn. Gezien hun ervaring op het gebied van de handel in dergelijke instrumenten, kunnen de lidstaten sommige of alle handelaren in van grondstoffen afgeleide instrumenten beschouwen als „ervaren tegenpartijen” die in staat zijn op de markt te handelen zonder dat zij de bescherming van gedragsregels behoeven.

Tot dusver zijn gespecialiseerde handelaren in van grondstoffen afgeleide instrumenten steeds op de nationale markten actief geweest waarbij voor hen geen geharmoniseerde kapitaalvereisten golden, en dat zonder dat dit ooit tot prudentiële problemen of systeemrisico's aanleiding heeft gegeven. Het valt evenwel niet uit te sluiten dat dergelijke entiteiten met het tegenpartijrisico worden geconfronteerd of zelf een bron van tegenpartijrisico gaan vormen voor andere marktdeelnemers. Op dit ogenblik bestaat er echter geen overeenstemming over de prudentiële verplichtingen die moeten worden opgelegd aan entiteiten waarvan het hoofdbedrijf bestaat in het handelen in van grondstoffen afgeleide instrumenten. In het voorstel is derhalve bepaald dat gespecialiseerde handelaren in van grondstoffen afgeleide instrumenten voor de toepassing van de RBD niet als beleggingsondernemingen mogen worden beschouwd. Om uit te maken of het hoofdbedrijf van een onderneming bestaat in de handel in van grondstoffen afgeleide instrumenten, zullen de activiteiten van de betrokken onderneming op geconsolideerd of groepsniveau worden bekeken. Aangezien de handelaren voordeel zien in een paspoort bij het ontplooiën van activiteiten in andere lidstaten en aangezien de financiële toezichthouders het nuttig achten toezicht te kunnen uitoefenen op de financiële arbitrageactiviteiten van entiteiten waarvan de enige rol bestaat in het beheren van een handelsportefeuille (zij het van een bijzondere categorie financiële instrumenten), wordt voorgesteld deze vrijstelling 2 jaar na de inwerkingtreding van de richtlijn aan een nieuw onderzoek te onderwerpen. In het kader daarvan zal onder meer worden nagegaan of het prudentiële kader moet worden aangepast om met eventuele specifieke kenmerken van deze bedrijfsactiviteit rekening te houden.

De voor de toepassing van deze richtlijn te gebruiken definitie van „Van grondstoffen afgeleide instrumenten” is zorgvuldig gekozen om de reikwijdte ervan te beperken tot instrumenten die zodanig zijn samengesteld en worden verhandeld dat zij aanleiding geven tot toezicht- en regelgevingsproblemen die vergelijkbaar zijn met die welke zich bij traditionele financiële instrumenten voordoen. De gehanteerde definitie van „Van grondstoffen afgeleide instrumenten” bestrijkt bepaalde, op gereglementeerde markten (of MTF's) verhandelde futurescontracten waarvan de afwikkeling door middel van materiële levering geschiedt, waarbij deze contracten de kenmerken van financiële instrumenten bezitten. In dit verband dient er onder meer op te worden gelet of deze contracten via erkende clearinginstellingen worden geclarend en afgewikkeld, of zij tot dagelijkse margeverplichtingen aanleiding geven, en of de koersbepaling ervan geschiedt op basis van periodiek bekendgemaakte koersen, standaardhoeveelheden, standaardleveringsdata of standaardvoorwaarden, en de prijzen ervan niet in afzonderlijke overeenkomsten zijn gespecificeerd. De definitie bestrijkt ook andere contracts for differences, zoals uitsluitend in contanten af te wikkelen swaps, waarbij de te betalen bedragen worden bepaald aan de hand van de waarde van een heel gamma van onderliggende prijzen, percentages, indexen en andere maatstaven. Contante of termijntransacties in valuta's of van grondstoffen afgeleide instrumenten waarvan de afwikkeling door middel van materiële levering geschiedt, vallen niet onder de definitie.

## DEEL V — ANDERE ESSENTIËLE ONDERDELEN VAN HET VOORSTEL

### 1. Clearing en afwikkeling

Het ligt niet in de bedoeling van het voorstel te voorzien in een geharmoniseerd kader voor de vergunningverlening aan, het lopende toezicht op en de wederzijdse erkenning van entiteiten die clearing- en afwikkelingsactiviteiten uitoefenen. Wel erkent de Commissie dat er robuuste en efficiënte koppelingen nodig zijn tussen concurrerende aanbieders van transactieverwerkende diensten om te komen tot een situatie waarin grensoverschrijdende transacties kunnen worden gesloten onder voorwaarden die vergelijkbaar zijn met die welke voor zuiver binnenlandse transacties gelden. Een efficiënte clearing en afwikkeling van effectentransacties is tevens van cruciaal belang voor de ordelijke werking van de effectenmarkten, de vlotte sluiting van transacties in het kader van het monetaire beleid en de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel. De Commissie geeft er zich tevens rekenschap van dat de vervaging van het onderscheid tussen „bewaarneming” — in de RBD beschouwd als een nevendienst — en centrale effectenbewaarinstellingen aanleiding geeft tot problemen op het gebied van toezichtarbitrage in het geval van entiteiten waaraan in het kader van beide regelingen vergunning is verleend. Het is echter juist vanwege het belang van de clearing en afwikkeling voor het financiële stelsel, alsook vanwege de complexiteit van de technische aspecten en overwegingen van algemeen belang — die een weloverwogen aanpak vereisen — dat de Commissie het niet aangewezen acht deze specifieke marktfuncties in het kader van de RBD te regelen.

Een loutere toevoeging van de clearing- en afwikkelingsfuncties aan de lijst van RBD-diensten zonder de te volgen risicomangementmethoden te harmoniseren of een doelmatig toezichtkader tot stand te brengen, volstaat immers niet om een daadwerkelijk geïntegreerde marktomgeving voor de organisatie van deze activiteiten tot stand te brengen: een dergelijke werkwijze kan zelfs een averechts effect sorteren uit het oogpunt van de uitoefening van een degelijk prudentieel toezicht op deze entiteiten. Deze activiteiten gewoon als RBD-diensten aanmerken, biedt derhalve geen uitkomst. Eerst moet een weloverwogen visie worden ontwikkeld op het prudentiële kader dat noodzakelijk is om een gezonde en geïntegreerde infrastructuur voor de transactieverwerking te ondersteunen. Dit kader kan dan als uitgangspunt fungeren voor het uitwerken en nemen van de nodige maatregelen om de juridische, administratieve, technische en fiscale omgeving te scheppen waarin een reorganisatie van de clearing en afwikkeling kan worden doorgevoerd. Onlangs is op Europees niveau de aanzet gegeven tot een discussie over de inhoud van een dergelijk actieprogramma.

In het licht van het bovenstaande beperkt het voorstel voor een herziening van de RBD zich op het gebied van de clearing en afwikkeling tot de verduidelijking van de rechten van de beleggingsondernemingen en gereglementeerde markten wat de toegang tot en de keuze van in andere lidstaten gelegen clearing- en afwikkelingsfaciliteiten betreft (artikel 32). Deze rechten zijn niet absoluut: aantoonbare prudentiële bezwaren van de zijde van de toezichthouder of zakelijke belangen van aanbieders van clearing- en afwikkelingsdiensten kunnen zwaarder wegen dan de toegangseisen van beleggingsondernemingen of markt-exploitanten.

## 2. Bevoegde autoriteiten en samenwerking tussen toezichthouders (titel IV)

In het voorstel zijn de bestaande bepalingen inzake de toezichthoudende autoriteiten en de samenwerking tussen toezichthouders grondig herzien. Met deze herziening worden de volgende drie doelstellingen nagestreefd:

- verduidelijken van de verdeling van de verantwoordelijkheden voor het toezicht op de naleving van de bepalingen van de richtlijn (artikel 45). Aangezien de RBD tal van terreinen bestrijkt, kunnen meerdere bevoegde autoriteiten betrokken zijn bij het toezicht op de naleving van de verreichende bepalingen die erin vervat zijn — dit is met name het geval in de lidstaten waar de bevoegdheden op het gebied van het financiële toezicht niet bij één en dezelfde instelling zijn ondergebracht. De herziening van de RBD laat de toezichtstructuren in de lidstaten onverlet. De herziene RBD bepaalt dat de lidstaten op een ondubbelzinnige manier de bevoegde autoriteit moeten aanwijzen die verantwoordelijk is voor het toezicht op de naleving van de afzonderlijke bepalingen opdat deze informatie aan de overige lidstaten kan worden medegedeeld. In hetzelfde hoofdstuk worden ook de voorwaarden vastgesteld waaronder bevoegde autoriteiten taken aan andere entiteiten, met inbegrip van zelfregulerende instanties, kunnen delegeren. Wanneer de individuele bepalingen van het voorstel een dergelijke delegatie toestaan (bv. de bepalingen betreffende beleggingsadviseurs, verbonden agenten en gereglementeerde markten), dan moet deze delegatie plaatsvinden onder de in artikel 46, lid 2, gespecificeerde voorwaarden;
- bewerkstelligen van enige convergentie van de bevoegdheden van de bevoegde autoriteiten om er op deze manier voor te zorgen dat overal op de geïntegreerde financiële markt even intensief toezicht wordt gehouden op de naleving van de voorschriften. De lijst van bevoegdheden (artikel 46) en de bepaling inzake sancties (artikel 47) zijn geïnspireerd op vergelijkbare bepalingen die in de Prospectusrichtlijn en de Marktmissbruikrichtlijn zijn opgenomen;
- actualiseren van de bestaande bepalingen voor de uitwisseling van gegevens tussen nationale bevoegde autoriteiten en versterken van de bijstands- en medewerkingsplicht die deze autoriteiten jegens elkaar hebben (de artikelen 51 tot en met 55). De bestaande RBD-bepalingen betreffende de samenwerking tussen de toezichthouders pasten in een context waarin de koppelingen tussen gesegmenteerde nationale markten nog onvoldoende ontwikkeld waren en zelden gebruikt werden. De toegenomen intensiteit en snelheid van transmissiemechanismen tussen nationale markten vereisen een overeenkomstige intensivering van de samenwerking tussen de toezichthouders. Een dergelijke intensievere samenwerking is des te noodzakelijker om het vertrouwen te wekken dat nodig is om zich systematisch op het door de lidstaat van herkomst uitgeoefende toezicht te verlaten.

## 3. Gebruikmaking van comitéprocedures (comitologie) voor de tenuitvoerlegging van bepalingen

De effectenmarkten van de lidstaten worden geconfronteerd met ingrijpende veranderingen en een toeneemende consolidatie onder impuls van nieuwe technologieën, globalisering en het effect van de euro. Ook de normalisering is aan snelle veranderingen onderhevig. De concurrentie tussen de effectenmarkten vergt de toepassing van optimale werkwijzen waarbij met nieuwe financiële technieken en nieuwe producten rekening wordt gehouden. Daar staat tegenover dat op het niveau van de Gemeenschap moet worden gewaakt over de bescherming en het vertrouwen van de beleggers.

Om moderne financiële markten naar behoren te kunnen reguleren, moeten nieuwe wetgevingstechnieken worden ingevoerd. Op 17 juli 2000 heeft de Raad het Comité van wijzen voor de regulering van de Europese effectenmarkten opgericht. In zijn eindverslag heeft dit comité ervoor gepleit elke richtlijn op te splitsen in kaderbeginselen en „niet-essentiële” technische uitvoeringsmaatregelen die volgens de comité-procedures van de Unie door de Commissie dienen te worden vastgesteld. In zijn resolutie over een efficiëntere regulering van de effectenmarkten in de Europese Unie heeft de Europese Raad van Stockholm het voornemen van de Commissie toegejuicht om een Comité voor het effectenbedrijf op te richten. Het Comité voor het effectenbedrijf dient in zijn hoedanigheid van adviesorgaan over beleidskwesaties te worden geraadpleegd, in het bijzonder, doch niet uitsluitend, voor de maatregelen die de Commissie op het niveau van de kaderbeginselen voorstelt. De Europese Raad voegde er in zijn resolutie aan toe dat het Comité voor het effectenbedrijf, afhankelijk van de specifieke wetgevingsbesluiten die door de Commissie worden voorgesteld en door het Europees Parlement en de Raad worden aangenomen, ook dient te fungeren als een regelgevend comité in de zin van het comitologiebesluit van 1999, om de Commissie bij te staan bij haar besluitvorming over de uitvoeringsmaatregelen uit hoofde van artikel 202 van het EG-Verdrag. Deze richtlijn ligt in de lijn van het concept dat door de Europese Raad van Stockholm is uitgetekend.

Het richtlijnvoorstel beperkt zich tot het formuleren in algemene bewoordingen van de voornaamste verplichtingen die gelden voor nationale autoriteiten en vergunninghoudende entiteiten. De formulering van de algemene beginselen wordt waar nodig aangevuld met een nadere specificatie van de belangrijkste aangelegenheden die moeten worden geharmoniseerd met behulp van gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen die volgens een comitéprocedure moeten worden vastgesteld, en van de voornaamste juridische en technische concepten waarmee in de gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen rekening moet worden gehouden.

In het richtlijnvoorstel worden de door de Commissie aan de hand van de comitéprocedure vast te stellen niet-essentiële uitvoeringsmaatregelen gespecificeerd. Het betreft bijvoorbeeld de aanpassing en verduidelijking van sommige definities en de aanneming van gedetailleerde voorschriften om uitvoering te geven aan de in de richtlijn neergelegde verplichtingen. In het voorstel wordt ernaar gestreefd het gebruik van comitologie te beperken tot de operationele voorschriften waarvoor gedetailleerde harmonisatie van cruciaal belang is om een uniforme toepassing van de RBD-bepalingen en een probleemloze totstandkoming van de interne financiële markt te bewerkstelligen. Tevens moet ermee rekening worden gehouden dat de uitvaardiging van gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen zware investeringen zal vergen van EU-instellingen, nationale bevoegde autoriteiten, effectentoezichthouders en marktpartijen (als gevolg van hun betrokkenheid bij de raadplegingsprocedures).

Ondanks deze restrictieve aanpak dient als gevolg van de reikwijdte van de richtlijn en de invoering van belangrijke nieuwe voorschriften op EU-niveau (bv. transparantieregels, „optimale uitvoering”) veelvuldig gebruik te worden gemaakt van comitéprocedures om aan een aantal kernbepalingen van dit voorstel uitvoering te geven: 20 van de 67 artikelen voorzien in de toepassing van de comitéprocedure voor de regeling van één of andere aangelegenheid.

### **Bijlage 1: Overzicht van Richtlijn 93/22/EEG**

#### *a) Europees paspoort voor beleggingsondernemingen*

De hoofddoelstelling van de RBD was „alleen de wezenlijke, noodzakelijke en voldoende harmonisatie tot stand te brengen om te komen tot wederzijdse erkenning van de vergunningen en van de stelsels van prudentieel toezicht, waardoor één en dezelfde vergunning voor de gehele Gemeenschap geldig is en waarbij het beginsel geldt dat het toezicht wordt uitgeoefend door de lidstaat van herkomst” en ervoor te zorgen „dat beleggingsondernemingen waaraan in hun lidstaat van herkomst vergunning is verleend, op grond van de wederzijdse erkenning alle door hun vergunning bestreken en onder deze richtlijn vallende werkzaamheden, of een deel daarvan, in de gehele Gemeenschap mogen uitoefenen door vestiging van een bijkantoor of door middel van het verrichten van diensten”.

Entiteiten (natuurlijke en rechtspersonen) waarvan het gewone beroep of bedrijf bestaat in het verrichten van de in de bijlage bij de RBD genoemde beleggingsdiensten, moeten een vergunning hebben en onder toezicht staan als beleggingsondernemingen overeenkomstig het bepaalde in deze richtlijn. Kredietinstellingen mogen op grond van hun overeenkomstig de Tweede Coördinatie-richtlijn Bankrecht verleende vergunning beleggingsdiensten verrichten, mits zij zich aan specifieke bepalingen van de RBD houden (bv. gedragsregels). Een aantal categorieën actoren die anders als beleggingsondernemingen zouden worden beschouwd, worden bij artikel 2, lid 2, van de werkingsfeer van de richtlijn uitgesloten.

De hoofddiensten waarvoor een RBD-vergunning verplicht is, omvatten: het ontvangen en doorgeven van orders, het uitvoeren van orders (makelarij), het handelen voor eigen rekening, het beheren van individuele portefeuilles en het overnemen van emissies. Beleggingsondernemingen mogen hoofddiensten in combinatie met nevendiensten verrichten op voorwaarde dat hun daartoe uitdrukkelijk vergunning is verleend en dit in hun vergunning is gespecificeerd. Daarnaast mogen vergunninghoudende beleggingsondernemingen op grond van hun RBD-vergunning nog een reeks nevendiensten op grensoverschrijdende basis verrichten. De voornaamste nevendiensten zijn het bewaren en beheren van activa (bewaarneming) en het verstrekken van beleggingsadvies. Beleggingsondernemingen kunnen een vergunning hebben om op nationaal niveau één of meer nevendiensten te verrichten zonder dat zij een vergunning hebben om hoofddiensten te verrichten. In dergelijke gevallen kan de onderneming zich niet op deze vergunning beroepen om deze nevendiensten in andere lidstaten te verrichten.

De voornaamste verplichtingen waaraan beleggingsondernemingen moeten voldoen om hun werkzaamheden te mogen aanvangen en te mogen blijven uitoefenen zijn:

- het aanhouden van initiële en permanente kapitaalreserves die beantwoorden aan de eisen van de RKT (Richtlijn 93/6/EEG);
- organisatorische eisen om een ordelijke bedrijfsuitoefening te waarborgen (artikel 10);
- gedragsregels die door de beleggingsonderneming moeten worden nageleefd bij haar transacties met en voor rekening van haar cliënten en wanneer zij op de markt opereert (artikel 11);
- lidmaatschap van een beleggerscompensatiestelsel (artikel 12 en Richtlijn 97/9/EG);
- melding van op of buiten de beurs gesloten transacties in gespecificeerde instrumenten (artikel 20).

Wanneer de beleggingsonderneming de in bovengenoemde bepalingen geharmoniseerde minimumvoorschriften naleeft, heeft zij de volgende rechten:

- het recht om vrijelijk beleggingsdiensten te verrichten voor cliënten in andere lidstaten op grond van het beginsel dat het toezicht wordt uitgeoefend door de lidstaat van herkomst, tenzij in een specifieke bepaling van de richtlijn anders is aangegeven (bv. artikelen 11 en 13);
- het recht om in andere lidstaten bijkantoren te vestigen voor het verrichten van beleggingsdiensten;
- het recht op rechtstreekse of middellijke toegang, dan wel toegang op afstand tot de handelssystemen van beurzen/gereguleerde markten uit andere lidstaten. Onder dit recht valt ook het lidmaatschap van clearing- en afwikkelingsfaciliteiten die worden gebruikt om op de desbetreffende gereguleerde markt gesloten transacties definitief af te handelen.

b) *voorwaarden voor de erkenning als gereguleerde markt*

De RBD bevat tevens de eerste bouwstenen voor een gemeenschappelijk stelsel voor nationale vergunningverlening aan en toezicht op gereguleerde markten. Handelsplatforms die regelmatig werken, opereren met inachtneming van door de bevoegde autoriteiten goedgekeurde handelsregels en strikte voorwaarden stellen aan tot de handel toegelaten effecten opdat deze instrumenten daadwerkelijk kunnen worden verhandeld, komen voor een vergunning als gereguleerde markt in aanmerking. Van een gereguleerde markt wordt tevens verlangd dat zij gegevens verstrekt „teneinde de beleggers in staat te stellen te allen tijde de modaliteiten van een door hen voorgenomen transactie te beoordelen en achteraf de omstandigheden waaronder de uitvoering heeft plaatsgehad na te gaan” (zie artikel 21 waarin algemene verplichtingen inzake de transparantie vooraf en achteraf zijn neergelegd). Wanneer aan een markt de status van gereguleerde markt is toegekend, moet zij een uit een andere lidstaat afkomstige bank of beleggingsonderneming waaraan op geldige wijze vergunning is verleend, als marktdeelnemer toelaten. De gereguleerde markt heeft het recht handelsschermen en terminals bij buitenlandse leden of leden op afstand te plaatsen om deze in staat te stellen op volwaardige wijze aan de handel op de markt deel te nemen. Krachtens artikel 16 van de richtlijn moet de Commissie jaarlijks een lijst van gereguleerde markten bekendmaken.

HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD VAN DE EUROPESE UNIE,

Gelet op het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, en met name op artikel 47, lid 2,

Gezien het voorstel van de Commissie,

Gezien het advies van het Economisch en Sociaal Comité,

Gezien het advies van de Europese Centrale Bank,

Volgens de procedure van artikel 251 van het Verdrag,

Overwegende hetgeen volgt:

- (1) Met Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten <sup>(1)</sup> werd ernaar gestreefd de voorwaarden te scheppen waaronder vergunninghoudende beleggingsondernemingen en banken in andere lidstaten specifieke diensten konden verrichten of bijkantoren konden vestigen op grond van een vergunning en onder het toezicht van de lidstaat van herkomst. Te dien einde beoogde de richtlijn de voorschriften voor de initiële vergunningverlening aan en de bedrijfsuitoefening van beleggingsondernemingen, met inbegrip van de gedragsregels, te harmoniseren. Zij voorzag tevens in de harmonisatie van een aantal voorwaarden betreffende de werking van gereguleerde markten. In dit verband werd aan de lidstaten de mogelijkheid geboden kleine beleggers toe te staan te verlangen dat hun transacties op een gereguleerde markt werden uitgevoerd.
- (2) De afgelopen jaren zijn op de financiële markten steeds meer beleggers actief geworden, aan wie een ruim gamma alsmat complexer wordende diensten en instrumenten wordt aangeboden. In het licht van deze ontwikkelingen is het van belang dat het communautair wettelijk kader het gehele scala aan op de beleggers gerichte werkzaamheden bestrijkt. Om deze doelstelling te bereiken, moet een zodanige harmonisatie worden bewerkstelligd dat beleggers een hoog niveau van bescherming wordt geboden en dat beleggingsondernemingen in staat zijn overal in de Gemeenschap, die een eengemaakte markt vormt, diensten te verrichten, waarbij het beginsel geldt dat het toezicht wordt uitgeoefend door de lidstaat van herkomst. In het licht van het bovenstaande dient Richtlijn 93/22/EEG door een nieuwe richtlijn te worden vervangen.
- (3) Aangezien beleggers steeds meer op gepersonaliseerde aanbevelingen afgaan, wordt het aangewezen geacht de verstrekking van beleggingsadvies aan te merken als een beleggingsdienst voor het verrichten waarvan vergunning

is vereist. Er dienen derhalve evenredige en dienstige eisen te worden gesteld aan beleggingsadviseurs om te waarborgen dat de inhoud van gepersonaliseerde aanbevelingen niet wordt beïnvloed door andere factoren dan de financiële positie, de beleggingsdoelstellingen, de kennis, het risicoprofiel en de deskundigheid van de cliënt. Deze eisen mogen niet gelden voor de loutere verstrekking van informatie van algemene aard over financiële instrumenten, mits met deze activiteit niet wordt beoogd de cliënt bij te staan bij de sluiting of uitvoering van een overeenkomst die betrekking heeft op een beleggingsdienst of financieel instrument. Bij het verlenen van een vergunning om beleggingsadvies te verstrekken, moet de bevoegde autoriteit of de instantie aan wie zij deze verantwoordelijkheid delegeert, rekening kunnen houden met de voor de registerinschrijving als verzekeringstussenpersoon te vervullen vergunningsvoorwaarden welke de in deze richtlijn gestelde eisen overlappen.

- (4) Het verdient aanbeveling in de lijst van financiële instrumenten ook van grondstoffen afgeleide instrumenten op te nemen die zodanig zijn ontworpen en zodanig worden verhandeld dat zij aanleiding geven tot prudentiële vraagstukken die vergelijkbaar zijn met die welke zich voordoen in verband met traditionele financiële instrumenten, zoals bepaalde op gereguleerde markten verhandelde futures- of optiecontracten — waarvan de afwikkeling al dan niet door middel van materiële levering geschiedt —, wanneer deze contracten de kenmerken van financiële instrumenten bezitten, alsmede uitsluitend in contanten af te wikkelen swaps, waarbij de te betalen bedragen worden bepaald aan de hand van de waarde van een heel gamma van onderliggende prijzen, percentages, indexen en andere maatstaven. In dit verband dient er onder meer op te worden gelet of deze contracten via erkende clearinginstellingen worden geclarend en afgewikkeld, of zij tot dagelijkse margeverplichtingen aanleiding geven, en of de koersbepaling ervan geschiedt op basis van periodiek bekendgemaakte koersen, standaardhoeveelheden, standaardleveringsdata of standaardvoorwaarden en niet op grond van afwikkelingsvoorwaarden die eigen zijn aan elk afzonderlijk contract.
- (5) Er dient een allesomvattende prudentiële regeling voor de uitvoering van transacties in financiële instrumenten — ongeacht de voor de sluiting van deze transacties gehanteerde handelsmethoden — te worden vastgesteld om te garanderen dat de uitvoering van transacties van beleggers aan de hoogste normen beantwoordt en dat de integriteit en algemene efficiëntie van het financiële stelsel gehandhaafd blijft. Er moet een samenhangend en risicogevoelig kader tot stand worden gebracht voor de regulering van de voornaamste soorten voorzieningen die momenteel op de Europese financiële markt bestaan voor de uitvoering van orders. Er moet rekening mee worden gehouden dat er zich parallel met de gereguleerde markten een nieuwe generatie georganiseerde handelssystemen aan het ontwikkelen is die moeten worden onderworpen aan verplichtingen waarmee wordt beoogd de goede en orderlijke werking van de financiële markten te vrijwaren. Met het oog op de totstandbrenging van een evenredig toezicht- en regelgevingskader moet een nieuwe beleggingsdienst worden ingevoerd, namelijk de exploitatie van multilaterale handelsfaciliteiten (Multilateral Trading Facilities — MTF's).

<sup>(1)</sup> PB L 141 van 11.6.1993, blz. 27. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2000/64/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 290 van 17.11.2000, blz. 27).

- (6) Er dienen definities van gereguleerde markt en MTF te worden vastgesteld en deze definities moeten een grote onderlinge gelijkheid vertonen om duidelijk te maken dat het om dezelfde georganiseerde handelsfunctionaliteit gaat. Bilaterale systemen waarin de beleggingsonderneming bij elke transactie voor eigen rekening optreedt en niet als een tegenpartij die zich, zonder zelf enig risico te lopen, tussen de koper en de verkoper plaatst, mogen er niet onder vallen. De term „koop- en verkoopintenties” moet in brede zin worden opgevat en omvat orders, noteringen en blijken van belangstelling. Het vereiste dat de intenties in het systeem moeten worden samengebracht volgens niet-discretionaire regels die door de exploitant van het systeem zijn vastgesteld, betekent dat deze intenties volgens de regels, de protocollen of de interne werkingsprocedures (met inbegrip van IT-procedures) van het systeem moeten worden samengebracht. Deze regels moeten door de bevoegde autoriteit worden goedgekeurd. De uitdrukking „niet-discretionaire regels” houdt in dat deze regels de beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, geen enkele mogelijkheid mogen laten om de interactie tussen de intenties te beïnvloeden. In de definities is bepaald dat de intenties op zodanige wijze moeten worden samengebracht dat er een overeenkomst uit voortvloeit, hetgeen betekent dat de uitvoering moet plaatsvinden volgens de regels, de protocollen of de interne werkingsprocedures van het systeem.
- (7) Deze richtlijn is bedoeld voor ondernemingen waarvan het gewone bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van beleggingsdiensten voor derden. Bijgevolg moeten alle personen die een andere beroepswerkzaamheid hebben, van de werkingssfeer van de richtlijn worden uitgesloten.
- (8) De richtlijn dient niet van toepassing te zijn op verzekeringsondernemingen waarvan de werkzaamheden onder passend toezicht staan van voor de uitoefening van het bedrijfseconomisch toezicht bevoegde autoriteiten en die vallen onder Richtlijn 64/225/EEG van de Raad van 25 februari 1964 ter opheffing van de beperkingen van de vrijheid van vestiging en van het vrij verrichten van diensten, voor wat betreft herverzekering en retrocessie<sup>(1)</sup>, Eerste Richtlijn 73/239/EEG van de Raad van 27 juli 1973 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe verzekeringsbedrijf, met uitzondering van de levensverzekeringsbranche, en de uitoefening daarvan<sup>(2)</sup> en Eerste Richtlijn 79/267/EEG van de Raad van 5 maart 1979 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende de toegang tot het directe levensverzekeringsbedrijf, en de uitoefening daarvan<sup>(3)</sup>.
- (9) Ondernemingen die geen diensten voor derden verrichten, maar waarvan de activiteit bestaat in het uitsluitend voor hun moederondernemingen, hun dochterondernemingen of andere dochterondernemingen van hun moederondernemingen verrichten van beleggingsdiensten, moeten niet door deze richtlijn worden bestreken.
- (10) De werkingssfeer van deze richtlijn dient zich ook niet uit te strekken tot personen die slechts incidenteel beleggingsdiensten verrichten in het kader van een beroepswerkzaamheid, mits die werkzaamheid aan regels is onderworpen en het incidenteel verrichten van beleggingsdiensten op grond van die regels niet is uitgesloten.
- (11) De bepalingen van deze richtlijn behoeven niet te gelden voor ondernemingen waarvan de beleggingsdiensten uitsluitend het beheren van een werknemersparticipatieplan behelzen, en die derhalve geen beleggingsdiensten voor derden verrichten.
- (12) Centrale banken en andere instellingen met een soortgelijke functie, alsmede overheidsinstanties die belast zijn met het beheer van de overheidsschuld (waarmee ook de plaatsing ervan bedoeld wordt) of bij dat beheer betrokken zijn, dienen buiten de werkingssfeer van de richtlijn te worden gelaten. Deze uitsluiting geldt met name niet voor instellingen met overheidskapitaal die een commerciële opdracht hebben of waarvan de opdracht onder meer verband houdt met het verwerven van deelnemingen.
- (13) Deze richtlijn dient evenmin van toepassing te zijn op instellingen voor collectieve belegging, ongeacht of deze al dan niet op communautair niveau gecoördineerd zijn, en op de bewaarders en beheerders van zulke instellingen mits zij onderworpen zijn aan een specifieke regelgeving die direct op hun werkzaamheden is toegespitst.
- (14) De ondernemingen die door deze richtlijn bestreken beleggingsdiensten verrichten, moeten aan een door hun lidstaat van herkomst afgegeven vergunning onderworpen zijn ter bescherming van de beleggers en de stabiliteit van het financieel stelsel.

<sup>(1)</sup> PB 56 van 4.4.1964, blz. 878/64. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij de Akte van Toetreding van Denemarken, Ierland en het Verenigd Koninkrijk.

<sup>(2)</sup> PB L 228 van 16.8.1973, blz. 3. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2002/13/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 77 van 20.3.2002, blz. 17).

<sup>(3)</sup> PB L 63 van 13.3.1979, blz. 1. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2002/12/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 77 van 20.3.2002, blz. 11).

- (15) De beginselen van wederzijdse erkenning en van toezicht door de lidstaat van herkomst vereisen dat de bevoegde autoriteiten van elke lidstaat een vergunning weigeren of intrekken wanneer uit bepaalde gegevens, zoals de inhoud van het programma van werkzaamheden, de plaats van vestiging of de werkelijk uitgeoefende werkzaamheden, op ondubbelzinnige wijze blijkt dat een beleggingsonderneming het rechtsstelsel van een lidstaat heeft gekozen om zich te onttrekken aan de strengere voorschriften van een andere lidstaat, waar zij het grootste deel van haar werkzaamheden uitoefent of voornemens is uit te oefenen. Aan een beleggingsonderneming die een rechtspersoon is, moet vergunning worden verleend in de lidstaat waar haar statutaire zetel is gelegen. Aan een beleggingsonderneming die geen rechtspersoon is, moet vergunning worden verleend in de lidstaat waar haar hoofdkantoor is gelegen. De lidstaten moeten tevens eisen dat het hoofdkantoor van een beleggingsonderneming zich steeds bevindt in haar lidstaat van herkomst en dat zij daar feitelijk werkzaam is.
- (16) Een beleggingsonderneming waaraan in haar lidstaat van herkomst vergunning is verleend, moet haar activiteiten in de gehele Gemeenschap kunnen ontplooiën met de middelen die zij dienstig acht.
- (17) Om een gezonde en prudente bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming te garanderen, moeten bijzondere verplichtingen worden opgelegd aan de personen die het bedrijf feitelijk leiden en de personen die feitelijke zeggenschap uitoefenen. Sommige beleggingsondernemingen die van de verplichtingen van Richtlijn 93/6/EEG van de Raad van 15 maart 1993 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen<sup>(1)</sup> vrijgesteld zijn, moeten ertoe worden verplicht in het bezit te zijn van een beroepsaansprakelijkheidsverzekering. Bij de aanpassingen van de bedragen van die verzekering moet rekening worden gehouden met de aanpassingen die in het kader van Richtlijn 2002/.../EG van het Europees Parlement en de Raad van ... 2002 betreffende verzekeringsbemiddeling zijn aangebracht. Deze bijzondere behandeling op het gebied van de kapitaaltoereikendheid mag geen gevolgen hebben voor eventuele beslissingen betreffende de passende behandeling van deze ondernemingen bij toekomstige wijzigingen in de communautaire wetgeving inzake kapitaaltoereikendheid. Uiterlijk 31 december 2006 moet de Commissie bij het Europees Parlement en de Raad een verslag over de toepassing van deze bepalingen indienen, zo nodig vergezeld van voorstellen tot wijziging ervan. In deze wijzigingsvoorstellen moet rekening worden gehouden met de ontwikkelingen in de Gemeenschap en in andere internationale fora, en met name met die op het gebied van de kapitaalvereisten ter dekking van het operationele risico.
- (18) Aangezien de reikwijdte van het prudentiële toezicht moet worden beperkt tot de entiteiten die beroepsmatig een handelsportefeuille beheren en daardoor een bron van tegenpartijrisico voor andere marktdeelnemers vormen, dienen entiteiten die als nevenactiviteit naast hun hoofdbedrijf voor eigen rekening handelen in financiële instrumenten, met inbegrip van de van grondstoffen afgeleide instrumenten die onder deze richtlijn vallen, van het toepassingsgebied van deze richtlijn te worden uitgesloten.
- (19) Aangezien het door het Gemeenschapsrecht tot stand gebrachte prudentiële kader in zijn huidige vorm niet is aangepast aan de bijzondere situatie van ondernemingen waarvan het hoofdbedrijf, wanneer zij op geconsolideerde basis worden beschouwd, bestaat uit het voor eigen rekening handelen in van grondstoffen afgeleide instrumenten, is het aangewezen deze ondernemingen van het toepassingsgebied van deze richtlijn uit te sluiten.
- (20) Ter bescherming van de eigendomsrechten en andere soortgelijke rechten van de belegger op de waardepapieren, alsmede van zijn rechten op de aan de onderneming toevertrouwde gelden moeten deze rechten van de rechten van de onderneming worden onderscheiden. Dit beginsel mag de onderneming evenwel niet beletten in eigen naam, maar voor rekening van de belegger, transacties te verrichten wanneer de aard van de transactie zulks vereist en de belegger daarmee instemt. Bijvoorbeeld in het geval van effectenleningen.
- (21) Om te voorkomen dat kleine beleggers ongepaste transacties sluiten, moet de toegang tot de door MTF geëxploiteerde systemen worden beperkt tot voor eigen rekening, of voor rekening van cliënten handelende beleggingsondernemingen en kredietinstellingen en andere ervaren tegenpartijen.
- (22) De procedures voor de vergunningverlening binnen de Gemeenschap aan bijkantoren van beleggingsondernemingen waaraan in derde landen vergunning is verleend, moeten op dergelijke ondernemingen van toepassing blijven. Deze bijkantoren mogen niet in aanmerking komen voor het vrij verrichten van diensten uit hoofde van artikel 49, tweede alinea, van het Verdrag en evenmin voor de vrijheid van vestiging in andere lidstaten dan die waar zij gevestigd zijn. Voor de gevallen waarin de Gemeenschap niet gehouden is aan bilaterale of multilaterale verplichtingen, is het aangewezen te voorzien in een procedure die erop gericht is te waarborgen dat beleggingsondernemingen uit de Gemeenschap in de betrokken derde landen een op wederkerigheid berustende behandeling genieten.
- (23) Het alsmaar uitbreidende scala aan werkzaamheden dat tal van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen gelijktijdig uitoefenen, heeft tot een grotere kans geleid dat conflicten ontstaan tussen deze verschillende werkzaamheden en de belangen van hun cliënten. Daarom is het noodzakelijk regels vast te stellen om te voorkomen dat dergelijke conflicten de belangen van cliënten schaden.

(1) PB L 141 van 11.6.1993, blz. 1. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 98/33/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 204 van 21.7.1998, blz. 29).



- (24) Om de beleggers te beschermen, moet het communautaire wetgevingskader worden versterkt door de verplichtingen aan te scherpen die gelden voor beleggingsondernemingen wanneer zij diensten voor rekening van cliënten verrichten. Wil een voor rekening van een cliënt handelende beleggingsonderneming haar zorgplicht jegens deze cliënt naar behoren vervullen, dan is het met name onontbeerlijk dat zij informatie inwint over de financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen van de cliënt, en in het licht van deze informatie beoordeelt of de overwogen diensten of transacties in financiële instrumenten passend zijn voor deze cliënt. Voor het verrichten van deze beoordeling mag geen afzonderlijke vergunning voor het verstrekken van beleggingsadvies vereist zijn.
- (25) In afwijking van het beginsel dat in het kader van de vestiging van bijkantoren de lidstaat van herkomst verantwoordelijk is voor de vergunningverlening, het prudentiele toezicht en het toezicht op de naleving van de verplichtingen, is het aangewezen dat de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst de verantwoordelijkheid op zich neemt voor de handhaving van gedragsregels voor het zakendoen met cliënten via een bijkantoor, aangezien deze autoriteit het dichtst bij het bijkantoor staat en derhalve in een betere positie verkeert om inbreuken op voor transacties tussen ondernemingen en cliënten geldende regels op te sporen en aan te pakken.
- (26) Het is noodzakelijk een effectieve verplichting tot „optimale uitvoering” van orders op te leggen om te waarborgen dat beleggingsondernemingen orders van cliënten tegen de voor de cliënt voordeligste voorwaarden uitvoeren. Deze verplichting moet gelden voor de onderneming die contractuele verplichtingen of een zorgplicht jegens de cliënt heeft, ongeacht of deze onderneming de order zelf uitvoert, dan wel daarvoor op een andere tussenpersoon een beroep doet.
- (27) Teneinde het vertrouwen in de onpartijdigheid en kwaliteit van uitvoeringsdiensten te vergroten en het koersvormingsproces in het algemeen te verbeteren, is het van essentieel belang dat een beleggingsonderneming die een limietorder ontvangt en niet in staat is de order overeenkomstig de gespecificeerde voorwaarden uit te voeren, deze order onmiddellijk routeert naar een gereguleerde markt of MTF, dan wel de voorwaarden van de order op één of andere manier aan de markt bekendmaakt.
- (28) Deze richtlijn erkent dat beleggers volledig op de hoogte moeten zijn van de potentiële risico's en voordelen die aan bijzondere voorzieningen voor de afhandeling van orders verbonden zijn. Cliënten dienen daarom vooraf uitdrukkelijk toestemming te verlenen voordat hun orders worden uitgevoerd, met name wanneer zulks tegen de eigen posities van de onderneming geschiedt. De beleggingsonderneming moet het recht hebben om zelf uit te maken of deze voorafgaande toestemming in het algemeen wordt gevraagd (bv. bij de aanvang van de relatie), dan wel per transactie.
- (29) Het is aangewezen de voorwaarden vast te stellen waaronder beleggingsondernemingen op verbonden agenten een beroep kunnen doen. Aangezien een verbonden agent slechts een beperkt aantal taken voor rekening van één bepaalde beleggingsonderneming vervult, dient hijzelf niet als een beleggingsonderneming te worden beschouwd en moet hij niet in de gelegenheid worden gesteld om zijn werkzaamheden in andere lidstaten uit te oefenen. De lidstaten moeten in staat zijn de verantwoordelijkheid voor de vergunningverlening aan, de registratie van en het toezicht op verbonden agenten te delegeren aan onafhankelijke zelfregulerende instanties die over toereikende middelen beschikken. Deze richtlijn dient het recht van verbonden agenten onverlet te laten om, onder meer ook voor rekening van onderdelen van dezelfde financiële groep, werkzaamheden uit te oefenen die samenhangen met financiële diensten of producten die niet onder deze richtlijn vallen. De voorwaarden om activiteiten buiten de bedrijfsruimten van de beleggingsonderneming (huis-aan-huis-verkopen) te ontplooiën, behoeven niet onder deze richtlijn te vallen.
- (30) Om ervoor te zorgen dat de gedragsregels in acht worden genomen ten aanzien van de beleggers die deze vorm van bescherming het hardst nodig hebben, en in het licht van de algemeen gangbare marktpraktijken in de Gemeenschap, verdient het aanbeveling duidelijk te stellen dat bij transacties tussen ervaren tegenpartijen van de toepassing van gedragsregels kan worden afgezien.
- (31) Het feit dat een andere entiteit dan een kredietinstelling of een beleggingsonderneming voor de toepassing van deze bepaling als een „ervaren tegenpartij” mag worden beschouwd, mag op zich niet volstaan om deze entiteit het recht te ontzeggen te worden behandeld als een cliënt die de bescherming van gedragsregels of zorgplicht dient te genieten.
- (32) Teneinde zowel de beleggers te beschermen als een goede werking van de effectenmarkten te garanderen, dient de transparantie van de transacties te worden gewaarborgd en moeten de voorschriften die met het oog daarop zijn vastgesteld, van toepassing zijn op zowel beleggingsondernemingen als kredietinstellingen wanneer zij op de markt opereren. Teneinde beleggers of marktdeelnemers te allen tijde in staat te stellen de voorwaarden van een door hen overwogen aandelentransactie te evalueren en achteraf te verifiëren onder welke voorwaarden deze transactie is uitgevoerd, moeten gemeenschappelijke voorschriften worden vastgesteld voor de openbaarmaking van bijzonderheden over gesloten aandelentransacties en voor de bekendmaking van bijzonderheden over de op een gegeven moment op het gebied van de aandelenhandel bestaande mogelijkheden. Deze voorschriften zijn noodzakelijk om de effectieve integratie van de aandelenmarkten van de lidstaten te waarborgen, de efficiëntie van het algemene koersvormingsproces van eigen-vermogensinstrumenten te bevorderen en tot de daarwerkelijke naleving van de verplichtingen inzake „optimale uitvoering” bij te dragen. Dit alles vereist een allesomvattende transparantieregeling die geldt voor alle aandelentransacties, ongeacht of deze door een beleggingsonderneming op bilaterale basis, dan wel via een gereguleerde markt of MTF worden uitgevoerd.

- (33) Teneinde te garanderen dat voldoende informatie vooraf wordt verstrekt om een efficiënte vorming van de aandelenkoersen te bewerkstelligen en de marktdeelnemers tevens in staat te stellen uit te maken welke de voordeligste voorwaarden zijn waaronder transacties kunnen worden gesloten, is het aangewezen om van de voor eigen rekening handelende beleggingsondernemingen te verlangen dat zij vaste bied- en laatprijzen bekendmaken voor transacties van een specifieke omvang met betrekking tot aandelen waarvoor een liquide markt bestaat.
- (34) Alle beleggingsondernemingen moeten over dezelfde mogelijkheden beschikken om lid te worden van alle gereglemeenteerde markten uit de gehele Gemeenschap of toegang te krijgen tot die markten. Het is van belang om, ongeacht de wijze waarop transacties in de lidstaten momenteel georganiseerd zijn, de technische en juridische beperkingen op de rechtstreekse en middellijke toegang, alsook op de toegang op afstand tot gereglemeenteerde markten af te schaffen.
- (35) Teneinde de afhandeling van grensoverschrijdende transacties te vergemakkelijken, verdient het tevens aanbeveling alle clearing- en afwikkelingssystemen uit de gehele Gemeenschap toegankelijk te maken voor beleggingsondernemingen, met inbegrip van die welke MTF's exploiteren, ongeacht of de transacties al dan niet zijn gesloten op gereglemeenteerde markten die op het grondgebied van de betrokken lidstaat gelegen zijn. Van beleggingsondernemingen die rechtstreeks aan afwikkelingssystemen van partnerlanden wensen deel te nemen, moet worden verlangd dat zij aan de relevante operationele en zakelijke vereisten voor het lidmaatschap voldoen en zich voegen naar de prudentiële maatregelen om de goede en ordelijke werking van de financiële markten te waarborgen.
- (36) De vergunning om een gereglemeenteerde markt te exploiteren, moet alle werkzaamheden bestrijken die rechtstreeks verband houden met de afbeelding, verwerking, uitvoering, bevestiging en kennisgeving van orders vanaf het tijdstip waarop deze orders door de gereglemeenteerde 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. Daaronder moeten ook de transacties vallen welke volgens de regels en via de systemen van een gereglemeenteerde markt zijn gesloten met de tussenkomst van aangewezen markt makers die door de gereglemeenteerde markt zijn aangesteld.
- (37) Exploitanten van een gereglemeenteerde markt moeten eveneens in staat zijn een MTF te exploiteren zonder dat zij een aanvullende vergunning als beleggingsonderneming dienen aan te vragen.
- (38) De bepalingen van deze richtlijn betreffende de toelating van instrumenten tot de handel volgens de regels van de gereglemeenteerde markt dienen de toepassing onverlet te laten van 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<sup>(1)</sup>. Een gereglemeenteerde markt mag niet worden belet om strengere eisen, dan de bij deze richtlijn opgelegde, te stellen aan emittenten van effecten of instrumenten welke zij overweegt toe te laten tot de handel.
- (39) De lidstaten moeten in staat zijn verschillende bevoegde autoriteiten aan te wijzen om toezicht te houden op de naleving van de verstrekkende verplichtingen die in deze richtlijn zijn neergelegd. Deze autoriteiten moeten een openbaar karakter hebben, zodat zij onafhankelijk zijn van economische actoren en belangenconflicten worden vermeden. Dit openbare karakter mag niet uitsluiten dat taken worden gedelegeerd onder de verantwoordelijkheid van de bevoegde autoriteit.
- (40) De convergentie van de bevoegdheden van de bevoegde autoriteiten moet in de hand worden gewerkt om ervoor te zorgen dat overal op de geïntegreerde financiële markt even intensief toezicht wordt gehouden op de naleving van de voorschriften. Een gemeenschappelijk minimumpakket van bevoegdheden in combinatie met adequate middelen moeten de doelmatigheid van het toezicht garanderen.
- (41) Ter bescherming van de cliënten en onverminderd hun recht om een gerechtelijke procedure in te leiden, verdient het aanbeveling dat de lidstaten openbare en particuliere organen voor buitengerechtelijke geschillenbeslechting aanmoedigen samen te werken bij de oplossing van grensoverschrijdende geschillen, rekening houdend met Aanbeveling 98/257/EG van de Commissie van 30 maart 1998 betreffende de beginselen die van toepassing zijn op de organen die verantwoordelijk zijn voor de buitengerechtelijke beslechting van consumentengeschillen<sup>(2)</sup>. De lidstaten worden ertoe aangemoedigd om bij de tenuitvoerlegging van de voorschriften betreffende klachten en verhaalsprocedures voor buitengerechtelijke geschillenbeslechting gebruik te maken van bestaande grensoverschrijdende samenwerkingsregelingen, zoals met name het netwerk voor de buitengerechtelijke beslechting van geschillen in de sector van de financiële diensten (Financial Services Complaints Network — FIN-Net).
- (42) Het is nodig om de bepalingen betreffende de gegevensuitwisseling tussen nationale bevoegde autoriteiten aan te scherpen en de bijstands- en medewerkingsplicht die zij jegens elkaar hebben, te versterken. In het licht van de toenemende grensoverschrijdende activiteiten dienen de bevoegde autoriteiten elkaar alle gegevens te verschaffen die dienstig zijn voor de uitoefening van hun taken, teneinde ook een doeltreffend toezicht op de naleving van deze richtlijn te garanderen in situaties waarin inbreuken of vermoedelijke inbreuken op de richtlijn autoriteiten in twee of meer lidstaten kunnen aanbelangen. Bij de uitwisseling van gegevens is een strikte inachtneming van het beroepsgeheim evenwel onontbeerlijk om een vlotte uitwisseling van deze informatie en de eerbiediging van de rechten van de betrokken personen te waarborgen.

(1) PB L 184 van 6.7.2001, blz. 1.

(2) PB L 115 van 17.4.1998, blz. 31.

- (43) Tijdens zijn zitting van 17 juli 2000 heeft de Raad het Comité van wijzen voor de regulering van de Europese effectenmarkten opgericht. In zijn eindverslag stelde dit Comité van wijzen voor om nieuwe wetgevingstechnieken in te voeren op basis van een aanpak op vier niveaus, te weten kaderbeginselen, uitvoeringsmaatregelen, samenwerking en toezicht op de naleving. Niveau 1, de richtlijn, dient zich te beperken tot globale, algemene kaderbeginselen, terwijl niveau 2 technische uitvoeringsmaatregelen dient te omvatten die door de Commissie moeten worden vastgesteld, hierin bijgestaan door een comité.
- (44) Op 23 maart 2001 heeft de Europese Raad van Stockholm in zijn resolutie het eindverslag van het Comité van wijzen goedgekeurd alsmede de voorgestelde aanpak op vier niveaus om het regelgevingsproces met betrekking tot de communautaire effectenwetgeving efficiënter en transparanter te maken.
- (45) Volgens de Europese Raad van Stockholm moeten de uitvoeringsmaatregelen van niveau 2 vaker worden gebruikt om ervoor te zorgen dat de technische bepalingen gelijke tred kunnen houden met de marktontwikkelingen en met de ontwikkelingen inzake toezicht, en moeten voor alle stadia van de werkzaamheden van niveau 2 termijnen worden gesteld.
- (46) Ook in de resolutie van het Europees Parlement van 5 februari 2002 over de tenuitvoerlegging van de financiële-dienstenwetgeving werd het verslag van het Comité van wijzen onderschreven, en wel op basis van de plechtige verklaring die op diezelfde dag door de Commissie voor het Parlement werd afgelegd en de brief van het voor de interne markt bevoegde Commissielid van 2 oktober 2001 aan de voorzitter van de Economische en Monetaire Commissie van het Parlement met betrekking tot de garanties die het Europees Parlement bij deze procedure zullen worden geboden.
- (47) De voor de uitvoering van deze richtlijn vereiste maatregelen moeten worden vastgesteld overeenkomstig Besluit 1999/468/EG van de Raad van 28 juni 1999 tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden <sup>(1)</sup>.
- (48) Na de eerste indiening van ontwerpuitvoeringsmaatregelen dient het Europees Parlement over een termijn van drie maanden te beschikken om deze te behandelen en zich erover uit te spreken. In met redenen omklede, dringende gevallen kan deze termijn evenwel worden ingekort. Als het Europees Parlement binnen deze termijn een resolutie aanneemt, behandelt de Commissie de ontwerpmaatregelen opnieuw.
- (49) Teneinde met verdere ontwikkelingen op de financiële markten rekening te houden, dient de Commissie aan

het Europees Parlement en de Raad verslag uit te brengen over de toepassing van de bepalingen betreffende de beroepsaansprakelijkheidsverzekering, de reikwijdte van de transparantieregels en de eventuele verlening van een vergunning als beleggingsonderneming aan in van grondstoffen afgeleide instrumenten gespecialiseerde handelaren.

- (50) Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) <sup>(2)</sup>, Richtlijn 93/6/EEG en Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen <sup>(3)</sup> dienen te worden gewijzigd om met het bepaalde in deze richtlijn in overeenstemming te worden gebracht.
- (51) De verwezenlijking van de doelstellingen om een geïntegreerde financiële markt tot stand te brengen waarop de beleggers afdoende bescherming genieten en de efficiëntie en integriteit van de markt als geheel gewaarborgd zijn, vereist de vaststelling van een gemeenschappelijke regelgeving die geldt voor alle beleggingsondernemingen, ongeacht in welke lidstaat zij een vergunning hebben verkregen, en die tevens de werking van gereglementeerde markten en andere handelssystemen regelt om te voorkomen dat de ondoorzichtigheid of verstoring van één markt de efficiënte werking van het gehele Europese financiële stelsel ondermijnt. Aangezien deze doelstellingen beter door de Gemeenschap kunnen worden verwezenlijkt, kan de Gemeenschap maatregelen vaststellen overeenkomstig het in artikel 5 van het Verdrag bedoelde subsidiariteitsbeginsel. Overeenkomstig het in genoemd artikel bedoelde evenredigheidsbeginsel gaat deze richtlijn niet verder dan hetgeen noodzakelijk is om deze doelstellingen te bereiken,

HEBLEN DE VOLGENDE RICHTLIJN VASTGESTELD:

## TITEL I

### DEFINITIES EN TOEPASSINGSGBIED

#### Artikel 1

##### Toepassingsgebied

- Deze richtlijn is van toepassing op beleggingsondernemingen en gereglementeerde markten.
- De artikelen 12 en 13 en de hoofdstukken II en III van titel II zijn tevens van toepassing op kredietinstellingen waaraan overeenkomstig Richtlijn 2000/12/EG vergunning is verleend om één of meer beleggingsdiensten te verrichten.

<sup>(2)</sup> PB L 375 van 31.12.1985, blz. 3. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2001/108/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 41 van 13.2.2002, blz. 35).

<sup>(3)</sup> PB L 126 van 26.5.2000, blz. 1. Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2000/28/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 275 van 27.10.2000, blz. 37).

<sup>(1)</sup> PB L 184 van 17.7.1999, blz. 23.

## Artikel 2

### Vrijstellingen

1. Deze richtlijn is niet van toepassing op:
  - a) verzekeringsondernemingen in de zin van artikel 1 van Richtlijn 73/239/EEG of artikel 1 van Richtlijn 79/267/EEG, alsmede op ondernemingen die de in Richtlijn 64/225/EEG bedoelde werkzaamheden van herverzekering en retrocessie uitoefenen;
  - b) ondernemingen die uitsluitend beleggingsdiensten verrichten voor hun moederonderneming, hun dochterondernemingen of andere dochterondernemingen van hun moederonderneming;
  - c) personen die een beleggingsdienst als incidentele activiteit verrichten in het kader van een beroepswerkzaamheid, indien deze werkzaamheid aan wettelijke of bestuursrechtelijke voorschriften of aan een beroepscode is onderworpen en het verrichten van de dienst op grond daarvan niet is uitgesloten;
  - d) ondernemingen waarvan de beleggingsdiensten uitsluitend bestaan in het beheer van een werknemersparticipatieplan;
  - e) ondernemingen die zowel het beheer van een werknemersparticipatieplan waarnemen als uitsluitend beleggingsdiensten verrichten voor hun moederondernemingen, hun dochterondernemingen of andere dochterondernemingen van hun moederondernemingen;
  - f) leden van het Europees Stelsel van Centrale Banken en andere nationale instellingen met een soortgelijke functie, alsmede andere overheidsinstellingen die belast zijn met het beheer van de overheidsschuld of bij dat beheer betrokken zijn;
  - g) instellingen voor collectieve belegging, ongeacht of zij op communautair niveau gecoördineerd zijn, alsmede de bewaarders en beheerders van deze instellingen;
  - h) personen die als nevenactiviteit naast hun hoofdbedrijf voor eigen rekening in financiële instrumenten handelen, mits dit hoofdbedrijf niet bestaat in het verrichten van beleggingsdiensten in de zin van deze richtlijn of bankdiensten in de zin van Richtlijn 2000/12/EG;
  - i) ondernemingen waarvan het hoofdbedrijf, wanneer deze op geconsolideerde basis worden beschouwd, bestaat in het voor eigen rekening handelen in van grondstoffen afgeleide instrumenten;
  - j) ondernemingen waarvan de beleggingsdiensten uitsluitend bestaan in het voor eigen rekening handelen op markten voor financiële futures of voor opties, of die voor rekening van andere leden van deze zelfde markten handelen, of aan deze laatsten een prijs geven, en die door clearing members van deze markten worden gegarandeerd, waarbij de verant-

woordelijkheid voor de uitvoering van de door deze ondernemingen gesloten contracten bij clearing members van deze zelfde markten berust;

- k) verenigingen die door Deense pensioenfondsen zijn opgericht met de uitsluitende bedoeling de activa van de deelnemende pensioenfondsen te beheren;
- l) „agenti di cambio” waarvan de activiteiten en de functie geregeld zijn bij artikel 201 van de Italiaanse wet nr. 58 van 28 februari 1998.

2. De bij deze richtlijn verleende rechten gelden niet voor het verrichten van diensten waarbij als tegenpartij wordt opgetreden bij transacties die leden van het Europees Stelsel van Centrale Banken verrichten in het kader van de uitoefening van hun taken overeenkomstig het Verdrag en de Statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken en van de Europese Centrale Bank.

3. Om met de ontwikkelingen op de financiële markten rekening te houden en een uniforme toepassing van deze richtlijn te garanderen, kan de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure de bij lid 1 van dit artikel verleende vrijstellingen verduidelijken.

## Artikel 3

### Definities

1. In de zin van deze richtlijn wordt verstaan onder:
  1. „beleggingsonderneming”: iedere rechtspersoon wiens gewone beroep of bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van beleggingsdiensten;
  2. „beleggingsdienst”: iedere in deel A van bijlage I genoemde dienst die betrekking heeft op één van de in deel C van bijlage I genoemde instrumenten;
  3. „nevendienst”: iedere in deel B van bijlage I genoemde dienst die betrekking heeft op één van de in deel C van bijlage I genoemde instrumenten;
  4. „beleggingsadvies”: het doen van gepersonaliseerde aanbevelingen aan een cliënt met betrekking tot één of meer transacties die met financiële instrumenten verband houden;
  5. „uitvoering van orders voor rekening van cliënten”: optreden als tussenpersoon om overeenkomsten te sluiten tot verkoop of aankoop van één of meer financiële instrumenten voor rekening van cliënten;
  6. „handelen voor eigen rekening”: periodiek en beroepsmatig actief met eigen kapitaal handelen in één of meer financiële instrumenten, hetgeen resulteert in het sluiten van transacties;

7. „cliënt”: iedere natuurlijke of rechtspersoon die een beleggingsonderneming vraagt beleggingsdiensten en nevendiensten voor hem te verrichten;
8. „professionele cliënt”: een cliënt die de nodige ervaring, kennis en deskundigheid bezit om zelf beleggingsbeslissingen te nemen en de door hem gelopen risico's adequaat in te schatten, conform de criteria en procedures vastgesteld in bijlage II;
9. „marktexploitant”: een persoon of personen die het bedrijf van een gereguleerde markt feitelijk leidt of leiden;
10. „gereguleerde markt”: een door een marktexploitant geëxploiteerde multilaterale voorziening die meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten — binnen deze voorziening en volgens niet-discretionaire regels — op een zodanige wijze samenbrengt dat er een overeenkomst uit voortvloeit waarvan volgens de regels en in de systemen van deze voorziening tot de handel toegelaten financiële instrumenten het voorwerp uitmaken, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt overeenkomstig het bepaalde in titel III;
11. „multilaterale handelsfaciliteit” (Multilateral trading facility — MTF): een multilaterale voorziening die meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten — binnen deze voorziening en volgens niet-discretionaire regels — op een zodanige wijze samenbrengt dat er een overeenkomst uit voortvloeit;
12. „marktorder”: een order om een financieel instrument tegen de beste koers te kopen of te verkopen;
13. „limietorder”: een order om een financieel instrument tegen de opgegeven limietkoers of een betere koers te kopen of te verkopen;
14. „financieel instrument”: alle instrumenten die zijn genoemd in deel C van bijlage I;
15. „effecten”: alle categorieën op de kapitaalmarkt verhandelbare waardepapieren, met uitsluiting van waardepapieren die een betalingsopdracht belichamen, zoals:
  - a) aandelen in ondernemingen en andere met aandelen in ondernemingen, personenvennootschappen of andere entiteiten gelijk te stellen waardepapieren, alsmede aandelencertificaten;
  - b) obligaties en andere schuldinstrumenten;
  - c) alle andere waardepapieren die het recht verlenen die effecten te verwerven of te verkopen of die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstoffenprijzen of andere indexen of maatstaven;
16. „geldmarktinstrumenten”: alle categorieën instrumenten die gewoonlijk op de geldmarkt worden verhandeld, zoals schatkistpapier, depositocertificaten en commercial paper, met uitzondering van waardepapieren die een betalingsopdracht belichamen;
17. „lidstaat van herkomst”:
  - a) in het geval van een beleggingsonderneming:
    - i) indien de beleggingsonderneming een natuurlijke persoon is, de lidstaat waar deze persoon zijn hoofdkantoor heeft;
    - ii) indien de beleggingsonderneming een rechtspersoon is, de lidstaat waar haar statutaire zetel is gelegen. In dit geval draagt de bevoegde autoriteit er zorg voor dat ook het hoofdkantoor van de onderneming in deze lidstaat is gelegen; of
    - iii) indien de beleggingsonderneming overeenkomstig haar nationale wetgeving geen statutaire zetel heeft, de lidstaat waar haar hoofdkantoor is gelegen;
  - b) in het geval van een gereguleerde markt: 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 markt is gelegen;
18. „lidstaat van ontvangst”: de lidstaat waar de beleggingsonderneming een bijkantoor heeft of diensten verricht;
19. „bevoegde autoriteit”: de autoriteit die de lidstaat van herkomst overeenkomstig artikel 45 aanwijst, tenzij in de afzonderlijke bepalingen van deze richtlijn anders is gespecificeerd;
20. „kredietinstelling”: een kredietinstelling in de zin van Richtlijn 2000/12/EG;
21. „icbe-beheermaatschappij”: een beheermaatschappij in de zin van Richtlijn 85/611/EEG;
22. „verbonden agent”: een natuurlijke of rechtspersoon die, zonder voor de toepassing van deze richtlijn als een beleggingsonderneming te worden beschouwd, de beleggingsdiensten en nevendiensten van een beleggingsonderneming bij cliënten of potentiële cliënten promoot, instructies of orders van cliënten met betrekking tot beleggingsdiensten of financiële instrumenten ontvangt en aan die beleggingsonderneming doorgeeft, en advies aan cliënten of potentiële cliënten verstrekt met betrekking tot de door de beleggingsonderneming aangeboden beleggingsdiensten of financiële instrumenten, dit alles onder de volledige en onvoorwaardelijke verantwoordelijkheid van de beleggingsonderneming voor rekening waarvan hij handelt;
23. „bijkantoor”: een bedrijfszetel die een onderdeel zonder rechtspersoonlijkheid vormt van een beleggingsonderneming en die beleggingsdiensten verricht waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft gekregen;

24. „gekwalificeerde deelneming”: het rechtstreeks of middellijk bezitten van een deelneming in een beleggingsonderneming van ten minste 10 % van het kapitaal of van de stemrechten, bedoeld in artikel 7 van Richtlijn 88/627/EEG van de Raad <sup>(1)</sup>, dan wel van een deelneming die de mogelijkheid inhoudt een invloed van betekenis uit te oefenen op de bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming waarin wordt deelgenomen;
25. „moederonderneming”: een moederonderneming in de zin van de artikelen 1 en 2 van Richtlijn 83/349/EEG van de Raad <sup>(2)</sup>;
26. „dochteronderneming”: een dochteronderneming in de zin van de artikelen 1 en 2 van Richtlijn 83/349/EEG, met inbegrip van elke dochteronderneming van een dochteronderneming van een moederonderneming die aan het hoofd van deze ondernemingen staat;
27. „zeggenschap”: zeggenschap in de zin van artikel 1 van Richtlijn 83/349/EEG;
28. nauwe banden: een situatie waarin twee of meer natuurlijke of rechtspersonen verbonden zijn door:
- a) een „deelneming”, dat wil zeggen het rechtstreeks of door middel van een zeggenschapsband houden van ten minste 20 % van de stemrechten of het kapitaal van een onderneming; of
  - b) een „zeggenschapsband”, dat wil zeggen de band die bestaat tussen een moederonderneming en een dochteronderneming, in alle gevallen zoals bedoeld in artikel 1, leden 1 en 2, van Richtlijn 83/349/EEG, of een band van dezelfde aard tussen een natuurlijke of rechtspersoon en een onderneming; elke dochteronderneming van een dochteronderneming wordt ook beschouwd als een dochteronderneming van de moederonderneming die aan het hoofd van deze ondernemingen staat.

Als een nauwe band tussen twee of meer natuurlijke of rechtspersonen wordt tevens beschouwd een situatie waarin deze personen via een zeggenschapsband duurzaam verbonden zijn met eenzelfde persoon.

2. Om met de ontwikkelingen op de financiële markten rekening te houden en een uniforme toepassing van deze richtlijn te garanderen, kan de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure de in lid 1 van dit artikel vervatte definities verduidelijken.

<sup>(1)</sup> PB L 348 van 17.12.1988, blz. 62.

<sup>(2)</sup> PB L 193 van 18.7.1983, blz. 1.

## TITEL II

### VOORWAARDEN VOOR DE VERGUNNINGVERLENING AAN EN DE BEDRIJFSUITOEFENING VAN BELEGGINGSONDERNEMINGEN

#### HOOFDSTUK I

#### VOORWAARDEN EN PROCEDURES VOOR DE VERGUNNINGVERLENING

##### Artikel 4

##### Voorwaarden voor de vergunningverlening

1. Elke lidstaat behoudt het verrichten van beleggingsdiensten voor aan beleggingsondernemingen. Hij draagt er zorg voor dat alle beleggingsondernemingen waarvan hij de lidstaat van herkomst is, pas activiteiten ontplooiën wanneer hun overeenkomstig het bepaalde in deze richtlijn vergunning is verleend.
  2. In afwijking van lid 1 wordt door de lidstaten aan een marktexploitant toegestaan een MTF te exploiteren in overeenstemming met het bepaalde in de artikelen 13, 24, 27 en 28.
  3. In afwijking van artikel 3, lid 1, punt 1), kunnen de lidstaten ook ondernemingen die geen rechtspersoon zijn een vergunning als beleggingsonderneming verlenen, mits:
    - a) het voor die ondernemingen geldende rechtssysteem aan derden een gelijkwaardige bescherming van hun belangen waarborgt als door een rechtspersoon wordt geboden, en
    - b) die ondernemingen onderworpen zijn aan een gelijkwaardig prudentieel toezicht dat aan hun rechtsvorm aangepast is.
- Wanneer een natuurlijke persoon echter diensten verricht die het aanhouden van aan derden toebehorende gelden of effecten met zich brengen, mag hij voor de toepassing van deze richtlijn alleen als een beleggingsonderneming worden beschouwd, indien hij, onverminderd de overige in deze richtlijn en in Richtlijn 93/6/EEG gestelde eisen, aan de volgende voorwaarden voldoet:

- a) de eigendomsrechten van derden ten aanzien van waardepapieren en gelden moeten zijn gevrijwaard, met name in geval van insolventie van de onderneming of haar eigenaars, of van beslaglegging, schuldvergelijking of andere rechtsmiddelen, aangewend door de schuldeisers van de onderneming of van haar eigenaars;
- b) de onderneming moet onderworpen zijn aan voorschriften die tot doel hebben toezicht te houden op de solvabiliteit van de onderneming en van haar eigenaars;
- c) de jaarrekening van de onderneming moet worden gecontroleerd door één of meer personen die krachtens de nationale wetgeving bevoegd zijn rekeningen te controleren;

d) wanneer de onderneming slechts één eigenaar heeft, moet deze maatregelen nemen ter bescherming van de beleggers in geval van beëindiging van de activiteiten van de onderneming ten gevolge van zijn overlijden, onbekwaamheid of andere vergelijkbare omstandigheden.

4. De lidstaten leggen een register van alle beleggingsondernemingen aan. Dit register is toegankelijk voor het publiek en bevat informatie over de diensten die de beleggingsonderneming op grond van haar vergunning mag verrichten. Het register wordt regelmatig bijgewerkt.

5. In het geval van beleggingsondernemingen die uitsluitend beleggingsadvies verstrekken, kunnen de lidstaten toestaan dat de bevoegde autoriteit de vergunningverlening delegeert aan een instantie die voldoet aan de in artikel 45, lid 2, gestelde voorwaarden.

#### Artikel 5

##### Reikwijdte van de vergunning

1. De lidstaat van herkomst draagt er zorg voor dat in de vergunning de beleggingsdiensten worden vermeld die de beleggingsonderneming mag verrichten. De vergunning kan één of meer nevendiensten als bedoeld in deel B van bijlage I bestrijken. Onder geen beding mag een vergunning worden afgegeven voor het uitsluitend verrichten van nevendiensten.

2. Een beleggingsonderneming die haar werkzaamheden wenst uit te breiden tot andere beleggingsdiensten of nevendiensten die niet door de initiële vergunning worden bestreken, is verplicht een verzoek tot uitbreiding van haar vergunning in te dienen.

3. De vergunning is geldig in de gehele Gemeenschap en staat een beleggingsonderneming toe overal in de Gemeenschap de diensten te verrichten waarvoor haar vergunning is verleend, hetzij door middel van een bijkantoor, hetzij door middel van het vrij verrichten van diensten.

#### Artikel 6

##### Procedures voor de verlening en weigering van een vergunning

1. De bevoegde autoriteit verleent geen vergunning voordat zij er volledig van overtuigd is dat de aanvrager voldoet aan alle vereisten die uit de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften voortvloeien.

2. De beleggingsonderneming verstrekt alle informatie — met inbegrip van een programma van werkzaamheden, waarin met name de aard van de beoogde activiteiten alsmede de organisatiestructuur worden vermeld — die nodig is opdat de bevoegde autoriteit zich ervan kan vergewissen dat de beleggingsonderneming ten tijde van de initiële vergunningverlening alle noodzakelijke regelingen heeft getroffen om te voldoen aan haar verplichtingen welke uit de bepalingen van dit hoofdstuk voortvloeien.

3. De aanvrager wordt er binnen zes maanden na de indiening van een volledige aanvraag van in kennis gesteld of de vergunning toegekend dan wel geweigerd is.

#### Artikel 7

##### Intrekking van vergunningen

De bevoegde autoriteit mag de vergunning die aan een beleggingsonderneming is verleend, intrekken indien deze beleggingsonderneming:

- a) binnen een termijn van twaalf maanden geen gebruik maakt van de vergunning, uitdrukkelijk te kennen geeft geen gebruik van de vergunning te zullen maken of tijdens de zes voorafgaande maanden geen beleggingsdiensten heeft verricht, tenzij de betrokken lidstaat voorschrijft dat in die gevallen de vergunning vervalt;
- b) de vergunning heeft verworven door middel van valse verklaringen of op enige andere onregelmatige wijze;
- c) niet meer voldoet aan de voorwaarden waarop de vergunning is verleend, waarbij onder meer niet langer aan de in Richtlijn 93/6/EEG gestelde voorwaarden wordt voldaan;
- d) de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften betreffende de voorwaarden voor de uitoefening van de werkzaamheden van beleggingsondernemingen op ernstige wijze en systematisch heeft overtreden;
- e) in één van de gevallen verkeert waarin nationale voorschriften ten aanzien van buiten het toepassingsgebied van deze richtlijn vallende aangelegenheden in intrekking voorzien.

#### Artikel 8

##### Personen die het bedrijf feitelijk leiden

1. De lidstaten schrijven voor dat de personen die het bedrijf van de beleggingsonderneming feitelijk leiden, als voldoende betrouwbaar bekend moeten staan en over voldoende ervaring moeten beschikken teneinde de gezonde en prudente bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming te garanderen.

2. De lidstaten schrijven voor dat de beleggingsonderneming de bevoegde autoriteit in kennis moet stellen van eventuele wijzigingen in het bestuur ervan en tegelijkertijd alle informatie moet verschaffen die nodig is om te beoordelen of de nieuwe personen die zijn aangesteld om de onderneming te leiden, als voldoende betrouwbaar bekend staan en over voldoende ervaring beschikken.

3. De bevoegde autoriteit verleent geen vergunning indien zij er niet van overtuigd is dat de personen die het bedrijf van de beleggingsonderneming feitelijk zullen leiden, als voldoende betrouwbaar bekend staan en over voldoende ervaring beschikken, dan wel indien er objectieve en aantoonbare redenen zijn om aan te nemen dat eventuele voorgenomen wijzigingen in het bestuur van de onderneming een bedreiging vormen voor de gezonde en prudente bedrijfsvoering ervan.

4. De lidstaten dragen er zorg voor dat een beleggingsonderneming wordt geleid door ten minste twee personen die aan de in lid 1 gestelde voorwaarden voldoen.

In afwijking van de eerste alinea mogen de lidstaten vergunning verlenen aan een beleggingsonderneming die een natuurlijke persoon is of aan een beleggingsonderneming die een rechtspersoon is en overeenkomstig haar statuten en nationale wetgeving door één natuurlijke persoon wordt geleid. De lidstaten zien er evenwel op toe dat er alternatieve regelingen zijn getroffen om een gezonde en prudente bedrijfsvoering van dergelijke beleggingsondernemingen te garanderen.

#### Artikel 9

##### **Personen die de feitelijke zeggenschap uitoefenen en verwervingen van gekwalificeerde deelnemingen**

1. De lidstaten schrijven voor dat aandeelhouders met een gekwalificeerde deelneming in de beleggingsonderneming geschikt moeten zijn, gelet op de noodzaak een gezonde en prudente bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming te garanderen.

Wanneer er nauwe banden bestaan tussen de beleggingsonderneming en andere natuurlijke of rechtspersonen, verleent de bevoegde autoriteit de vergunning slechts indien deze banden de juiste uitoefening van de toezichthoudende taak van de bevoegde autoriteit niet belemmeren.

2. De bevoegde autoriteit weigert de vergunning indien de wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen van een derde land die van toepassing zijn op één of meer natuurlijke of rechtspersonen met wie de onderneming nauwe banden heeft, of moeilijkheden in verband met de toepassing van die bepalingen, een belemmering vormen voor de juiste uitoefening van haar toezichthoudende taken.

3. De lidstaten schrijven voor dat iedere natuurlijke of rechtspersoon die het voornemen heeft om rechtstreeks of middellijk een gekwalificeerde deelneming in een beleggingsonderneming te verwerven of af te stoten, de bevoegde autoriteit daarvan eerst overeenkomstig de tweede alinea in kennis moet stellen onder vermelding van de omvang van de resulterende deelneming. Tot kennisgeving aan de bevoegde autoriteit is eveneens gehouden iedere natuurlijke of rechtspersoon die het voornemen heeft de omvang van zijn gekwalificeerde deelneming zodanig te vergroten of te verkleinen dat het percentage van zijn stemrechten of aandelen 20 %, 33 % of 50 % bereikt, onderschrijdt of overschrijdt, of dat de beleggingsonderneming zijn dochteronderneming wordt.

Onverminderd het bepaalde in lid 4 beschikt de bevoegde autoriteit over een termijn van ten hoogste drie maanden, te rekenen vanaf de datum van de in de eerste alinea bedoelde kennisgeving, om zich tegen het voornemen te verzetten indien zij, gelet op de noodzaak een gezonde en prudente bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming te garanderen, niet overtuigd is van de geschiktheid van de in de eerste alinea bedoelde persoon. Indien de bevoegde autoriteit geen bezwaar

maakt, kan zij een maximumtermijn vaststellen voor de uitvoering van het in de eerste alinea bedoelde voornemen.

4. Indien de verwerfer van een in lid 3 bedoelde deelneming een beleggingsonderneming, een kredietinstelling of een verzekeringsonderneming is waaraan in een andere lidstaat vergunning is verleend, of een moederonderneming van een beleggingsonderneming, kredietinstelling of verzekeringsonderneming waaraan in een andere lidstaat vergunning is verleend, of een natuurlijke of rechtspersoon die zeggenschap heeft over een beleggingsonderneming, kredietinstelling of verzekeringsonderneming waaraan in een andere lidstaat vergunning is verleend, en indien de onderneming daardoor een dochteronderneming van de verwerfer wordt of onder zijn zeggenschap komt, vindt over de verwerving voorafgaand overleg plaats overeenkomstig artikel 55.

5. De lidstaten schrijven voor dat zodra een beleggingsonderneming kennis krijgt van verwervingen of afstotingen van deelnemingen in haar kapitaal waardoor stijging tot boven of daling tot onder één van de drempels als bedoeld in de eerste alinea van lid 3 optreedt, zij de bevoegde autoriteit daarvan in kennis moet stellen.

Tevens stellen beleggingsondernemingen de bevoegde autoriteit ten minste eens per jaar in kennis van de identiteit van de aandeelhouders of vennoten die gekwalificeerde deelnemingen bezitten, alsmede van de omvang van de deelnemingen zoals deze met name blijken uit de gegevens die worden vastgelegd bij de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders of vennoten, of uit de informatie die is ontvangen uit hoofde van de voorschriften die van toepassing zijn op ondernemingen waarvan de effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten.

6. De lidstaten schrijven voor dat, indien de door de in de eerste alinea van lid 1 bedoelde personen uitgeoefende invloed een prudente en gezonde bedrijfsvoering van de beleggingsonderneming zou kunnen belemmeren, de bevoegde autoriteit passende maatregelen moet treffen om aan deze toestand een einde te maken.

Die maatregelen kunnen met name bestaan in het aanvragen van rechterlijke bevelen en/of het treffen van sancties tegen bestuurders en degenen die voor het bestuur verantwoordelijk zijn, dan wel het schorsen van de uitoefening van de stemrechten die verbonden zijn aan de aandelen welke door de betrokken aandeelhouders of vennoten worden gehouden.

Soortgelijke maatregelen worden genomen ten aanzien van natuurlijke of rechtspersonen die de verplichting inzake voorafgaande kennisgeving van de verwerving of vergroting van de gekwalificeerde deelneming niet naleven. Wanneer ondanks het bezwaar van de bevoegde autoriteit een deelneming wordt verworven, schrijven de lidstaten, onverminderd andere te treffen sancties, voor dat de uitoefening van de betrokken stemrechten wordt geschorst of dat de uitgebrachte stemmen nietig zijn of nietig verklaard kunnen worden.



*Artikel 10***Lidmaatschap van een erkend beleggerscompensatiestelsel**

De bevoegde autoriteit vergewist zich ervan dat elke entiteit die een vergunning als beleggingsonderneming aanvraagt, op het tijdstip waarop haar vergunning wordt verleend, aan haar verplichtingen uit hoofde van Richtlijn 97/9/EG van het Europees Parlement en de Raad <sup>(1)</sup> voldoet.

*Artikel 11***Aanvangskapitaal**

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde autoriteit slechts een vergunning verleent indien de beleggingsonderneming, gelet op de aard van de betrokken beleggingsdienst, over voldoende aanvangskapitaal beschikt overeenkomstig Richtlijn 93/6/EEG.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen die overeenkomstig artikel 2, lid 2, onder c) en d), van Richtlijn 93/6/EEG niet onder het toepassingsgebied van genoemde richtlijn vallen, in het bezit zijn van een beroepsaansprakelijkheidsverzekering die het gehele grondgebied van de Gemeenschap dekt, of een andere vergelijkbare garantie voor aansprakelijkheid wegens beroepsnalatigheid, voor een bedrag van ten minste 1 000 000 EUR, van toepassing per schadevordering, en in totaal 2 000 000 EUR per jaar voor alle schadevorderingen.

3. De in lid 2 bedoelde bedragen worden periodiek door de Commissie aangepast aan de veranderingen in het door Eurostat bekendgemaakte Europees indexcijfer van de consumentenprijzen, waarbij de aanpassingen in de lijn liggen van en tegelijkertijd plaatsvinden met die welke overeenkomstig artikel 4, lid 7, van Richtlijn 2002/.../EG [Verzekeringsbemiddeling] worden doorgevoerd.

*Artikel 12***Organisatorische eisen**

1. De lidstaat van herkomst draagt er zorg voor dat beleggingsondernemingen voldoen aan de in de leden 2 tot en met 9 gestelde organisatorische eisen.

2. Een beleggingsonderneming stelt adequate gedragsregels en procedures vast om te garanderen dat de onderneming en haar bestuurders, werknemers en verbonden agenten de in deze richtlijn vastgelegde verplichtingen in acht nemen wanneer zij met en voor rekening van cliënten zaken doen. Deze gedragsregels en procedures vereisen dat de onderneming handelt met eerbiediging van de marktintegriteit en zijn zodanig opgevat dat de beleggingsonderneming steeds op verzoek van de bevoegde autoriteit kan aantonen dat zij met inachtneming van deze verplichtingen heeft gehandeld.

3. Een beleggingsonderneming is zodanig gestructureerd en georganiseerd dat er zo min mogelijk risico wordt gelopen dat

belangenconflicten tussen de onderneming en haar cliënten of tussen haar cliënten onderling de belangen van de cliënten schaden.

4. Een beleggingsonderneming maakt gebruik van alle systemen, hulpmiddelen en procedures die vereist zijn om de continuïteit en regelmatigheid van de dienstverrichting te waarborgen.

5. Een beleggingsonderneming ziet erop toe dat wanneer zij een beroep doet op een derde voor de uitvoering van taken die van kritiek belang zijn voor een continue en bevredigende dienstverlening aan de cliënten, zij redelijke maatregelen neemt om onnodige extra operationele risico's te vermijden. Uitbesteding van belangrijke operationele taken mag geen afbreuk doen aan de kwaliteit van haar interne controle en aan het vermogen van de toezichthouder om te controleren of de onderneming aan alle verplichtingen voldoet.

6. Een beleggingsonderneming beschikt over een goede administratieve en boekhoudkundige organisatie, adequate interne controleprocedures, doelmatige risicobeoordelingsprocedures en effectieve controle- en beveiligingsvoorzieningen voor informatieverwerkingssystemen, waaronder met name regels voor persoonlijke transacties van werknemers.

7. Een beleggingsonderneming zorgt ervoor dat de registratie van alle verrichte diensten en transacties althans voldoende is om de bevoegde autoriteit in staat te stellen na te gaan of de in deze richtlijn gestelde eisen worden nageleefd en met name of de onderneming alle verplichtingen jegens haar cliënten is nagekomen.

8. Wanneer een beleggingsonderneming financiële instrumenten aanhoudt die aan een cliënt toebehoren, treft zij adequate regelingen ter vrijwaring van de eigendomsrechten van de cliënt, met name in het geval van insolventie van de onderneming, en om te voorkomen dat instrumenten van een cliënt voor eigen rekening worden gebruikt, tenzij de cliënt daarmee uitdrukkelijk instemt.

9. Wanneer een beleggingsonderneming gelden aanhoudt die aan een cliënt toebehoren, treft zij adequate regelingen ter vrijwaring van de rechten van de cliënt en om, behalve in het geval van kredietinstellingen, te voorkomen dat aan de cliënt toebehorende gelden voor eigen rekening worden gebruikt.

10. In het geval van een bijkantoor van een beleggingsonderneming houdt de bevoegde autoriteit van de lidstaat waar het bijkantoor is gevestigd, toezicht op de naleving van de in lid 7 bedoelde verplichtingen ten aanzien van door het bijkantoor gesloten transacties, onverminderd de mogelijkheid van de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst van de beleggingsonderneming om rechtstreekse toegang te krijgen tot de desbetreffende gegevens.

<sup>(1)</sup> PB L 84 van 26.3.1997, blz. 22.

11. Om met de technische ontwikkelingen op de financiële markten rekening te houden en een uniforme toepassing van de leden 2 tot en met 10 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast die de concrete organisatorische eisen specificeren welke moeten worden opgelegd aan beleggingsondernemingen die verschillende beleggingsdiensten en nevendiensten of combinaties daarvan verrichten.

#### Artikel 13

#### Handelsproces en afhandeling van transacties in een MTF

1. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, niet alleen de in artikel 12 gestelde eisen in acht moeten nemen, maar ook transparante en niet-discretionaire regels en procedures moeten vaststellen die een billijke en ordelijke handel garanderen, alsmede objectieve criteria voor de efficiënte uitvoering van orders moeten vastleggen, zodat de gebruikers op elk tijdstip voor de beoogde transactieomvang worden bediend tegen de beste koers die in of via de MTF wordt geboden. Deze regels en procedures zijn onderworpen aan de voorafgaande goedkeuring van de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst.

2. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, op transparante en objectieve zakelijke voorwaarden toegang moeten bieden tot de faciliteit. Beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, moeten het gebruik van en de toegang tot hun systemen kunnen voorbehouden aan ervaren tegenpartijen als bedoeld in artikel 22, lid 3.

3. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, hun gebruikers terdege moeten inlichten over hun respectieve verantwoordelijkheden in het kader van de afwikkeling van de via deze faciliteit uitgevoerde transacties. Indien beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, een deel van de verantwoordelijkheid voor de afwikkeling van deze transacties op zich nemen, draagt de bevoegde autoriteit er zorg voor dat deze ondernemingen de nodige voorzieningen hebben getroffen om een efficiënte afwikkeling te bevorderen.

4. 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, is deze emittent met betrekking tot deze MTF niet onderworpen aan enigerlei verplichting op het gebied van de initieel, doorlopend of occasioneel te verstrekken financiële informatie.

5. De lidstaten dragen er zorg voor dat elke beleggingsonderneming die een MTF exploiteert, onmiddellijk gevolg geeft aan gelijk welke instructie van haar bevoegde autoriteit op grond van artikel 46, lid 1, onder j) en k), om de handel in een financieel instrument op te schorten of een financieel instrument van de handel uit te sluiten.

6. Om met de technische ontwikkelingen op de financiële markten rekening te houden en een uniforme toepassing van

de leden 1 en 2 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast met betrekking tot de inhoud van de handelsregels ter bevordering van een billijke en ordelijke handel via de MTF.

#### Artikel 14

#### Vergunningverlening aan ondernemingen uit derde landen en bijkantoren

1. De lidstaten stellen de Commissie in kennis van de algemene moeilijkheden die hun beleggingsondernemingen ondergaan bij vestiging of het verrichten van beleggingsdiensten in derde landen.

2. Indien de Commissie op grond van andere dan de in lid 1 bedoelde informatie vaststelt dat een derde land de beleggingsondernemingen uit de Gemeenschap geen daadwerkelijke toegang tot de markt verleent die vergelijkbaar is met die welke de Gemeenschap toekent aan beleggingsondernemingen uit dat derde land, kan zij aan de Raad voorstellen doen om een passend onderhandelingsmandaat te verkrijgen teneinde voor de beleggingsondernemingen uit de Gemeenschap vergelijkbare concurrentiemogelijkheden te verkrijgen. De Raad besluit met gekwalificeerde meerderheid van stemmen.

3. Indien de Commissie op grond van de in lid 1 bedoelde informatie vaststelt dat in een derde land beleggingsondernemingen uit de Gemeenschap niet de nationale behandeling krijgen die dezelfde concurrentiemogelijkheden biedt als die welke aan binnenlandse beleggingsondernemingen worden geboden en dat de voorwaarden voor daadwerkelijke toegang tot de markt niet zijn vervuld, kan zij onderhandelingen openen om dit euvel te verhelpen.

In de in de eerste alinea bedoelde omstandigheden kan de Commissie ook, naast het openen van onderhandelingen, te allen tijde overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure besluiten dat de bevoegde autoriteiten van de lidstaten hun beslissingen inzake reeds ingediende of toekomstige vergunningsaanvragen en het verwerven van deelnemingen door rechtstreekse of middellijke moederondernemingen die onder het recht van het betrokken derde land vallen, moeten beperken of opschorten. Een dergelijke beperking of opschorting geldt niet voor de oprichting van dochterondernemingen door beleggingsondernemingen die een vergunning hebben gekregen in de Gemeenschap, of door dochterondernemingen daarvan, en evenmin voor het verwerven van deelnemingen door dergelijke beleggingsondernemingen of dochterondernemingen in een beleggingsonderneming uit de Gemeenschap. De bedoelde maatregelen zijn ten hoogste drie maanden geldig.

Vóór het verstrijken van de in de voorgaande alinea bedoelde termijn van drie maanden en in het licht van de uitkomst van de onderhandelingen kan de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure besluiten deze maatregelen te verlengen.

4. Indien de Commissie één van de in de leden 2 en 3 bedoelde situaties constateert, stellen de lidstaten haar desgevraagd in kennis van:

- a) elke vergunningsaanvraag door een rechtstreekse of middel­lijke dochteronderneming van een moederonderneming die onder het recht van het betrokken derde land valt;
- b) elk op grond van artikel 9, lid 3, door een dergelijke moeder­onderneming aan hen voorgelegd voornemen tot verwer­ving van een deelneming in een beleggingsonderneming uit de Gemeenschap, waardoor deze instelling haar dochter­onderneming zou worden.

Deze kennisgevingsverplichting vervalt zodra met het betrok­ken derde land een overeenkomst wordt bereikt of wanneer de in lid 3, tweede en derde alinea, bedoelde maatregelen niet meer van toepassing zijn.

5. De krachtens dit artikel getroffen maatregelen zijn in overeenstemming met de verplichtingen die de Gemeenschap heeft uit hoofde van bilaterale of multilaterale internationale overeenkomsten inzake de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van beleggingsondernemingen.

## HOOFDSTUK II

### UITOEFENINGSVOORWAARDEN VOOR BELEGGINGSONDERNEMINGEN

#### Afdeling 1

#### *Algemene bepalingen*

##### Artikel 15

#### **Algemene verplichtingen in verband met het lopende toezicht**

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde auto­riteiten regelmatig overgaan tot de toetsing van de organisatorische regelingen die beleggingsondernemingen hebben moeten treffen om een initiële vergunning te verkrijgen.

2. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen de bevoegde autoriteiten in kennis moeten stellen van alle wijzigingen van betekenis in hun programma van werkzaamheden en de bevoegde autoriteit tevens alle informatie moeten verstrekken die nodig is opdat deze zich ervan kunnen vergewissen dat de gewijzigde organisatorische regelingen volstaan om doorlopend aan de in deze richtlijn neergelegde verplichtingen te voldoen.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde auto­riteiten de werkzaamheden van beleggingsondernemingen controleren om na te gaan of deze de in dit hoofdstuk vastgestelde uitoefeningsvoorwaarden en de overige in deze richtlijn neergelegde verplichtingen in acht nemen. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde autoriteiten de nodige informatie

ontvangen om te kunnen nagaan of beleggingsondernemingen aan deze verplichtingen voldoen.

4. In het geval van beleggingsondernemingen die alleen be­leggingsadvies verstrekken, mag de bevoegde autoriteit de taak van de regelmatige controle van de operationele en organisa­torische eisen delegeren aan een instantie die voldoet aan de in artikel 45, lid 2, gestelde voorwaarden.

#### Artikel 16

#### **Belangenconflicten**

1. De lidstaten schrijven voor dat een beleggingsonder­neming alle redelijke maatregelen moet nemen om belangen­conflicten te onderkennen welke zich bij het verrichten van beleggingsdiensten en nevendiensten of combinaties daarvan voordoen tussen haarzelf, met inbegrip van haar bestuurders en werknemers, en haar cliënten of tussen haar cliënten onder­ling.

2. De lidstaten schrijven voor dat een beleggingsonder­neming waarvan de werkzaamheden aanleiding geven tot het ontstaan van belangenconflicten, ofwel doeltreffende organisa­torische en administratieve regelingen moet treffen en hand­haven om te voorkomen dat deze conflicten de belangen van cliënten schaden, ofwel deze conflicten zodanig moet beheren dat hetzelfde resultaat wordt verkregen.

3. Indien de door een beleggingsonderneming getroffen or­ganisatorische of administratieve regelingen voor het beheer van belangenconflicten ontoereikend zijn om redelijkerwijs te mogen aannemen dat het risico dat de belangen van de cliënt worden geschaad, daadwerkelijk zal worden vermeden, maakt de beleggingsonderneming op heldere wijze de algemene aard en/of de bronnen van belangenconflicten bekend aan de cliënt alvorens voor zijn rekening zaken te doen.

4. Om met de technische ontwikkelingen op de financiële markten rekening te houden en een uniforme toepassing van de leden 1, 2 en 3 te garanderen, stelt de Commissie over­eenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoer­ingsmaatregelen vast om:

- a) de maatregelen te omschrijven welke redelijkerwijze van beleggingsondernemingen mogen worden verwacht om be­langensconflicten bij het verrichten van de diverse beleg­gingsdiensten en nevendiensten of combinaties daarvan te onderkennen, te voorkomen, te beheren en/of bekend te maken;
- b) conflicten aan te pakken die voortvloeien uit enigerlei voor­deel dat wordt verkregen of eigenbelang dat ontstaat bij het verrichten van een beleggingsdienst waardoor afbreuk kan worden gedaan aan de kwaliteit of billijkheid van een daar­mee samenhangende beleggingsdienst die voor rekening van een cliënt wordt verricht of aan een cliënt wordt verleend.

*Artikel 17***Doorlopend aan te houden eigen vermogen**

De lidstaten schrijven voor dat een beleggingsonderneming te allen tijde moet voldoen aan de in Richtlijn 93/6/EEG vervatte regels, gelet op de aard van de betrokken beleggingsdienst.

*Afdeling 2***Bepalingen ter bescherming van de belegger***Artikel 18***In acht te nemen gedragsregels bij het verrichten van beleggingsdiensten voor cliënten**

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een beleggingsonderneming zich bij het voor cliënten verrichten van beleggingsdiensten op loyale, billijke en professionele wijze inzet voor de belangen van haar cliënten en met name de in de leden 2 tot en met 8 neergelegde beginselen in acht neemt.

2. Tot cliënten of potentiële cliënten gerichte commerciële mededelingen, of de daarin opgenomen inlichtingen, zijn als zodanig herkenbaar en zijn correct, duidelijk en niet misleidend.

3. Aan cliënten of potentiële cliënten wordt tijdig en in bevattelijke vorm informatie verstrekt over de beleggingsonderneming en haar diensten, zodat zij in staat zijn de exacte aard en risico's van de aangeboden beleggingsdienst en het aangeboden financiële instrument te begrijpen.

4. Bij de cliënt wordt de nodige informatie ingewonnen over zijn kennis en ervaring op beleggingsgebied, zijn beleggingsdoelstellingen en zijn financiële positie, zodat de beleggingsonderneming in staat is uit te maken welke beleggingsdiensten en financiële instrumenten voor de betrokken cliënt geschikt zijn.

5. Aan de cliënt wordt tijdig informatie verstrekt over financiële instrumenten, aangeboden beleggingen en plaatsen van uitvoering; deze informatie is correct, duidelijk en niet misleidend, zodat de cliënt in staat is met kennis van zaken beleggingsbeslissingen te nemen.

6. Aan de cliënt worden passende richtsnoeren en waarschuwingen gegeven in verband met de risico's die aan beleggingen in specifieke instrumenten of bepaalde beleggingsstrategieën verbonden zijn; daarbij wordt met name rekening gehouden met de kennis en ervaring van de cliënt.

7. Tussen de onderneming en de cliënt wordt een schriftelijke overeenkomst opgesteld waarin de rechten en plichten van beide partijen worden beschreven, alsmede de overige voorwaarden waaronder de onderneming diensten voor de cliënt zal verrichten.

8. Aan de cliënt worden verslagen verstrekt over de stand en de kosten van de transacties en de diensten die voor rekening van de cliënt worden verricht.

9. Om beleggers afdoende bescherming te bieden en een uniforme toepassing van de leden 1 tot en met 8 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast om ervoor te zorgen dat beleggingsondernemingen de in genoemde leden neergelegde beginselen in acht nemen wanneer zij beleggingsdiensten of nevendiensten voor hun cliënten verrichten. In deze uitvoeringsmaatregelen wordt rekening gehouden met het volgende:

a) de aard van de dienst die aan de cliënt of potentiële cliënt wordt aangeboden of voor hem wordt verricht, met inbegrip van de specifieke procedures en systemen waarvan beleggingsondernemingen gebruik maken om orders voor rekening van cliënten uit te voeren;

b) de aard van de aangeboden of in overweging genomen financiële instrumenten;

c) de al dan niet professionele aard van de cliënt of potentiële cliënt.

10. De lidstaten staan toe dat een beleggingsonderneming die via een andere beleggingsonderneming een instructie krijgt om beleggingsdiensten of nevendiensten voor rekening van een cliënt te verrichten, afgaat op de cliëntgegevens die haar worden verstrekt door de onderneming die de instructie doorgeeft.

De beleggingsonderneming die op deze wijze een instructie krijgt om diensten voor rekening van een cliënt te verrichten, mag ook afgaan op eventuele aanbevelingen betreffende de dienst of transactie welke door een andere beleggingsonderneming aan de cliënt zijn gedaan.

De beleggingsonderneming die via een andere beleggingsonderneming instructies of orders van een cliënt ontvangt, blijft verantwoordelijk voor het op basis van bovenbedoelde gegevens of aanbevelingen verrichten van de dienst of sluiten van de transactie in overeenstemming met de op grond van lid 9 van dit artikel vastgestelde maatregelen.

11. De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst draagt er zorg voor dat de verplichtingen die uit dit artikel en de overeenkomstig lid 9 vastgestelde uitvoeringsmaatregelen voortvloeien, door de beleggingsondernemingen worden nageleefd wanneer deze diensten in andere lidstaten verrichten.

12. De bevoegde autoriteit van de lidstaat waar een bijkantoor gevestigd is, ziet toe op de naleving van de verplichtingen die uit de leden 1 tot en met 8 en de overeenkomstig lid 9 vastgestelde uitvoeringsmaatregelen voortvloeien wanneer een bijkantoor diensten voor zijn cliënten verricht.

### Artikel 19

#### Verplichting om orders tegen de voor de cliënt voordeligste voorwaarden uit te voeren

1. De lidstaten schrijven voor dat een beleggingsonderneming die diensten verricht welke leiden tot de uitvoering, door de onderneming zelf dan wel door een andere beleggingsonderneming, van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten, ervoor moet zorgen dat deze orders op zodanige wijze worden uitgevoerd dat voor de cliënt de beste resultaten op het gebied van koers, kosten, snelheid en waarschijnlijkheid van uitvoering worden behaald, rekening houdend met de termijn, omvang en aard van de orders en eventuele specifieke instructies van de cliënt.

2. De bevoegde autoriteit vergewist zich ervan dat beleggingsondernemingen doeltreffende en efficiënte procedures toepassen die resulteren in een systematische, herhaalbare en aantoonbare methode voor het vergemakkelijken van de uitvoering van orders van cliënten tegen de voor hen voordeligste voorwaarden. Bij de beoordeling van deze procedures wordt gelet op de mate waarin de procedures de onderneming in staat stellen de beste resultaten te behalen in het licht van de voorwaarden die heersen op de markt waarvan redelijkerwijze mag worden verwacht dat deze toegankelijk is voor de beleggingsonderneming.

3. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen de door hen toegepaste procedures om de beste resultaten voor hun cliënten te behalen, op gezette tijden aan een nieuw onderzoek moeten onderwerpen en zo nodig moeten aanpassen om toegang te krijgen tot de plaatsen van uitvoering waar stevast de voordeligste uitvoeringsvoorwaarden worden geboden die op de markt kunnen worden aangetroffen.

4. Om de beleggers afdoende bescherming te bieden, de goede en ordelijke werking van de markten te waarborgen en een uniforme toepassing van de leden 1, 2 en 3 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast betreffende:

- a) de factoren waarmee rekening mag worden gehouden om te bepalen wanneer er sprake is van optimale uitvoering, dan wel om de beste netto marktprijs te berekenen voor een order van een gegeven omvang en type en een bepaald soort cliënt;
- b) de procedures die in het licht van de omvang van de activiteiten van de diverse beleggingsondernemingen als redelijk en doeltreffend mogen worden beschouwd voor het verkrijgen van toegang tot de plaatsen van uitvoering waar de voordeligste uitvoeringsvoorwaarden worden geboden die op de markt kunnen worden aangetroffen.

### Artikel 20

#### Regels voor de verwerking van orders van cliënten

1. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen met een vergunning om orders voor rekening van cliënten uit

te voeren, procedures en regelingen moeten toepassen die een billijke en spoedige uitvoering van orders van cliënten garanderen in vergelijking met orders van andere cliënten en de handelsbelangen van de beleggingsonderneming.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen procedures of regelingen toepassen die de uitvoering van overigens vergelijkbare orders van cliënten in overeenstemming met het tijdstip van ontvangst door de beleggingsonderneming waarborgen en die voorkomen dat de belangen van cliënten nadelig worden beïnvloed door belangenconflicten.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen eerst de uitdrukkelijke toestemming van de cliënten vragen alvorens orders van cliënten niet volgens de regels en via de systemen van een gereglementeerde markt of MTF uit te voeren. De lidstaten staan beleggingsondernemingen toe deze toestemming in het algemeen dan wel per transactie te vragen. Indien de voorafgaande toestemming in het algemeen wordt gegeven, dient zij in een apart document te zijn opgenomen en jaarlijks te worden hernieuwd.

4. De lidstaten schrijven voor dat ingeval een limietorder van een cliënt onder de heersende marktvoorwaarden niet onmiddellijk kan worden uitgevoerd, de beleggingsonderneming, tenzij de cliënt uitdrukkelijk andere instructies geeft, maatregelen moet nemen om tot een zo spoedig mogelijke uitvoering van deze order bij te dragen door de voorwaarden van het bewuste limietorder van de cliënt onmiddellijk op zodanige wijze openbaar te maken dat andere marktdeelnemers daar makkelijk kennis kunnen van krijgen. Zoals in artikel 41, lid 2, is voorgeschreven, bepalen de lidstaten dat de bevoegde autoriteiten in staat zijn ontheffing te verlenen van de verplichting tot openbaarmaking van een limietorder dat van aanzienlijke omvang is in verhouding tot de normale marktomvang.

5. Om te waarborgen dat in de maatregelen ter bescherming van de beleggers en van de billijke en ordelijke werking van de markten met de technische ontwikkelingen op de financiële markten rekening wordt gehouden en tevens een uniforme toepassing van de leden 1 tot en met 4 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast ter omschrijving van:

- a) de voorwaarden en aard van de procedures en regelingen die resulteren in een vlotte, billijke en spoedige uitvoering van orders van cliënten en de situaties waarin of categorieën transacties waarvoor het beleggingsondernemingen is toegestaan binnen redelijke perken van het beginsel van de directe uitvoering van orders af te wijken teneinde voordeliger voorwaarden voor hun cliënt(en) te bedingen;

- b) de te volgen procedures voor het krijgen en hernieuwen van de voorafgaande toestemming van de cliënt om orders niet volgens de regels en via de systemen van een gereglementeerde markt of MTF uit te voeren;

- c) de verschillende methoden die een beleggingsonderneming kan volgen om te voldoen aan haar verplichting om niet-uitgevoerde limietorders van cliënten op de markt bekend te maken.

#### Artikel 21

### Verplichtingen van beleggingsondernemingen wanneer zij een beroep doen op verbonden agenten

1. De lidstaten schrijven voor dat een beleggingsonderneming uitsluitend op verbonden agenten een beroep mag doen om de diensten van de beleggingsonderneming te promoten, naar orders van cliënten of potentiële cliënten te dingen en deze te ontvangen en door te geven aan de betrokken beleggingsonderneming, en advies te verstrekken in verband met de financiële instrumenten of diensten die door deze beleggingsonderneming worden aangeboden.

2. De lidstaten schrijven voor dat een beleggingsonderneming die op een verbonden agent een beroep doet, volledig en onvoorwaardelijk verantwoordelijk blijft voor elke handeling of elk verzuim van de verbonden agent die voor rekening van de onderneming optreedt. De lidstaten schrijven voor dat de beleggingsonderneming erop moet toezien dat een verbonden agent onmiddellijk aan elke cliënt of potentiële cliënt mededeelt in welke hoedanigheid hij handelt en welke onderneming hij vertegenwoordigt.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen de werkzaamheden van hun verbonden agenten controleren en maatregelen nemen en procedures vaststellen om ervoor te zorgen dat deze agenten zich bij de uitoefening van hun werkzaamheden doorlopend aan deze richtlijn houden.

4. Elke lidstaat draagt er zorg voor dat verbonden agenten die op zijn grondgebied werkzaamheden uitoefenen of wensen uit te oefenen, ingeschreven worden in een openbaar register dat onder de verantwoordelijkheid van de bevoegde autoriteit wordt aangelegd en bijgehouden.

De bevoegde autoriteit draagt er zorg voor dat de inschrijving van verbonden agenten in het openbaar register slechts mogelijk is wanneer is vastgesteld dat zij voldoende betrouwbaar zijn en dat zij over passende algemene, zakelijke en beroepskennis beschikken om in staat te zijn alle dienstige informatie betreffende de aangeboden dienst accuraat aan de cliënt of potentiële cliënt mede te delen.

Het register wordt regelmatig bijgewerkt en kan worden geraadpleegd door het publiek.

5. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen uitsluitend een beroep doen op verbonden agenten die in de in lid 4 bedoelde openbare registers zijn ingeschreven.

6. De lidstaten kunnen toestaan dat de bevoegde autoriteit het aanleggen en bijhouden van het openbaar register als bedoeld in lid 4 en het toezicht op de naleving door de verbonden agenten van de in lid 4 neergelegde verplichtingen mag delegeren aan een instantie die aan de in artikel 45, lid 2, gestelde voorwaarden voldoet.

#### Artikel 22

### Transacties met ervaren tegenpartijen

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen met een vergunning om orders voor rekening van cliënten en/of voor eigen rekening uit te voeren, transacties met ervaren tegenpartijen mogen sluiten zonder dat zij ertoe gehouden zijn aan de verplichtingen van de artikelen 18, 19 en 20 van deze richtlijn te voldoen.

2. Om transacties overeenkomstig lid 1 te sluiten, verlangt de beleggingsonderneming bevestiging van de potentiële tegenpartij dat zij erin toestemt als ervaren tegenpartij te worden behandeld. Deze bevestiging wordt verkregen vóór of tijdens het sluiten van de transactie, dan wel in het algemeen.

3. Voor de toepassing van dit artikel en van de artikelen 13 en 39 erkennen de lidstaten als ervaren tegenpartijen beleggingsondernemingen, kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en alle andere vergunninghoudende of onder toezicht staande financiële intermediairs die uit hoofde van het Gemeenschapsrecht als zodanig worden aangemerkt, met uitzondering evenwel van icbe's en de beheermaatschappijen daarvan, alsook van pensioenfondsen en de beheermaatschappijen daarvan.

Als ervaren tegenpartijen kunnen ook door de lidstaten worden erkend icbe's en de beheermaatschappijen daarvan, pensioenfondsen en de beheermaatschappijen daarvan, alsmede andere ondernemingen die voldoen aan welbepaalde evenredige vereisten, met inbegrip van kwantitatieve drempels. In geval van een transactie waarbij de potentiële tegenpartijen in verschillende rechtsgebieden gevestigd zijn, respecteert de beleggingsonderneming de status van de andere onderneming zoals deze is vastgelegd op grond van het recht of de maatregelen van de lidstaat waar deze onderneming gevestigd is.

Classificatie als ervaren tegenpartij overeenkomstig de tweede alinea laat het recht van deze entiteiten onverlet om te zoeken dat zij worden behandeld als cliënten waarvan de zakelijke betrekkingen met de beleggingsonderneming onderworpen zijn aan de artikelen 18, 19 en 20.

4. De lidstaten dragen er zorg voor dat transacties van gebruikers van of deelnemers aan een gereglemeenteerde markt of MTF die in of via de systemen van de gereglemeenteerde markt of MTF plaatsvinden, worden behandeld als transacties tussen ervaren tegenpartijen.

5. Om de uniforme toepassing van de leden 1, 2 en 3 in het licht van de veranderende marktpraktijken te garanderen en de goede werking van de interne markt te bevorderen, kan de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vaststellen voor de classificatie als ervaren tegenpartij.

### Afdeling 3

#### **Markttransparantie en -integriteit**

##### *Artikel 23*

#### **Verplichting om de integriteit van de markt in stand te houden, verrichte transacties te melden en bescheiden daarvan bij te houden**

1. Onverminderd de verdeling van de verantwoordelijkheden voor het toezicht op de naleving van de bepalingen van Richtlijn [...] van het Europees Parlement en de Raad [inzake marktmisbruik] houdt de bevoegde autoriteit ook toezicht op de werkzaamheden van beleggingsondernemingen om te garanderen dat deze handelen op loyale, billijke en professionele wijze en op een manier die bevorderlijk is voor de integriteit van de markt.

2. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen alle relevante gegevens over de door hen verrichte transacties in financiële instrumenten gedurende ten minste vijf jaar ter beschikking van de bevoegde autoriteit moeten houden, ongeacht of deze transacties voor eigen rekening dan wel voor rekening van een cliënt zijn verricht. In het geval van transacties voor rekening van cliënten bevatten de bijgehouden bescheiden alle gegevens en bijzonderheden over de identiteit van de cliënt en alle informatie die op grond van Richtlijn 91/308/EEG van de Raad <sup>(1)</sup> moet worden verstrekt.

3. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen die transacties in tot de handel op een gereglemeenteerde markt toegelaten financiële instrumenten verrichten, bijzonderheden over deze transacties moeten melden aan de bevoegde autoriteit van hun lidstaat van herkomst. Deze verplichting is van toepassing ongeacht of deze transacties wel of niet op een gereglemeenteerde markt hebben plaatsgevonden.

4. Deze melding gebeurt zo spoedig mogelijk en uiterlijk aan het einde van de volgende werkdag. De melding behelst de naam van het gekochte/verkochte instrument, de hoeveelheid, de datum en het tijdstip van de transactie, de prijs van de transactie, de identiteit van de partij die de transactie heeft uitgevoerd en de markt, het handelssysteem of enigerlei andere voorziening waarvan gebruik is gemaakt voor de sluiting van de transactie.

5. De lidstaten schrijven voor dat deze meldingen aan de bevoegde autoriteit moeten worden verricht hetzij door de beleggingsonderneming zelf, hetzij door de gereglemeenteerde markt of MTF waarvan de systemen werden gebruikt om de transactie af te handelen. In de gevallen waarin transacties op een gereglemeenteerde markt of via een MTF rechtstreeks door de gereglemeenteerde markt of MTF aan de bevoegde autoriteit worden gemeld, kan de beleggingsonderneming worden ontheven van de in lid 3 neergelegde verplichting.

6. Om ervoor te zorgen dat de maatregelen ter bescherming van de marktintegriteit worden aangepast om rekening te houden met de technische ontwikkelingen op de financiële markten en om de uniforme toepassing van de leden 1 tot en met 5 te garanderen, kan de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vaststellen ter omschrijving van de methoden en regelingen voor het melden van financiële transacties, de vorm en inhoud van deze meldingen, alsmede de regelingen voor de melding ervan aan de bevoegde autoriteiten van andere lidstaten.

##### *Artikel 24*

#### **Controle van de handel in of via een MTF**

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, adequate en doeltreffende regelingen treffen om een effectieve en regelmatige controle van in of via de faciliteit gesloten transacties te vergemakkelijken zodat handelsvoorwaarden die de ordelijke werking van de markt verstoren of gedragingen die op marktmisbruik kunnen wijzen, kunnen worden onderkend.

De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen krachtens deze regelingen de overeenkomstig de eerste alinea verzamelde informatie onmiddellijk doorgeven aan de bevoegde autoriteit en deze autoriteit hun volledige medewerking verlenen bij het onderzoeken en vervolgen van gevallen van marktmisbruik welke zich in of via de MTF hebben voorgedaan.

2. Om de ordelijke en doeltreffende controle van de handel in MTF's te bevorderen teneinde de algemene marktintegriteit te ondersteunen en een uniforme toepassing van lid 1 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast om de in lid 1 bedoelde regelingen te omschrijven.

##### *Artikel 25*

#### **Verplichting voor beleggingsondernemingen om vaste bied- en laatprijzen bekend te maken**

1. De lidstaten schrijven voor dat elke beleggingsonderneming die een vergunning heeft om voor eigen rekening te handelen, voor de aandelen waarin zij handelt een vaste bied- en laatprijs bekend moet maken voor transacties met een voor kleine beleggers gebruikelijke omvang wanneer deze aandelen tot de handel op een gereglemeenteerde markt zijn toegelaten en er voor deze aandelen een liquide markt bestaat.

<sup>(1)</sup> PB L 166 van 28.6.1991, blz. 77.

De lidstaten schrijven voor dat de in de eerste alinea bedoelde beleggingsondernemingen bij hun handel met andere beleggingsondernemingen en ervaren tegenpartijen steeds de bekendgemaakte prijzen moeten hanteren, tenzij er met de definitieve afwikkeling van de transactie samenhangende gewetigde zakelijke redenen zijn om dit niet te doen.

2. De lidstaten bepalen dat de in lid 1 vastgelegde verplichting niet geldt voor beleggingsondernemingen die niet regelmatig of doorlopend als belangrijke liquiditeitsverschaffer voor het (de) aande(e)l(en) in kwestie optreden.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bij lid 1 voorgeschreven bied- en laatprijzen op een zodanige wijze bekend worden gemaakt dat zij gemakkelijk, kosteloos en tijdens de normale handelstijden regelmatig of doorlopend beschikbaar zijn voor andere marktdeelnemers.

De bevoegde autoriteit vergewist zich ervan dat de bekendgemaakte prijzen de heersende marktvoorwaarden voor dat aandeel weerspiegelen en dat de beleggingsonderneming de overeenkomstig lid 1 bekendgemaakte bied- en laatprijzen regelmatig actualiseert.

4. Om te garanderen dat de leden 1, 2 en 3 uniform worden toegepast op een manier die bevorderlijk is voor de efficiënte waardebeoordeling van aandelen en die beleggingsondernemingen de beste kansen biedt om de voordeligste voorwaarden voor hun cliënten te bedingen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast die:

- a) de gebruikelijke omvang specificeren van door kleine beleggers aangegane transacties waarvoor de beleggingsonderneming bied- en laatprijzen moet bekendmaken;
- b) aangeven voor welke aandelen of categorieën aandelen de markt voldoende liquide is om de in lid 1 neergelegde verplichting te kunnen opleggen;
- c) aangeven welke categorieën overeenkomstig lid 2 worden vrijgesteld van de in lid 1 neergelegde verplichting;
- d) specificeren met behulp van welke middelen beleggingsondernemingen aan hun in lid 3 bedoelde verplichtingen kunnen voldoen, waarbij onder meer de volgende mogelijkheden worden geboden:
  - i) door middel van de voorzieningen van gelijk welke gereglementeerde markt die het desbetreffende instrument tot de handel heeft toegelaten;
  - ii) door een beroep te doen op een derde; of
  - iii) door middel van eigen regelingen.

#### Artikel 26

##### Transparantie achteraf door beleggingsondernemingen

1. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen die niet volgens de regels en via de systemen van een gereglementeerde markt of MTF hetzij voor eigen rekening, hetzij voor rekening van cliënten transacties verrichten in aandelen die tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, de omvang en prijs van deze transacties openbaar moeten

maken, alsook het tijdstip waarop deze zijn gesloten. Deze informatie wordt onmiddellijk tegen redelijke commerciële voorwaarden openbaar gemaakt, en dat op een zodanige manier dat zij gemakkelijk toegankelijk is voor andere marktdeelnemers.

2. De bevoegde autoriteit draagt er zorg voor dat de overeenkomstig lid 1 openbaar gemaakte informatie en de termijnen voor de openbaarmaking ervan voldoen aan de voorschriften die zijn vastgesteld op grond van artikel 42. Wanneer de krachtens artikel 42 vastgestelde maatregelen voor sommige categorieën aandelen transacties in een langere meldingstermijn voorzien, geldt deze termijn mutatis mutandis ook voor soortgelijke transacties die niet volgens de regels en via de systemen van gereglementeerde markten of MTF's zijn verricht.

3. Om de transparante en ordelijke werking van de markten en de uniforme toepassing van lid 1 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast die:

- a) specificeren met behulp van welke middelen beleggingsondernemingen aan hun in lid 1 bedoelde verplichtingen kunnen voldoen, waarbij onder meer de volgende mogelijkheden worden geboden:
  - i) door middel van de voorzieningen van gelijk welke gereglementeerde markt die het desbetreffende instrument tot de handel heeft toegelaten;
  - ii) door een beroep te doen op een derde; of
  - iii) door middel van eigen regelingen;
- b) verduidelijken hoe de in lid 1 bedoelde verplichting moet worden toegepast op transacties waarbij aandelen worden gebruikt voor zekerheids-, lenings- of andere doeleinden, waarbij de aandelenruil door andere factoren wordt beïnvloed dan door de actuele marktwaarde van het aandeel.

#### Artikel 27

##### Door MTF's in acht te nemen verplichtingen inzake de transparantie vooraf

1. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, de via hun systemen medegedeelde actuele bied- en laatkoersen voor aandelen die tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, openbaar moeten maken. De lidstaten bepalen dat deze informatie tegen redelijke commerciële voorwaarden en tijdens de normale handelstijden doorlopend beschikbaar moet zijn voor het publiek.

2. De bevoegde autoriteit draagt er zorg voor dat voor de inhoud, het tijdstip en de bekendmaking van informatie vooraf door MTF's dezelfde voorschriften gelden als die welke overeenkomstig artikel 40 van toepassing zijn op transacties in dezelfde instrumenten wanneer deze op een gereglementeerde markt plaatsvinden.

Tevens passen de bevoegde autoriteiten de in lid 1 bedoelde verplichtingen niet toe op door MTF's gehanteerde handelsmethoden wanneer krachtens artikel 40 voor dezelfde handelsmethoden vrijstellingen gelden wanneer deze door gereglementeerde markten worden toegepast.



### Artikel 28

#### Door MTF's in acht te nemen verplichtingen inzake de transparantie achteraf

1. De lidstaten schrijven voor dat beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren, de prijs, de omvang en het tijdstip moeten bekendmaken van de volgens de regels en via de systemen van de MTF uitgevoerde transacties in aandelen die tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten. De lidstaten schrijven voor dat de bijzonderheden van al deze transacties openbaar moeten worden gemaakt tegen redelijke commerciële voorwaarden en binnen een tijdspanne die real time zo dicht mogelijk benadert.

2. De bevoegde autoriteit draagt er zorg voor dat de inhoud en het tijdstip van de informatie achteraf, alsook de methoden voor de bekendmaking ervan aan dezelfde voorschriften voldoen als die welke krachtens artikel 42 van toepassing zijn op aandelentransacties die op een gereguleerde markt zijn verricht.

### HOOFDSTUK III

#### RECHTEN VAN BELEGGINGSONDERNEMINGEN

### Artikel 29

#### Vrijheid van dienstverrichting

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een beleggingsonderneming waaraan door de bevoegde autoriteiten van een andere lidstaat vergunning is verleend en waarop door deze autoriteiten toezicht wordt uitgeoefend overeenkomstig het bepaalde in deze richtlijn, op hun grondgebied vrij beleggingsdiensten en nevendiensten kunnen verrichten, mits deze diensten onder de vergunning vallen. De lidstaten mogen aan een dergelijke beleggingsonderneming geen aanvullende verplichtingen opleggen in verband met de aangelegenheden die door deze richtlijn worden bestreken.

2. Elke beleggingsonderneming die voor de eerste maal diensten op het grondgebied van een andere lidstaat wil verrichten of die het assortiment aldaar verrichte diensten wenst uit te breiden, stelt de bevoegde autoriteiten van haar lidstaat van herkomst in kennis van:

- a) de lidstaat waarin zij voornemens is werkzaamheden uit te oefenen;
- b) een programma van werkzaamheden waarin met name wordt aangegeven welke beleggingsdiensten of nevendiensten zij voornemens is te verrichten, alsook of zij van plan is om van de diensten van verbonden agenten gebruik te maken op het grondgebied van de lidstaat waar zij voornemens is diensten te verrichten.

3. De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst doet aan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst mededeling van de kennisgeving, zulks binnen een termijn van een maand te rekenen vanaf de ontvangst van de kennisgeving, waarna de beleggingsonderneming kan aanvangen met het verrichten van de betrokken beleggingsdienst(en) in de lidstaat van ontvangst.

4. In geval van wijziging van de overeenkomstig lid 2 verstrekte gegevens stelt de beleggingsonderneming de bevoegde

autoriteit van de lidstaat van herkomst schriftelijk van de desbetreffende wijziging in kennis, zulks ten minste 1 maand voordat de wijziging wordt doorgevoerd. De bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst stelt de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst van deze wijziging in kennis.

5. Zonder aanvullende wettelijke of bestuursrechtelijke eisen te stellen, staan de lidstaten MTF's uit andere lidstaten toe om passende voorzieningen op hun grondgebied te installeren waardoor gebruikers of deelnemers op afstand die op hun grondgebied gevestigd zijn, makkelijker toegang hebben tot en gebruik kunnen maken van de systemen van deze MTF's.

### Artikel 30

#### Vestiging van een bijkantoor

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een beleggingsonderneming beleggingsdiensten en nevendiensten op hun grondgebied kan verrichten door middel van de vestiging van een bijkantoor, mits deze diensten onder de vergunning vallen die in de lidstaat van herkomst aan de beleggingsonderneming is verleend.

De lidstaten mogen in verband met de aangelegenheden die door deze richtlijn worden bestreken ten aanzien van de organisatie en bedrijfsuitoefening van het bijkantoor geen aanvullende verplichtingen opleggen, met uitzondering van die welke op grond van lid 7 zijn toegestaan.

2. De lidstaten verlangen dat een beleggingsonderneming die een bijkantoor op het grondgebied van een andere lidstaat wenst te vestigen, eerst de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst daarvan in kennis stelt en deze autoriteit de volgende gegevens verstrekt:

- a) de lidstaten op het grondgebied waarvan zij voornemens is een bijkantoor te vestigen;
- b) een programma van werkzaamheden waarin met name de aangeboden diensten en de organisatiestructuur van het bijkantoor worden vermeld en wordt aangegeven of het bijkantoor voornemens is van de diensten van verbonden agenten gebruik te maken;
- c) het adres in de lidstaat van ontvangst waar documenten kunnen worden opgevraagd;
- d) de namen van de bestuurders van het bijkantoor.

3. Tenzij de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst, gelet op de voorgenomen werkzaamheden, redenen heeft om te twijfelen aan de deugdelijkheid van de administratieve structuur of van de financiële positie van een beleggingsonderneming, doet zij binnen drie maanden na ontvangst van alle gegevens, mededeling van deze gegevens aan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst en stelt zij de betrokken beleggingsonderneming hiervan in kennis.

4. Afgezien van de in lid 2 bedoelde gegevens doet de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst aan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst mededeling van de gegevens over het erkende compensatiestelsel waarvan de beleggingsonderneming lid is overeenkomstig Richtlijn 97/9/EG. Eventuele wijzigingen in de gegevens worden door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst aan de autoriteit van de lidstaat van ontvangst gemeld.

5. Wanneer de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst weigert de gegevens aan de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst te verstrekken, deelt zij de redenen van deze weigering binnen drie maanden na ontvangst van alle gegevens mede aan de betrokken beleggingsonderneming.

6. Zodra een mededeling van de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst is binnengekomen of wanneer deze binnen een termijn van ten hoogste twee maanden, te rekenen vanaf de datum van toezending van de mededeling door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst, niet reageert, kan het bureau gevestigd worden en met zijn werkzaamheden aanvangen.

7. De bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst neemt de verantwoordelijkheid op zich om ervoor te zorgen dat de door het bureau verrichte diensten voldoen aan de eisen die in artikel 12, lid 7, en artikel 18, alsmede in de op grond van deze bepalingen genomen maatregelen worden gesteld.

De bevoegde autoriteit van de lidstaat ontvangst heeft het recht om de door het bureau getroffen regelingen aan een onderzoek te onderwerpen en te verlangen deze te wijzigen, mits deze wijzigingen absoluut noodzakelijk zijn om de bevoegde autoriteit in staat stellen toezicht uit te oefenen op de naleving van de verplichtingen die in artikel 12, lid 7, en artikel 18, alsmede in de op grond van deze bepalingen genomen maatregelen zijn neergelegd.

8. Elke lidstaat draagt er zorg voor dat, wanneer een beleggingsonderneming waaraan in een andere lidstaat vergunning is verleend, op zijn grondgebied een bureau heeft gevestigd, de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst van de beleggingsonderneming, in het kader van de uitoefening van haar verantwoordelijkheden en na de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst daarvan in kennis te hebben gesteld, zelf of via een gevolmachtigde in dat bureau inspecties ter plaatse kan verrichten.

9. In geval van wijziging van de overeenkomstig lid 2 verstrekte gegevens stelt de beleggingsonderneming ten minste één maand vóór de doorvoering van de wijziging de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst schriftelijk van deze wijziging in kennis. Ook de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst wordt door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst van deze wijziging in kennis gesteld.

#### Artikel 31

##### Toegang tot gereglementeerde markten

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen uit andere lidstaten welke een vergunning hebben gekregen om orders van cliënten uit te voeren of voor eigen rekening te handelen, het recht hebben om lid te worden van of toegang hebben tot de op hun grondgebied gevestigde gereglementeerde markten door middel van één of alle van de volgende regelingen:

- a) hetzij rechtstreeks, door in de lidstaten van ontvangst een bureau te vestigen;
- b) hetzij middellijk, door in de lidstaten van ontvangst een dochteronderneming op te richten of door in de lidstaten

van ontvangst bestaande ondernemingen over te nemen die reeds lid van deze markten zijn of daartoe reeds toegang hebben; en/of

- c) hetzij door lid op afstand te worden of toegang op afstand te hebben tot de gereglementeerde markt zonder dat het nodig is in de lidstaat van herkomst van de gereglementeerde markt gevestigd te zijn, indien de handelsprocedures en -systemen van de desbetreffende markt geen fysieke aanwezigheid vergen voor het sluiten van transacties op de markt.

2. De lidstaten leggen beleggingsondernemingen die van het uit hoofde van lid 1 verleende recht gebruik maken, geen aanvullende regelgevende of administratieve verplichtingen op in verband met de aangelegenheden die door deze richtlijn worden bestreken.

3. Het uit hoofde van lid 1 verleende recht laat de verplichting van de beleggingsonderneming onverlet om te voldoen aan enigerlei transparante en objectieve zakelijke criteria die de gereglementeerde markt overeenkomstig artikel 38 oplegt als voorwaarde voor lidmaatschap of toegang.

#### Artikel 32

##### Toegang tot clearing- en afwikkelingsfaciliteiten en het recht om een afwikkelingssysteem aan te wijzen

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat beleggingsondernemingen uit andere lidstaten rechtstreeks of middellijk toegang kunnen krijgen tot de op hun grondgebied gelegen centrale-tegenpartij-, clearing- en afwikkelingsystemen voor de afhandeling van transacties in financiële instrumenten.

De lidstaten dragen er zorg voor dat de toegang van deze beleggingsondernemingen tot dergelijke systemen afhankelijk wordt gesteld van dezelfde transparante en objectieve zakelijke criteria als die welke voor lokale deelnemers gelden. De lidstaten beperken het gebruik van deze systemen niet tot de clearing en afwikkeling van transacties in financiële instrumenten welke op een op hun grondgebied gelegen gereglementeerde markt of MTF zijn gesloten.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat een op hun grondgebied gelegen gereglementeerde markt rechtstreekse en middellijke leden of deelnemers, alsmede leden of deelnemers op afstand het recht verleent het systeem aan te wijzen voor de afwikkeling van de op de betrokken gereglementeerde markt gesloten transacties in financiële instrumenten, mits:

- a) er zodanige koppelingen en voorzieningen tussen het aangewezen afwikkelingssysteem en allerlei andere systemen en faciliteiten bestaan dat de efficiënte en economische afwikkeling van de desbetreffende transactie gegarandeerd is; en
- b) de voor de gereglementeerde markt bevoegde autoriteit bevestigt dat de technische voorwaarden voor de afwikkeling van op de betrokken gereglementeerde markt gesloten transacties via een ander afwikkelingssysteem dan datgene dat door de gereglementeerde markt is aangewezen, een goede en ordelijke werking van de financiële markten mogelijk maken.

3. De in de leden 1 en 2 bedoelde rechten van beleggingsondernemingen doen niet af aan het recht van exploitanten van centrale-tegenpartij-, clearing- of effectenafwikkelingssysteem om op gewettigde zakelijke gronden te weigeren de verlangde diensten beschikbaar te stellen.

4. Om een uniforme toepassing van de leden 1, 2 en 3 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast ter verduidelijking van:

- a) de aard van de technische koppelingen tussen de door beleggingsondernemingen aangewezen afwikkelingssysteem en andere systemen en faciliteiten die nodig zijn om de efficiënte en economische afwikkeling van transacties te garanderen, alsook de voorwaarden waaronder deze koppelingen toereikend moeten worden geacht voor de toepassing van dit artikel;
- b) de overwegingen waarmee een bevoegde autoriteit rekening mag houden bij de toetsing of de afwikkeling van op een gereglementeerde markt gesloten transacties via een ander effectenafwikkelingssysteem dan datgene dat door de gereglementeerde markt is aangewezen, eventueel afbreuk kan doen aan de goede en ordelijke werking van de financiële markten.

### TITEL III

## GEREGLEMENTEERDE MARKTEN

### Artikel 33

#### Vergunningverlening en toepasselijk recht

1. De lidstaten verlenen alleen een vergunning als gereglementeerde markt aan de op hun grondgebied gevestigde entiteiten die aan het bepaalde in deze titel voldoen.

Er wordt pas een vergunning als gereglementeerde markt verleend wanneer de bevoegde autoriteit ervan overtuigd is dat zowel de marktexploitant als de regels en systemen van de gereglementeerde markt voldoen aan de in deze titel vastgelegde voorschriften.

2. De lidstaten schrijven voor dat de gereglementeerde markt de taken die met de organisatie en exploitatie ervan verband houden, onder het toezicht en de verantwoordelijkheid van de bevoegde autoriteit vervult. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde autoriteit regelmatig toezicht houdt op de naleving door de gereglementeerde markten van het bepaalde in deze titel.

3. Onverminderd eventuele terzake dienende bepalingen van Richtlijn 2002/.../EG [inzake marktmisbruik] is het publiek recht dat op de volgens de regels en via de systemen van de gereglementeerde markt gesloten transacties van toepassing is het recht van de lidstaat van herkomst van de gereglementeerde markt.

4. De lidstaten schrijven voor dat de gereglementeerde markt de bevoegde autoriteit in kennis moet stellen van elke voorgenomen wijziging in de voorwaarden waaronder de ver-

gunning is verleend of in haar programma van werkzaamheden.

De bevoegde autoriteit weigert de voorgenomen wijzigingen toe te staan wanneer het resulterende programma van werkzaamheden niet aan de in deze titel gestelde voorwaarden voldoet.

5. De lidstaten bepalen dat de bevoegde autoriteit de aan een gereglementeerde markt verleende vergunning mag intrekken wanneer niet-naleving van het bepaalde in deze titel in aantoonbare en significante mate afbreuk heeft gedaan of kan doen aan de gezonde en prudente exploitatie van de gereglementeerde markt of de goede en ordelijke werking van de financiële markten.

### Artikel 34

#### Aan de marktexploitant gestelde eisen

1. De lidstaten schrijven voor dat de marktexploitant als voldoende betrouwbaar bekend moet staan en over voldoende ervaring moet beschikken teneinde een gezond en prudent beheer van de gereglementeerde markt te garanderen. De lidstaten schrijven tevens voor dat de gereglementeerde markt de bevoegde autoriteit in kennis moet stellen van wijzigingen in de identiteit van de personen die het bedrijf van de gereglementeerde markt feitelijk leiden.

De bevoegde autoriteit weigert de voorgenomen wijzigingen in het personeelsbestand van de marktexploitant goed te keuren wanneer er objectieve en aantoonbare redenen zijn om aan te nemen dat deze wijzigingen een bedreiging vormen voor het gezonde en prudente beheer van de gereglementeerde markt.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat de marktexploitant met name verantwoordelijk is om erop toe te zien dat de gereglementeerde markt aan alle in deze titel vastgelegde voorschriften voldoet.

3. De lidstaten schrijven voor dat de marktexploitant ten tijde van de verlening van de vergunning en doorlopend over voldoende financiële middelen moet beschikken om de ordelijke werking van de gereglementeerde markt te bevorderen, gelet op de aard en omvang van de op de gereglementeerde markt gesloten transacties en het gamma en de draagwijdte van de risico's waaraan de gereglementeerde markt is blootgesteld.

4. Om een uniforme toepassing van lid 3 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast om aan te geven hoeveel financiële middelen een marktexploitant moet aanhouden, rekening houdend met eventuele andere regelingen die door de gereglementeerde markt kunnen worden getroffen om de risico's waaraan deze is blootgesteld te beperken.

5. Marktexploitanten die volgens de bevoegde autoriteit van hun lidstaat van herkomst aan lid 1 voldoen, worden geacht aan deze eisen te voldoen wanneer zij in een andere lidstaat een vergunning aanvragen om een gereglementeerde markt in te richten.

*Artikel 35***Eisen die worden gesteld aan personen die feitelijke zeggenschap over een gereglementeerde markt uitoefenen**

1. De lidstaten schrijven voor dat personen die in een positie verkeren om rechtstreeks of middellijk feitelijke zeggenschap over een gereglementeerde markt uit te oefenen, geschikt moeten zijn.

2. De lidstaten schrijven voor dat een gereglementeerde markt gehouden is tot kennisgeving aan de bevoegde autoriteit en openbaarmaking van:

- a) informatie betreffende haar eigendomsstructuur en met name de identiteit en omvang van de belangen van partijen die in een positie verkeren om zeggenschap over de exploitatie van de gereglementeerde markt uit te oefenen;
- b) elke eigendomsoverdracht die aanleiding geeft tot een wijziging van de identiteit van de personen die de feitelijke zeggenschap uitoefenen.

3. De bevoegde autoriteit weigert de voorgenomen wijzigingen in de zeggenschap over de gereglementeerde markt goed te keuren wanneer er objectieve en aantoonbare redenen zijn om aan te nemen dat deze wijzigingen een bedreiging vormen voor het gezonde en prudente beheer van de gereglementeerde markt.

*Artikel 36***Organisatorische eisen**

De lidstaten schrijven voor dat een gereglementeerde markt:

- a) regelingen moet hebben getroffen voor het duidelijk onderkennen en aanpakken van potentiële negatieve gevolgen voor de exploitatie van de gereglementeerde markt of voor de deelnemers aan deze markt van elk conflict tussen de belangen van de gereglementeerde markt, de eigenaars ervan of de exploitanten ervan en de goede werking van de gereglementeerde markt, in het bijzonder wanneer dergelijke belangenconflicten afbreuk kunnen doen aan de vervulling van enigerlei taken die door de bevoegde autoriteit aan de gereglementeerde markt zijn gedelegeerd;
- b) adequaat toegerust moet zijn om de gelopen risico's te beheren, in passende regelingen en systemen moet voorzien om alle risico's van betekenis voor de exploitatie te onderkennen en doeltreffende maatregelen moet hebben genomen om deze risico's te beperken;
- c) regelingen moet hebben getroffen voor een gezond beheer van de technische operaties van het systeem en onder meer doeltreffende voorzorgsmaatregelen moet hebben genomen om met systeemstoringen verband houdende risico's te ondervangen;
- d) transparante en niet-discretionaire regels en procedures moet hebben vastgesteld die een efficiënte uitvoering van orders in overeenstemming met objectieve criteria garanderen, zodat de marktdeelnemers op elk moment voor de beoogde transactieomvang in staat zijn de beste marktprijzen te verkrijgen. Deze regels en procedures zijn onderworpen

aan de voorafgaande goedkeuring van de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst;

- e) doeltreffende regelingen moet hebben getroffen voor een efficiënte en tijdige afhandeling van de volgens haar regels en via haar systemen uitgevoerde transacties.

*Artikel 37***Toelating van financiële instrumenten tot de handel**

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat gereglementeerde markten duidelijke en transparante regels hebben vastgesteld betreffende de toelating van financiële instrumenten tot de handel. De lidstaten schrijven voor dat deze regels door de bevoegde autoriteit moeten worden goedgekeurd, rekening houdend met alle overeenkomstig lid 6 aangenomen uitvoeringsmaatregelen.

Deze regels zorgen ervoor dat alle financiële instrumenten die tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten, uitgegeven zijn op een manier die bevorderlijk is voor vrije verhandelbaarheid en handel onder billijke, ordelijke en efficiënte voorwaarden.

2. In het geval van derivaten zorgen de regels er met name voor dat het derivatencontract zodanig is geconcipieerd dat een ordelijke koersvorming zowel van het derivaat als op de onderliggende markt wordt bewerkstelligd en dat er in efficiënte afwikkelingsvoorwaarden wordt voorzien.

3. Bovendien de in de leden 1 en 2 neergelegde verplichtingen schrijven de lidstaten voor dat de gereglementeerde markt doeltreffende regelingen moet treffen en handhaven om te verifiëren of emittenten van effecten waarvan toelating tot de handel wordt overwogen, voldoen aan hun uit het Gemeenschapsrecht voortvloeiende verplichtingen betreffende de initiale, doorlopende of specifieke financiële informatieverstrekking.

De bevoegde autoriteit draagt er zorg voor dat de gereglementeerde markt regelingen treft die het makkelijker maken voor haar leden of deelnemers om toegang te krijgen tot overeenkomstig het Gemeenschapsrecht openbaar gemaakte informatie.

4. De lidstaten dragen er zorg voor dat gereglementeerde markten de nodige regelingen hebben getroffen om regelmatig na te gaan of de door hen tot de handel toegelaten financiële instrumenten nog steeds aan de toelatingsvoorwaarden voldoen.

5. De lidstaten bepalen dat zodra een op hun grondgebied uitgegeven effect tot de handel op een gereglementeerde markt is toegelaten, dit effect vervolgens tot de handel op een andere gereglementeerde markt kan worden toegelaten zonder dat daartoe toestemming van de emittent is vereist. De emittent wordt door de betrokken gereglementeerde markt in kennis gesteld van het feit dat zijn effecten op deze gereglementeerde markt worden verhandeld. De emittent is op generlei wijze verplicht de overeenkomstig lid 3 te verstrekken informatie rechtstreeks mede te delen aan enigerlei gereglementeerde markt die zijn effecten zonder zijn toestemming tot de handel heeft toegelaten.

6. Om een uniforme toepassing van de leden 1 tot en met 5 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast:

- a) tot specificatie van de kenmerken van de verschillende categorieën instrumenten die door de gereglemeenteerde markt in aanmerking dienen te worden genomen bij de beoordeling van de vraag of een instrument uitgegeven is op een manier die beantwoordt aan de in de tweede alinea van lid 1 gestelde voorwaarden voor de toelating tot de handel op de onderscheiden marktsegmenten die de gereglemeenteerde markt exploiteert;
- b) tot verduidelijking van de regelingen die de gereglemeenteerde markt moet treffen opdat deze geacht wordt te hebben voldaan aan haar verplichting om te verifiëren of de emittent van een effect zijn uit het Gemeenschapsrecht voortvloeiende verplichtingen betreffende de initiële, doorlopende of specifieke financiële informatieverstrekking nakomt.

#### Artikel 38

##### Opschorting van de handel en uitsluiting van instrumenten van de handel

1. Onverminderd het krachtens artikel 46, lid 1, onder j) en k), aan de bevoegde autoriteit verleende recht om de opschorting van de handel in een instrument of de uitsluiting van een instrument van de handel te eisen, mag de gereglemeenteerde markt de handel in een financieel instrument opschorten of een financieel instrument van de handel uitsluiten wanneer dit instrument niet langer aan haar regels voldoet, tenzij een dergelijke maatregel de belangen van de beleggers of de ordelijke werking van de markt zou schaden.

De lidstaten dragen er zorg voor dat een gereglemeenteerde markt die de handel in een financieel instrument opschort of een financieel instrument van de handel uitsluit, deze beslissing openbaar maakt en de bevoegde autoriteit in kennis stelt van de terzake dienende informatie. De bevoegde autoriteit dient de bevoegde autoriteiten van de overige lidstaten daarvan in kennis te stellen.

2. Een bevoegde autoriteit die de opschorting van de handel in een financieel instrument of de uitsluiting van een financieel instrument van de handel op één of meer gereglemeenteerde markten eist, maakt haar beslissing onmiddellijk openbaar en stelt de bevoegde autoriteiten van de overige lidstaten daarvan in kennis.

#### Artikel 39

##### Toegang tot een gereglemeenteerde markt

1. De lidstaten verlangen dat een gereglemeenteerde markt op objectieve en zakelijke criteria gebaseerde, transparante regels vaststelt en handhaaft die de toegang tot of het lidmaatschap van de gereglemeenteerde markt regelen. In deze regels worden alle door de leden of deelnemers in acht te nemen verplichtingen gespecificeerd die voortvloeien uit:

- a) de opzet en het beheer van de gereglemeenteerde markt;
- b) de regels inzake markttransacties;
- c) de beroepsnormen die gelden voor de personen die op en in samenwerking met de markt opereren;
- d) de regels en procedures voor de clearing en afwikkeling van transacties die op de gereglemeenteerde markt zijn gesloten.

De lidstaten dragen er tevens zorg voor dat gereglemeenteerde markten doelmatige regelingen treffen om toezicht te houden op de voortdurende naleving van deze regels door de leden en deelnemers.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat gereglemeenteerde markten het lidmaatschap of de toegang beperken tot ervaren tegenpartijen als bedoeld in artikel 22, lid 3.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat de regels die de toegang tot of het lidmaatschap van een gereglemeenteerde markt regelen, rechtstreekse of middellijke deelneming, dan wel deelneming op afstand van beleggingsondernemingen mogelijk maken.

4. Zonder aanvullende wettelijke of bestuursrechtelijke eisen te stellen, staan de lidstaten gereglemeenteerde markten uit andere lidstaten toe om passende voorzieningen op hun grondgebied te installeren waardoor gebruikers of deelnemers op afstand die op hun grondgebied gevestigd zijn, beter in staat zijn toegang te krijgen tot deze markten en erop te handelen.

5. De lidstaten schrijven voor dat een gereglemeenteerde markt de lijst van haar leden en deelnemers periodiek aan de bevoegde autoriteit moet mededelen.

#### Artikel 40

##### Controle van de handel op gereglemeenteerde markten

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat gereglemeenteerde markten doelmatige regelingen en procedures invoeren en handhaven om een regelmatige controle van door hun leden of deelnemers volgens hun regels en via hun systemen gesloten transacties mogelijk te maken, zodat inbreuken op deze regels, handelsvoorwaarden die de ordelijke werking van de markt verstoren of gedragingen die op marktmisbruik kunnen wijzen, kunnen worden onderkend.

2. De lidstaten schrijven voor dat gereglemeenteerde markten inbreuken op hun regels of op wettelijke verplichtingen ter bescherming van de marktintegriteit aan de bevoegde autoriteit moeten melden. De lidstaten schrijven tevens voor dat een gereglemeenteerde markt de terzake dienende informatie onmiddellijk moet mededelen aan de bevoegde autoriteit en deze autoriteit haar volledige medewerking moet verlenen bij het onderzoeken en vervolgen van gevallen van marktmisbruik welke zich in of via de systemen van de gereglemeenteerde markt hebben voorgedaan.

#### Artikel 41

##### **Door gereglementeerde markten in acht te nemen verplichtingen inzake de transparantie vooraf**

1. De lidstaten schrijven voor dat gereglementeerde markten de via hun systemen medegedeelde actuele bied- en laatkoersen voor tot de handel toegelaten aandelen openbaar moeten maken. De lidstaten bepalen dat deze informatie tegen redelijke commerciële voorwaarden en tijdens de normale handelstijden doorlopend beschikbaar moet zijn voor het publiek.

De lidstaten schrijven tevens voor dat elke gereglementeerde markt door middel van dezelfde regelingen als die welke worden toegepast voor de openbaarmaking van de uit hoofde van de eerste alinea te verstrekken informatie, vaste bied- en laatkoersen moet bekendmaken voor aandelen die de markt tot de handel heeft toegelaten en die haar conform artikel 25 door beleggingsondernemingen worden medegedeeld.

2. De lidstaten bepalen dat de bevoegde autoriteiten gereglementeerde markten kunnen ontheffen van de verplichting om de in lid 1 bedoelde informatie bekend te maken wanneer het gaat om transacties waarvan de omvang aanzienlijk is in verhouding tot de normale omvang van de markt voor het desbetreffende aandeel of aandelentype.

3. Om een uniforme toepassing van de leden 1 en 2 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast betreffende:

- a) het gamma van bied- en laatkoersen of noteringen van aangewezen market makers en de omvang van de handelsposities tegen deze koersen welke openbaar moeten worden gemaakt;
- b) de categorieën orders of noteringen van market makers welke openbaar moeten worden gemaakt;
- c) voor welke omvang of categorie van transacties overeenkomstig lid 2 ontheffing mag worden verleend van de verplichting tot informatieverstrekking vooraf;
- d) de toepasselijkheid van de leden 1 en 2 op handelsmethoden die worden gehanteerd door gereglementeerde markten die transacties volgens hun regels sluiten op basis van koersen die niet volgens de regels en via de systemen van de gereglementeerde markt of door middel van periodieke veilingen tot stand zijn gekomen;
- e) de te treffen adequate regelingen om de informatie tegen redelijke commerciële voorwaarden openbaar te maken.

#### Artikel 42

##### **Door gereglementeerde markten in acht te nemen verplichtingen inzake de transparantie achteraf**

1. De lidstaten verlangen dat gereglementeerde markten overgaan tot de openbaarmaking van de prijs, de omvang en

het tijdstip van de volgens hun regels en via hun systemen uitgevoerde transacties in tot de handel toegelaten aandelen. De lidstaten schrijven voor dat de bijzonderheden in verband met al deze transacties openbaar moeten worden gemaakt tegen redelijke commerciële voorwaarden en binnen een tijdsperiode die real time zo dicht mogelijk benadert.

De lidstaten schrijven tevens voor dat gereglementeerde markten door middel van de regelingen die voor de openbaarmaking van de uit hoofde van de eerste alinea te verstrekken informatie worden gebruikt, moeten overgaan tot de openbaarmaking van nadere bijzonderheden over transacties in aandelen die zij tot de handel hebben toegelaten en die hun overeenkomstig artikel 26, lid 1, door beleggingsondernemingen worden gemeld.

2. De lidstaten bepalen dat de bevoegde autoriteit gereglementeerde markten mag toestaan de bekendmaking uit te stellen van nadere bijzonderheden over transacties waarvan de omvang aanzienlijk is in verhouding tot de normale omvang van de markt voor het desbetreffende aandeel of aandelentype. De bevoegde autoriteit moet vooraf haar goedkeuring hechten aan de voorgenomen regelingen voor de uitgestelde bekendmaking van handelstransacties en erop toezien dat deze regelingen duidelijk aan de marktdeelnemers en het beleggerspubliek worden bekendgemaakt.

3. Om de goede en ordelijke werking van de financiële markten te waarborgen en een uniforme toepassing van de leden 1 en 2 te garanderen, stelt de Commissie overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure uitvoeringsmaatregelen vast betreffende:

- a) de draagwijdte en inhoud van de openbaar te maken informatie;
- b) de voorwaarden waaronder een gereglementeerde markt de bekendmaking van handelstransacties mag uitstellen en de transactieomvang en aandelentypen waarvoor uitgestelde bekendmaking is toegestaan;
- c) de te treffen adequate regelingen om de informatie tegen redelijke commerciële voorwaarden openbaar te maken.

#### Artikel 43

##### **Voorschriften inzake clearingfaciliteiten**

1. De lidstaten bepalen dat gereglementeerde markten het recht hebben passende afspraken met een centrale tegenpartij of clearinginstelling uit een andere lidstaat te maken met het oog op de schuldvernieuwing of -vergelijking met betrekking tot sommige of alle handelstransacties die marktdeelnemers volgens hun regels en via hun systemen hebben gesloten.

2. De voor een gereglementeerde markt bevoegde autoriteit mag de gebruikmaking van centrale tegenpartijen of clearinginstellingen uit andere lidstaten niet verbieden, behalve indien kan worden aangetoond dat zulks noodzakelijk is om de ordelijke werking van de gereglementeerde markt te handhaven.

Artikel 44

**Lijst van gereguleerde markten**

Elke lidstaat stelt de lijst op van de gereguleerde markten waarvan hij de lidstaat van herkomst is en deelt deze lijst mede aan de overige lidstaten en aan de Commissie. Elke wijziging van deze lijst wordt op dezelfde wijze medegedeeld. De Commissie maakt de lijst van alle gereguleerde markten bekend in het *Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen* en werkt deze lijst ten minste eens per jaar bij.

TITEL IV

**BEVOEGDE AUTORITEITEN**

HOOFDSTUK I

**AANWIJZING, BEVOEGDHEDEN, MIDDELEN EN VERHAALPROCEDURES**

Artikel 45

**Aanwijzing van bevoegde autoriteiten**

1. Elke lidstaat wijst een bevoegde autoriteit aan die elk van de in de onderscheiden bepalingen van deze richtlijn omschreven taken vervult. De lidstaten stellen de Commissie in kennis van de identiteit van de bevoegde autoriteit die voor de vervulling van elk van deze taken verantwoordelijk is, met vermelding van een eventuele taakverdeling.

De Commissie maakt de lijst van bevoegde autoriteiten bekend in het *Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen* en werkt deze lijst ten minste eens per jaar bij.

2. De in lid 1 bedoelde autoriteiten hebben een openbaar karakter, hetgeen geen afbreuk doet aan de mogelijkheid om taken aan andere entiteiten te delegeren wanneer zulks uitdrukkelijk is bepaald.

Een dergelijke delegatie kan alleen plaatsvinden mits er een duidelijk afgebakend en goed gedocumenteerd kader voor het vervullen van de gedelegeerde taken tot stand is gebracht. Voordat tot delegatie wordt overgegaan, vergewissen de bevoegde autoriteiten zich ervan dat de instantie waaraan taken zullen worden gedelegeerd, in staat is en over de middelen beschikt om zich daadwerkelijk van alle verantwoordelijkheden te kwijten en tevens de nodige regelingen heeft getroffen om potentiële negatieve gevolgen van eventuele belangenconflicten tussen de uitvoering van de gedelegeerde taken en enigerlei andere zakelijke of eigenbelangen te onderkennen en te vermijden.

De bevoegde autoriteiten onderwerpen de doeltreffendheid van deze regeling op gezette tijden aan een onderzoek. Zij blijven de eindverantwoordelijkheid dragen voor het garanderen van de toepassing van de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften.

3. Ingeval een lidstaat meer dan één bevoegde autoriteit aanwijst voor het toezicht op de naleving van het bepaalde in deze richtlijn, worden hun respectieve taken duidelijk omschreven en werken zij onderling nauw samen.

Elke lidstaat draagt er zorg voor dat een dergelijke samenwerking ook plaatsvindt tussen de bevoegde autoriteiten in de zin van deze richtlijn en de bevoegde autoriteiten die in de betrokken lidstaat verantwoordelijk zijn voor het toezicht op krediet- en andere financiële instellingen, alsmede op verzekeringsondernemingen.

De lidstaten dragen er zorg voor dat deze autoriteiten alle informatie uitwisselen die essentieel of dienstig is voor de uitoefening van hun taken.

Artikel 46

**Aan de bevoegde autoriteiten te verlenen bevoegdheden**

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde autoriteiten alle toezichts-, onderzoek- en handhavingsbevoegdheden bezitten die nodig zijn voor de vervulling van hun taken. Zij oefenen deze bevoegdheden in overeenstemming met de nationale wetgeving rechtstreeks uit of, in voorkomend geval, in samenwerking met andere autoriteiten, met inbegrip van rechterlijke instanties.

De lidstaten dragen er met name zorg voor dat de bevoegde autoriteiten ten minste de bevoegdheid bezitten om:

- a) toegang te verkrijgen tot ieder document, in gelijk welke vorm;
- b) aanvullende inlichtingen te verlangen van iedere persoon, beleggingsonderneming of gereguleerde markt, en in voorkomend geval een persoon op te roepen en te onderwerpen om inlichtingen te verkrijgen;
- c) inspecties ter plaatse te verrichten;
- d) bestaande overzichten van telefoon- en dataverkeer op te eisen;
- e) te eisen dat een praktijk die in strijd is met de krachtens deze richtlijn vastgestelde voorschriften, wordt beëindigd;
- f) de bevrozing en/of beslaglegging op activa te verlangen;
- g) een tijdelijk verbod op beroepsuitoefening te verlangen;
- h) informatie te verlangen van accountants van vergunninghoudende entiteiten;
- i) elke maatregel te nemen om ervoor te zorgen dat vergunninghoudende entiteiten zich aan de wettelijke voorschriften blijven houden;
- j) de opschorting van de handel in een financieel instrument te eisen;
- k) te eisen dat een financieel instrument van de handel op een gereguleerde markt of op een ander handelsplatform wordt uitgesloten;
- l) rechterlijke bevelen te verkrijgen en andere maatregelen te nemen om deze wettelijke, bestuursrechtelijke en onderzoekbevoegdheden af te dwingen;

m) administratieve sancties op te leggen;

n) strafrechtelijke vervolgingsprocedures in te stellen of in te leiden.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bevoegde autoriteiten over de passende middelen beschikken om hun taken te vervullen en dat het personeel van deze autoriteiten zich aan beroepsnormen houdt en onderworpen is aan passende interne procedures of gedragsregels die met name voorzien in de bescherming van de persoonsgegevens, de billijkheid van de procedures en de inachtneming van de vertrouwelijkheid en het beroepsgeheim.

#### Artikel 47

##### Sancties

1. Onverminderd de voor de intrekking van de vergunning geldende procedures en onverminderd het recht van de lidstaten tot het opleggen van strafrechtelijke sancties, dragen de lidstaten er zorg voor dat overeenkomstig hun nationale wetgeving door de bevoegde autoriteiten passende administratieve maatregelen of administratieve sancties kunnen worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen indien krachtens deze richtlijn vastgestelde bepalingen niet worden nageleefd. De lidstaten zien erop toe dat deze maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn.

2. De lidstaten stellen de sancties vast die moeten worden toegepast indien geen medewerking wordt verleend bij een onderzoek.

3. De lidstaten bepalen dat de bevoegde autoriteit enigerlei maatregel of sanctie die wordt opgelegd voor schending van de bij deze richtlijn aangenomen bepalingen openbaar mag maken, tenzij deze openbaarmaking de financiële markten ernstig zou verstoren of onevenredige schade zou toebrengen aan de betrokken partijen.

#### Artikel 48

##### Recht van beroep

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat elk besluit dat is genomen op grond van wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen die overeenkomstig deze richtlijn zijn vastgesteld, naar behoren gemotiveerd is en vatbaar is voor beroep bij of toetsing door de rechter. Dit geldt eveneens voor het geval er binnen zes maanden na indiening geen beslissing is genomen aangaande een vergunningsaanvraag die alle vereiste gegevens bevat.

2. Met betrekking tot het in lid 1 bedoelde recht van beroep bepalen de lidstaten dat één of meer van onderstaande, naar nationaal recht bepaalde instanties zich in het belang van de consument en overeenkomstig het nationale recht tot de bevoegde autoriteit of de rechter kunnen wenden:

- a) overheidsinstanties of de vertegenwoordigers ervan;
- b) consumentenorganisaties die een rechtmatig belang hebben bij de bescherming van de consument;
- c) beroepsorganisaties die een rechtmatig belang hebben bij een optreden ter bescherming van de consument.

#### Artikel 49

##### Buitengerechtelijke procedure voor de regeling van klachten van beleggers

1. De lidstaten voorzien in efficiënte en doeltreffende klachten- en verhaalsprocedures voor de buitengerechtelijke beslechting van consumentengeschillen betreffende het verrichten door beleggingsondernemingen van beleggingsdiensten en neven-diensten, waarbij in voorkomend geval van bestaande organen gebruik wordt gemaakt.

2. De lidstaten dragen er zorg voor dat de doeltreffende samenwerking tussen deze organen bij de beslechting van grensoverschrijdende geschillen niet wordt gehinderd door wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen.

#### Artikel 50

##### Beroepsgeheim

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat alle personen die werkzaam zijn of zijn geweest voor de bevoegde autoriteiten of voor instanties waaraan overeenkomstig artikel 45, lid 2, taken zijn gedelegeerd, alsmede accountants of deskundigen die in opdracht van de bevoegde autoriteiten handelen, aan het beroepsgeheim gebonden zijn. De vertrouwelijke gegevens waarvan deze personen beroepshalve kennis krijgen, mogen aan geen enkele persoon of autoriteit bekend worden gemaakt, behalve in een samengevatte of geaggregeerde vorm, zodat individuele beleggingsondernemingen niet kunnen worden geïdentificeerd, zulks onverminderd de gevallen die onder het strafrecht vallen.

2. Indien een beleggingsonderneming failliet is verklaard of op grond van een rechterlijke uitspraak moet worden geliquideerd, mogen vertrouwelijke gegevens die geen betrekking hebben op derden die betrokken zijn bij pogingen om de beleggingsonderneming te redden, in het kader van civiele of handelsrechtelijke procedures openbaar worden gemaakt.

#### Artikel 51

##### Betrekkingen met accountants

1. De lidstaten schrijven minimaal voor dat iedere persoon die is toegelaten in de zin van Richtlijn 84/253/EEG van de Raad <sup>(1)</sup>, en die bij een beleggingsonderneming de taak verricht zoals bedoeld in artikel 51 van Richtlijn 78/660/EEG van de Raad <sup>(2)</sup>, artikel 37 van Richtlijn 83/349/EEG of artikel 31 van Richtlijn 85/611/EEG, dan wel een andere wettelijke taak, de verplichting heeft aan de bevoegde autoriteiten snel melding te doen van elk feit of besluit met betrekking tot deze onderneming, waarvan hij bij de uitvoering van die taken kennis heeft gekregen en dat van dien aard is:

- a) dat het een inbreuk ten gronde inhoudt op de wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen die de voorwaarden voor de vergunningverlening vaststellen of specifiek de uitoefening van de werkzaamheden van beleggingsondernemingen regelen;

<sup>(1)</sup> PB L 126 van 12.5.1985, blz. 20.

<sup>(2)</sup> PB L 222 van 14.8.1978, blz. 11.



- b) dat het de bedrijfscontinuïteit van de beleggingsonderneming aantast;
- c) dat het leidt tot weigering van de goedkeuring van de jaarrekening of tot het uiten van voorbehouden.

Deze persoon heeft tevens de verplichting melding te doen van feiten en besluiten waarvan hij kennis heeft gekregen bij de uitvoering van één van de taken als beschreven in de eerste alinea bij een onderneming die uit een zeggenschapsband voortvloeiende nauwe banden heeft met de beleggingsonderneming waar deze persoon bovengenoemde taak uitvoert.

2. Melding te goeder trouw aan de bevoegde autoriteiten door de personen die zijn toegelaten in de zin van Richtlijn 84/253/EEG van de in lid 1 bedoelde feiten of besluiten vormt geen inbreuk op ongeacht welke op grond van een contact of van een wettelijke bepaling opgelegde beperking inzake de openbaarmaking van informatie, en leidt voor de betrokken persoon tot geen enkele vorm van aansprakelijkheid.

## HOOFDSTUK II

### SAMENWERKING TUSSEN BEVOEGDE AUTORITEITEN VAN VERSCHILLENDE LIDSTATEN

#### Artikel 52

##### Verplichting tot samenwerking

1. De bevoegde autoriteiten van verschillende lidstaten werken onderling samen wanneer dat voor de vervulling van de hun krachtens deze richtlijn toevertrouwde taken nodig is, waartoe zij gebruik maken van de bevoegdheden waarover zij hetzij uit hoofde van deze richtlijn, hetzij ingevolge nationale wetgeving beschikken.

De bevoegde autoriteiten verlenen bijstand aan de bevoegde autoriteiten van andere lidstaten. Zij wisselen met name informatie uit en werken samen bij onderzoekactiviteiten.

2. De lidstaten nemen de nodige administratieve en organisatorische maatregelen ter vergemakkelijking van de verlening van de bijstand waarin lid 1 voorziet.

De bevoegde autoriteiten kunnen van hun bevoegdheden gebruik maken ten behoeve van de samenwerking, zelfs in de gevallen waarin het onderzochte gedrag niet strijdig is met in de betrokken lidstaat van kracht zijnde regelgeving.

3. Wanneer een bevoegde autoriteit ervan overtuigd is dat er door niet onder haar toezicht staande entiteiten op het grondgebied van een andere lidstaat handelingen worden of zijn uitgevoerd die strijdig zijn met de bepalingen van deze richtlijn, geeft zij hiervan zo specifiek mogelijk kennis aan de bevoegde autoriteit van de andere lidstaat. Laatstgenoemde autoriteit neemt de nodige maatregelen en stelt de kennisgevende bevoegde autoriteit van het resultaat van de maatregelen in kennis, alsmede, voorzover mogelijk, van belangrijke tussentijdse ontwikkelingen.

#### Artikel 53

##### Samenwerking bij onderzoeken

1. Een bevoegde autoriteit van een lidstaat kan om de medewerking van de bevoegde autoriteit van een andere lidstaat verzoeken voor een verificatie ter plaatse of bij een onderzoek.

De bevoegde autoriteiten die een dergelijk verzoek hebben ontvangen, geven hieraan binnen het kader van hun bevoegdheden gevolg:

- hetzij door de verificatie zelf te verrichten;
- hetzij door de verzoekende autoriteiten toestemming te verlenen om de verificatie te verrichten;
- hetzij door toe te staan dat de verificatie wordt verricht door een accountant of deskundige.

2. Een bevoegde autoriteit kan een verzoek om samenwerking bij het verrichten van een onderzoek als bedoeld in lid 1 alleen van de hand wijzen:

- wanneer een dergelijke onderzoek gevaar zou kunnen opleveren voor de soevereiniteit, de veiligheid of de openbare orde van de aangezochte lidstaat;
- indien voor dezelfde feiten en tegen dezelfde personen reeds een gerechtelijke procedure is ingeleid bij de autoriteiten van de aangezochte lidstaat;
- indien tegen dezelfde personen en voor dezelfde feiten in de aangezochte lidstaat reeds een onherroepelijke uitspraak is gedaan.

In geval van een dergelijke weigering stelt de bevoegde autoriteit de verzoekende bevoegde autoriteit daarvan in kennis, waarbij zij zo gedetailleerd mogelijke informatie verstrekt.

#### Artikel 54

##### Uitwisseling van gegevens

1. De bevoegde autoriteiten van de lidstaten verstrekken elkaar onmiddellijk alle gegevens die nodig zijn voor de uitvoering van de taken waarin de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften voorzien.

Artikel 50 belet niet dat tussen de bevoegde autoriteiten uitwisseling van gegevens plaatsvindt als bedoeld in deze richtlijn.

De bevoegde autoriteiten geven aan welke aldus verstrekte gegevens of welk deel daarvan als vertrouwelijk moet worden aangemerkt en derhalve onder het beroepsgeheim valt.

Overeenkomstig de in artikel 59, lid 2, bedoelde procedure kan de Commissie uitvoeringsmaatregelen vaststellen betreffende de procedures voor de uitwisseling van gegevens.

2. De bevoegde autoriteiten die uit hoofde van lid 1 of de artikelen 51 en 58 vertrouwelijke gegevens ontvangen, mogen deze uitsluitend gebruiken voor de uitoefening van hun taken:

- a) om te onderzoeken of wordt voldaan aan de voorwaarden voor de toegang tot de werkzaamheden van beleggingsondernemingen en ter vergemakkelijking van het toezicht, op individuele of op geconsolideerde basis, op de voorwaarden waaronder de werkzaamheden worden uitgeoefend, in het bijzonder ten aanzien van de in Richtlijn 93/6/EEG gestelde vereisten inzake kapitaaltoereikendheid, de administratieve en boekhoudkundige organisatie en de interne controle;
- b) voor het toezicht op de goede werking van de handelsplatforms;
- c) voor het opleggen van sancties;
- d) in het kader van een administratief beroep tegen een besluit van de bevoegde autoriteit; of
- e) bij rechtszaken die aanhangig zijn gemaakt overeenkomstig artikel 48.

Wanneer de bevoegde autoriteit die de gegevens heeft verstrekt daarin toestemt, mag de ontvangende autoriteit de gegevens evenwel voor andere doeleinden gebruiken.

3. De leden 1 en 2 van dit artikel en artikel 50 vormen geen belemmering voor de toezending aan de organen die belast zijn met het beheer van garantiestelsels, van de gegevens die nodig zijn voor de vervulling van hun taak, en evenmin voor de uitwisseling van voor de vervulling van hun toezichthoudende taak dienstige gegevens:

- a) binnen eenzelfde lidstaat of tussen lidstaten, tussen de bevoegde autoriteiten en
  - i) de instanties die betrokken zijn bij de liquidatie en het faillissement van beleggingsondernemingen en andere soortgelijke procedures; en
  - ii) de met de wettelijke controle van de jaarrekening van beleggingsondernemingen, andere financiële instellingen en verzekeringsondernemingen belaste personen;
- b) tussen de bevoegde autoriteiten en de autoriteiten of instanties van andere lidstaten aan wie van overheidswege het toezicht op de kredietinstellingen, de andere financiële instellingen en de verzekeringsondernemingen is opgedragen.

Deze gegevens vallen onder het in artikel 50 bedoelde beroepsgeheim.

4. Onverminderd de leden 1 en 2 van dit artikel en de artikelen 50 en 58 kunnen de lidstaten toestaan dat uitwisseling van gegevens plaatsvindt tussen de bevoegde autoriteiten en:

- a) de autoriteiten die belast zijn met het toezicht op de instanties die betrokken zijn bij de liquidatie en het faillissement

van beleggingsondernemingen en andere soortgelijke procedures;

- b) de autoriteiten die belast zijn met het toezicht op personen die belast zijn met de wettelijke controle van de jaarrekening van verzekeringsondernemingen, kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en andere financiële instellingen.

De lidstaten die van de in de eerste alinea geboden mogelijkheid gebruik maken, eisen dat minimaal aan de volgende voorwaarden is voldaan:

- a) de gegevens zijn bestemd voor de uitoefening van de in de eerste alinea bedoelde toezichthoudende taken;
- b) de in dit verband ontvangen gegevens vallen onder het in artikel 50 bedoelde beroepsgeheim;
- c) gegevens die afkomstig zijn van een andere lidstaat mogen alleen worden doorgegeven met de uitdrukkelijke toestemming van de bevoegde autoriteiten die de gegevens hebben medegedeeld en in voorkomend geval alleen worden gebruikt voor de doeleinden waarmee deze autoriteiten hebben ingestemd.

De lidstaten delen de Commissie en de overige lidstaten de identiteit mede van de autoriteiten die op grond van dit lid gegevens mogen ontvangen.

5. Onverminderd de leden 1 en 2 van dit artikel en de artikelen 50 en 58 staan de lidstaten, ter versterking van de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel, toe dat uitwisseling van gegevens plaatsvindt tussen de bevoegde autoriteiten en de autoriteiten of instanties die wettelijk belast zijn met de opsporing en het onderzoek van inbreuken op het vennootschapsrecht.

De lidstaten die van de in de eerste alinea geboden mogelijkheid gebruik maken, eisen dat minimaal aan de volgende voorwaarden is voldaan:

- a) de gegevens zijn bestemd voor de uitoefening van de in de eerste alinea bedoelde toezichthoudende taken;
- b) de in dit verband ontvangen gegevens vallen onder het in artikel 50 bedoelde beroepsgeheim;
- c) gegevens die afkomstig zijn van een andere lidstaat mogen alleen worden doorgegeven met de uitdrukkelijke toestemming van de bevoegde autoriteiten die de gegevens hebben medegedeeld en in voorkomend geval alleen worden gebruikt voor de doeleinden waarmee deze autoriteiten hebben ingestemd.

Indien de in de eerste alinea bedoelde autoriteiten of instanties die in een lidstaat bij de uitoefening van hun opsporings- of onderzoektaken een beroep doen op personen die op grond van hun specifieke deskundigheid met een opdracht worden belast en die geen openbaar ambt bekleden, kan de in de eerste alinea van dit lid bedoelde mogelijkheid tot uitwisseling van gegevens tot deze personen worden verruimd op de in de tweede alinea genoemde voorwaarden.

In de onder c) van de tweede alinea bedoelde gevallen delen de in de eerste alinea bedoelde autoriteiten of instanties aan de bevoegde autoriteiten die de gegevens hebben medegedeeld, de identiteit en de juiste opdracht mede van de personen aan wie deze gegevens zullen worden doorgegeven.

De lidstaten delen de Commissie en de overige lidstaten de identiteit mede van de autoriteiten of instanties die op grond van dit lid gegevens mogen ontvangen.

6. De bepalingen van dit artikel en van de artikelen 50 en 58 houden geen belemmering voor een bevoegde autoriteit in om aan centrale banken, het Europees Stelsel van Centrale Banken en de Europese Centrale Bank in hun hoedanigheid van monetaire autoriteit, alsook, in voorkomend geval, aan andere overheidsinstanties die met het toezicht op betalings-systemen belast zijn, voor de uitoefening van hun taak dienstige gegevens mede te delen.

Het wordt deze autoriteiten of instanties evenmin belet om aan de bevoegde autoriteiten de gegevens toe te zenden die deze nodig hebben ter uitvoering van lid 3. De in dit verband ontvangen gegevens vallen onder het in artikel 50 bedoelde beroepsgeheim.

7. De bepalingen van dit artikel en van de artikelen 50 en 58 vormen geen belemmering voor de bevoegde autoriteiten om de gegevens mede te delen aan een clearinginstelling of een ander, soortgelijk orgaan dat bij de nationale wetgeving is erkend voor het verrichten van clearing- en afwikkelingsdiensten voor de markten van één van de lidstaten, indien zij van oordeel zijn dat dit nodig is om de regelmatige werking van deze organen te garanderen in verband met het, zelfs potentiële, in gebreke blijven van een marktdeelnemer.

De ontvangen gegevens vallen onder het in artikel 50 bedoelde beroepsgeheim. De lidstaten zien er evenwel op toe dat de uit hoofde van lid 1 van dit artikel ontvangen gegevens in het in dit lid bedoelde geval niet kunnen worden doorgegeven, tenzij met de uitdrukkelijke toestemming van de bevoegde autoriteiten die de gegevens hebben medegedeeld.

8. Bovendien mogen de lidstaten, niettegenstaande de leden 1 en 2 van dit artikel en de artikelen 50 en 58, op grond van wettelijke bepalingen de mededeling toestaan van bepaalde gegevens aan andere centrale overheidsdiensten die bevoegd zijn voor de wetgeving inzake het toezicht op kredietinstellingen, financiële instellingen, beleggingsondernemingen en verzekeringsondernemingen, alsmede aan de inspecteurs die in opdracht van deze overheidsdiensten optreden.

Deze gegevens mogen echter alleen worden verstrekt wanneer zulks ter wille van het bedrijfseconomisch toezicht nodig blijkt.

9. De bepalingen van dit artikel en van artikel 50 vormen geen belemmering voor de bevoegde autoriteiten om de gegevens mede te delen aan de instantie of instanties waaraan zij taken hebben gedelegeerd, indien zij van oordeel zijn dat dit nodig is om de goede uitvoering van deze taken te garanderen.

De ontvangen gegevens vallen onder het in artikel 50 bedoelde beroepsgeheim. De lidstaten zien er evenwel op toe dat de uit hoofde van lid 1 van dit artikel van de bevoegde autoriteiten uit andere lidstaten ontvangen gegevens in het in dit lid be-

doelde geval niet kunnen worden doorgegeven, tenzij met de uitdrukkelijke toestemming van de bevoegde autoriteiten die de gegevens hebben medegedeeld.

#### Artikel 55

### Overleg tussen de autoriteiten voordat een aanvullende vergunning wordt verleend

1. De bevoegde autoriteiten van de andere betrokken lidstaat worden geraadpleegd voordat een vergunning wordt verleend aan een beleggingsonderneming die:

- a) ofwel een dochteronderneming is van een beleggingsonderneming of van een kredietinstelling waaraan in een andere lidstaat vergunning is verleend;
- b) ofwel een dochteronderneming is van de moederonderneming van een beleggingsonderneming of kredietinstelling waaraan in een andere lidstaat vergunning is verleend;
- c) ofwel onder de zeggenschap staat van dezelfde natuurlijke of rechtspersonen die zeggenschap uitoefenen over een beleggingsonderneming of kredietinstelling waaraan in een andere lidstaat vergunning is verleend.

2. De bevoegde autoriteit van de lidstaat die verantwoordelijk is voor het toezicht op kredietinstellingen of verzekeringsondernemingen, wordt geraadpleegd alvorens een vergunning wordt verleend aan een beleggingsonderneming die:

- a) ofwel een dochteronderneming is van een kredietinstelling of verzekeringsonderneming waaraan in de Gemeenschap vergunning is verleend;
- b) ofwel een dochteronderneming is van de moederonderneming van een kredietinstelling of verzekeringsonderneming waaraan in de Gemeenschap vergunning is verleend;
- c) ofwel onder de zeggenschap staat van dezelfde natuurlijke of rechtspersoon die zeggenschap uitoefent over een kredietinstelling of verzekeringsonderneming waaraan in de Gemeenschap vergunning is verleend.

3. De in de leden 1 en 2 bedoelde relevante bevoegde autoriteiten raadplegen elkaar in het bijzonder indien de geschiktheid van de aandeelhouders en de reputatie en ervaring van de bij de leiding van een andere entiteit van dezelfde groep betrokken bestuurders worden beoordeeld. Zij wisselen alle informatie uit betreffende de geschiktheid van de aandeelhouders en de reputatie en ervaring van de bestuurders welke van belang is voor de andere betrokken bevoegde autoriteiten, voor het verlenen van een vergunning, alsook voor de doorlopende toetsing van de naleving van de voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening.

#### Artikel 56

### Bevoegdheden van de lidstaten van ontvangst

1. De lidstaten van ontvangst kunnen voor statistische doeleinden verlangen dat elke beleggingsonderneming die een bijkantoor op hun grondgebied heeft, hun een periodiek verslag over de werkzaamheden van dit bijkantoor zendt.

2. In het kader van de uitoefening van de krachtens deze richtlijn op hem rustende verantwoordelijkheden mag een lidstaat van ontvangst van bijkantoren van beleggingsondernemingen verlangen dat deze bijkantoren hem alle gegevens verstrekken die nodig zijn om toezicht uit te oefenen op hun naleving van de door hem vastgestelde normen die op hen van toepassing zijn. De aan deze bijkantoren opgelegde verplichtingen mogen echter niet strenger zijn dan die welke dezelfde lidstaat aan op zijn grondgebied gevestigde ondernemingen oplegt voor het toezicht op hun naleving van diezelfde normen.

#### Artikel 57

### Bevoegdheid van de lidstaten van ontvangst tot het nemen van conservatoire maatregelen

1. Indien de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst duidelijke en aantoonbare redenen heeft om aan te nemen dat een beleggingsonderneming die op haar grondgebied door middel van het vrij verrichten van diensten werkzaamheden uitoefent, niet voldoet aan de verplichtingen die uit de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften voortvloeien, stelt zij de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst van deze bevindingen in kennis.

2. Indien de beleggingsonderneming, in weerwil van de aldus door de lidstaat van herkomst getroffen maatregelen, of omdat deze maatregelen ontoereikend zijn, blijft handelen op een wijze die duidelijk afbreuk doet aan de belangen van beleggers uit de lidstaat van ontvangst of aan de ordelijke werking van de markten, neemt de bevoegde autoriteit van de lidstaat van ontvangst, na de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst daarvan in kennis te hebben gesteld, de nodige maatregelen om de beleggers en de goede werking van de markten te beschermen. De Commissie wordt zo spoedig mogelijk van deze maatregelen in kennis gesteld.

#### Artikel 58

### Uitwisseling van gegevens met derde landen

1. De lidstaten mogen met de bevoegde autoriteiten van derde landen of met autoriteiten of instanties van derde landen welke analoge verantwoordelijkheden hebben als de in artikel 54, lid 3, onder a) i) en ii), en artikel 54, lid 4, eerste alinea, onder a) en b), bedoelde autoriteiten of instanties van derde landen alleen dan samenwerkingsovereenkomsten voor de uitwisseling van gegevens sluiten, als met betrekking tot de medegedeelde gegevens ten minste gelijkwaardige waarborgen inzake het beroepsgeheim gelden als de in artikel 50 bedoelde. Een dergelijke uitwisseling van gegevens moet bestemd zijn voor de vervulling van de toezichthoudende taak van genoemde autoriteiten of instanties.

2. Gegevens die afkomstig zijn van een andere lidstaat mogen alleen worden doorgegeven met de uitdrukkelijke toestemming van de bevoegde autoriteiten die de gegevens hebben medegedeeld en in voorkomend geval alleen worden gebruikt voor de doeleinden waarmee deze autoriteiten hebben ingestemd.

#### TITEL V

### SLOTBEPALINGEN

#### Artikel 59

1. De Commissie wordt bijgestaan door het bij Besluit 2001/528/EG van de Commissie <sup>(1)</sup> ingestelde Europees Comité voor het effectenbedrijf (hierna „het comité”).

2. Wanneer naar dit lid wordt verwezen, zijn de artikelen 5 en 7 van Besluit 1999/468/EG van toepassing, met inachtneming van artikel 8 van dat besluit, met dien verstande dat de volgens deze procedure vastgestelde uitvoeringsmaatregelen de essentiële bepalingen van deze richtlijn niet mogen wijzigen.

De in artikel 5, lid 6, van Besluit 1999/468/EG bedoelde termijn wordt op drie maanden vastgesteld.

3. Onverminderd de reeds vastgestelde uitvoeringsmaatregelen wordt na het verstrijken van een periode van vier jaar na de inwerkingtreding van deze richtlijn de toepassing van de bepalingen ervan met betrekking tot de vaststelling van technische voorschriften en besluiten volgens de procedure als bedoeld in lid 2 opgeschort. Op voorstel van de Commissie kunnen het Europees Parlement en de Raad besluiten de desbetreffende bepalingen te verlengen volgens de procedure van artikel 251 van het Verdrag, waartoe zij deze vóór het verstrijken van die periode aan een nieuw onderzoek moeten onderwerpen.

#### Artikel 60

### Verslagen en herziening

1. Uiterlijk [31 december 2008, 4 jaar na de inwerkingtreding van deze richtlijn] brengt de Commissie op basis van een openbare raadpleging en na overleg met de bevoegde autoriteiten aan het Europees Parlement en de Raad verslag uit over de mogelijke uitbreiding van de reikwijdte van de in deze richtlijn vervatte bepalingen betreffende de verplichtingen inzake de transparantie vooraf en achteraf tot andere categorieën financiële instrumenten dan aandelen.

Op grond van dat verslag kan de Commissie voorstellen indienen om de richtlijn op dat gebied te wijzigen.

2. Uiterlijk [31 december 2006, 2 jaar na de inwerkingtreding van deze richtlijn] brengt de Commissie op basis van een openbare raadpleging en na overleg met de bevoegde autoriteiten aan het Europees Parlement en de Raad verslag uit over:

- a) de wenselijkheid van de handhaving van de vrijstelling van de toepassing van deze richtlijn welke krachtens artikel 2, lid 1, onder i), is verleend aan ondernemingen waarvan het hoofdbedrijf bestaat in het voor eigen rekening handelen in van grondstoffen afgeleide instrumenten;
- b) de inhoud en vorm van evenredige vereisten voor de vergunningverlening aan en het toezicht op dergelijke ondernemingen als beleggingsondernemingen in de zin van deze richtlijn.

Op grond van dat verslag kan de Commissie voorstellen indienen om de richtlijn op deze punten te wijzigen.

<sup>(1)</sup> PB L 191 van 13.7.2001, blz. 45.

*Artikel 61***Wijziging van Richtlijn 85/611/EEG**

Artikel 5, lid 4, van Richtlijn 85/611/EEG wordt vervangen door:

„4. Artikel 2, lid 2, en de artikelen 11, 12, 17 en 18 van Richtlijn [...] van het Europees Parlement en de Raad (\*) zijn van toepassing op het verrichten van de in lid 3 van dit artikel bedoelde diensten door beheermaatschappijen.

(\*) PB L [...].”

*Artikel 62***Wijziging van Richtlijn 93/6/EEG**

Artikel 2, punt 2, van Richtlijn 93/6/EG wordt vervangen door:

„2. „beleggingsondernemingen”: alle instellingen die beleggingsdiensten verrichten overeenkomstig Richtlijn [...] van het Europees Parlement en de Raad (\*), met uitzondering van:

- a) kredietinstellingen;
- b) plaatselijke ondernemingen;
- c) ondernemingen die uitsluitend orders van beleggers in ontvangst nemen en doorgeven zonder dat zij aan hun cliënten toebehorende gelden en/of effecten aanhouden en daarom jegens hun cliënten nooit in een debiteurspositie kunnen verkeren;
- d) beleggingsondernemingen die alleen een vergunning hebben voor het verstrekken van beleggingsadvies.

(\*) PB L [...].”

*.Artikel 63***Wijziging van Richtlijn 2000/12/EG**

Bijlage I bij Richtlijn 2000/12/EG wordt als volgt gewijzigd:

a) in punt 7 wordt het volgende punt toegevoegd:

„f) van grondstoffen afgeleide instrumenten”.

b) het volgende punt wordt toegevoegd:

„15. Exploitatie van een multilaterale handelsfaciliteit”.

*Artikel 64***Intrekking van Richtlijn 93/22/EEG**

Richtlijn 93/22/EEG wordt ingetrokken met ingang van de bij artikel 65 vastgestelde toepassingsdatum.

Verwijzingen naar Richtlijn 93/22/EEG gelden als verwijzingen naar deze richtlijn.

*Artikel 65***Omzetting**

De lidstaten doen de nodige wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen in werking treden om uiterlijk 30 juni 2006 [18 maanden nadat de richtlijn van kracht wordt], aan deze richtlijn te voldoen. Zij stellen de Commissie daarvan onverwijld in kennis.

Zij passen deze bepalingen toe met ingang van 1 juli 2006.

Wanneer de lidstaten deze bepalingen aannemen, wordt in die bepalingen zelf of bij de officiële bekendmaking daarvan naar deze richtlijn verwezen. De regels voor deze verwijzing worden vastgesteld door de lidstaten.

*Artikel 66***Inwerkingtreding**

Deze richtlijn treedt in werking op de dag volgende op die van haar bekendmaking in het *Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen*.

*Artikel 67***Adressaten**

Deze richtlijn is gericht tot de lidstaten.

## BIJLAGE I

## LIJST VAN DIENSTEN EN FINANCIËLE INSTRUMENTEN

## DEEL A

**Beleggingsdiensten**

1. Het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten.
2. Het uitvoeren van orders voor rekening van cliënten.
3. Het handelen voor eigen rekening.
4. Het per cliënt op discretionaire basis beheren van portefeuilles op grond van een door de cliënten gegeven opdracht, voorzover die portefeuilles één of meer financiële instrumenten bevatten.
5. Beleggingsadvies.
6. a) het overnemen en plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie;  
b) het plaatsen van emissies zonder plaatsingsgarantie of andere in overleg met de emittent van het instrument ondernomen werkzaamheden met het oog op het verlenen van bijstand bij de distributie van of inschrijving op openbare of particuliere aanbiedingen van financiële instrumenten.
7. Het exploiteren van multilaterale handelsfaciliteiten.

## DEEL B

**Nevendiensten**

1. Bewaring en beheer van financiële instrumenten voor rekening van cliënten, met inbegrip van bewaarneming en daarmee samenhangende diensten zoals contanten- en/of zekerhedenbeheer.
2. Het verstrekken van kredieten of leningen aan een belegger om deze in staat te stellen een transactie in één of meer financiële instrumenten te verrichten, bij welke transactie de onderneming die het krediet of de lening verstrekt, als partij optreedt.
3. Advisering aan ondernemingen inzake kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, alsmede advisering en dienstverrichting op het gebied van fusies en overnames van ondernemingen.
4. Valutawisseldiensten voorzover deze samenhangen met het verrichten van beleggingsdiensten.
5. Onderzoek op beleggingsgebied en financiële analyse of andere vormen van algemene aanbevelingen in verband met transacties in financiële instrumenten.

## DEEL C

**Financiële instrumenten**

1. Effecten.
2. Geldmarktinstrumenten.
3. Rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging.
4. Opties en futures met betrekking tot effecten, valuta's, rentevoeten of rendementen, grondstoffen of andere afgeleide instrumenten, indexen of maatstaven.
5. Rente- en valutaswaps en swaps betreffende aan aandelen of een aandelenindex gekoppelde kasstromen (equity swaps).
6. Rentetermijncontracten en andere derivatencontracten die aanleiding geven tot een afwikkeling in contanten waarvan het bedrag wordt bepaald op grond van effecten, rentevoeten of rendementen, wisselkoersen, grondstoffenprijzen of andere indexen of maatstaven.
7. Contracts for differences of andere afgeleide instrumenten voor de overdracht van het kredietrisico.

## BIJLAGE II

## PROFESSIONELE CLIËNTEN IN DE ZIN VAN DEZE RICHTLIJN

## I. Categorieën cliënten die als professionele partijen worden aangemerkt

Voor de toepassing van deze richtlijn moeten alle onderstaande entiteiten als professionele partijen op het gebied van beleggingsdiensten en -instrumenten worden aangemerkt.

1. Entiteiten die een vergunning moeten hebben of onder toezicht moeten staan om op financiële markten actief te mogen zijn. Onderstaande lijst moet worden gezien als een lijst van alle vergunninghoudende entiteiten die de karakteristieke werkzaamheden van de genoemde entiteiten uitoefenen: entiteiten waaraan een lidstaat op grond van een Europese richtlijn vergunning heeft verleend, entiteiten waaraan door een lidstaat vergunning is verleend of waarop door een lidstaat toezicht wordt uitgeoefend, zonder dat zulks op grond van een Europese richtlijn geschiedt, en entiteiten waaraan door een derde land vergunning is verleend of waarop door een derde land toezicht wordt uitgeoefend:
  - a) kredietinstellingen;
  - b) beleggingsondernemingen;
  - c) andere vergunninghoudende of onder toezicht staande financiële instellingen;
  - d) verzekeringsondernemingen;
  - e) instellingen voor collectieve belegging en de beheermaatschappijen daarvan;
  - f) pensioenfondsen en de beheermaatschappijen daarvan;
  - g) grondstoffenhandelaren.
2. Grote ondernemingen en andere institutionele beleggers:
  - a) grote ondernemingen en personenvennootschappen die op bedrijfsniveau aan twee van de onderstaande omvangvereisten voldoen:
    - balanstotaal: 20 000 000 EUR,
    - netto-omzet: 40 000 000 EUR,
    - eigen vermogen: 2 000 000 EUR.
  - b) andere institutionele beleggers wier bedrijfsdoelstelling bestaat uit het beleggen in financiële instrumenten.
3. Nationale en regionale overheden, centrale banken, internationale en supranationale instellingen zoals de Wereldbank, het IMF, de ECB, de EIB en andere vergelijkbare internationale organisaties.

Bovenstaande entiteiten worden als professionele partijen beschouwd. Het moet hun echter worden toegestaan om een behandeling als niet-professionele partij te verzoeken, waarbij beleggingsondernemingen ermee moeten kunnen instemmen een hoger niveau van bescherming te bieden. Wanneer de cliënt van een beleggingsonderneming een onderneming of een personenvennootschap is als hierboven bedoeld, moet de beleggingsonderneming, alvorens enigerlei diensten te verrichten, de cliënt ervan in kennis stellen dat hij op grond van de informatie waarover de beleggingsonderneming beschikt, als een professionele cliënt wordt beschouwd en derhalve als zodanig zal worden behandeld, tenzij de beleggingsonderneming en de cliënt anders overeenkomen. De beleggingsonderneming moet de cliënt er tevens van in kennis stellen dat deze om een wijziging van de voorwaarden van de overeenkomst kan verzoeken teneinde een hoger niveau van bescherming te genieten.

Het is aan de cliënt die als een professionele partij wordt beschouwd om om een hoger niveau van bescherming te verzoeken wanneer hij zichzelf niet in staat acht de gelopen risico's adequaat in te schatten of te beheren.

Dit hoger niveau van bescherming zal worden geboden wanneer een cliënt die als een professionele partij wordt beschouwd, met een beleggingsonderneming een schriftelijke overeenkomst aangaat om voor de toepassing van de geldende gedragsregels niet als een professionele partij te worden behandeld. In deze overeenkomst moet worden aangegeven of deze behandeling voor één of meer specifieke diensten of transacties, dan wel voor één of meer categorieën producten of transacties geldt.

## II. Cliënten die op verzoek als professionele partijen kunnen worden behandeld

## 1. Identificatiecriteria

Ook aan andere cliënten dan diegenen die in deel I zijn vermeld — zoals onder meer overheidsinstellingen en kleine particuliere beleggers —, kan worden toegestaan afstand te doen van een deel van de bescherming die hun door de gedragsregels wordt geboden.

Het moet beleggingsondernemingen derhalve toegestaan zijn bovenbedoelde cliënten als professionele partijen te behandelen, mits aan de onderstaande relevante criteria is voldaan en de hieronder beschreven procedure wordt gevolgd. Er mag evenwel niet worden aangenomen dat de marktkennis en -ervaring van deze cliënten vergelijkbaar is met die van de in deel I genoemde categorieën professionele partijen.

Er kan slechts op geldige wijze van de door de gedragsregels geboden bescherming afstand worden gedaan wanneer een door de beleggingsonderneming verrichte adequate beoordeling van de deskundigheid, ervaring en kennis van de cliënt in het licht van de aard van de beoogde transacties of diensten redelijke zekerheid oplevert dat de cliënt in staat is zelf zijn beleggingsbeslissingen te nemen en de daaraan verbonden risico's in te schatten.

De toetsing van de deskundigheid en betrouwbaarheid van bestuurders van entiteiten waaraan krachtens Europese richtlijnen op financieel gebied vergunning is verleend, kan als voorbeeld dienen voor de beoordeling van de deskundigheid en kennis.

Bij kleine entiteiten moet de persoon die aan bovenbedoelde beoordeling wordt onderworpen, de persoon zijn die gemachtigd is om transacties voor rekening van de entiteit te verrichten.

In het kader van bovenbedoelde beoordeling moet blijken dat ten minste aan twee van de volgende criteria is voldaan:

- tijdens de voorafgaande vier kwartalen heeft de cliënt op de desbetreffende markt per kwartaal gemiddeld 10 transacties van significante omvang verricht;
- de omvang van de portefeuille financiële instrumenten van de cliënt, welke zowel deposito's in contanten als financiële instrumenten omvat, is groter dan 0,5 miljoen EUR;
- de cliënt is gedurende ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector, waar hij een beroepsbezigheid uitoefent of heeft uitgeoefend waarbij kennis van de beoogde transacties of diensten vereist is of was.

## 2. Procedure

De hierboven omschreven cliënten kunnen slechts van het voordeel van de toepassing van de gedragsregels afstand doen mits de volgende procedure wordt gevolgd:

- zij moeten de beleggingsonderneming schriftelijk laten weten dat zij als professionele cliënt wensen te worden behandeld, hetzij in het algemeen, hetzij met betrekking tot een specifieke beleggingsdienst of transactie, dan wel een categorie transacties of producten;
- de beleggingsonderneming moet hen aan de hand van een duidelijke schriftelijke waarschuwing in kennis stellen van de bescherming en beleggerscompensatierechten die zij kunnen verliezen;
- zij moeten in een document dat verschilt van de overeenkomst schriftelijk bevestigen dat zij zich bewust zijn van de gevolgen die aan het verlies van deze bescherming verbonden zijn.

Voordat een beleggingsonderneming een verzoek om afstand te doen van de toepassing van de gedragsregels mag inwilligen, moet zij verplicht zijn alle redelijke maatregelen te nemen om zich ervan te vergewissen dat een cliënt die om een behandeling als professionele cliënt verzoekt, aan de in punt 1, gestelde relevante voorwaarden voldoet.

Het is echter niet de bedoeling dat de verhouding tussen beleggingsondernemingen en cliënten die reeds op grond van soortgelijke parameters en procedures als die welke hierboven zijn beschreven als professionele partijen worden aangemerkt, op enigerlei wijze wordt beïnvloed door eventuele nieuwe voorschriften die overeenkomstig deze richtlijn worden vastgesteld.

De beleggingsondernemingen moeten passende, op schrift gestelde interne gedragsregels en procedures toepassen om cliënten in categorieën onder te brengen.

Het is aan de professionele cliënten om de beleggingsonderneming in kennis te stellen van elke wijziging die van invloed kan zijn op hun actuele indeling. Indien de beleggingsonderneming echter tot de bevinding komt dat de cliënt niet langer voldoet aan de initiële voorwaarden op grond waarvan hij voor behandeling als professionele partij in aanmerking kwam, dan moet zij passende actie ondernemen.