

Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 600/2014 wat betreft het vergroten van de transparantie van marktgegevens, het wegnemen van belemmeringen voor het ontstaan van een consolidated tape, het optimaliseren van de handelsverplichtingen en het verbod op het ontvangen van betalingen voor het doorgeven van orders van cliënten

(COM(2021) 727 final — 2021/0385 (COD))

(2022/C 290/12)

Rapporteur: **Jörg Freiherr FRANK VON FÜRSTENWERTH**

Raadpleging	Raad van de Europese Unie, 3.2.2022 Europees Parlement, 27.1.2022
Rechtsgrondslag	Artikelen 114 en 304 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie
Bevoegde afdeling	Economische en Monetaire Unie, Economische en Sociale Samenhang
Goedkeuring door de afdeling	3.3.2022
Goedkeuring door de voltallige vergadering	23.3.2022
Zitting nr.	568
Stemuitslag (voor/tegen/onthoudingen)	210/0/4

1. Conclusies en aanbevelingen

1.1. Het Europees Economisch en Sociaal Comité (EESC) is verheugd dat de Europese Commissie, zoals zij al aankondigde in het actieplan voor de kapitaalmarktenunie⁽¹⁾ van 2020, tijdig een voorstel heeft ingediend om een geconsolideerde transactiemeldingsregeling ("consolidated tape") in te voeren voor de activaklassen van aandelen, op de beurs verhandelde indexfondsen, obligaties en afgeleide financiële instrumenten. Dit brengt de kapitaalmarktenunie weer een stap dichterbij. Het EESC stemt in met het voorstel van de Europese Commissie.

1.2. Het EESC wijst er eens te meer op dat de verwezenlijking van de kapitaalmarktenunie een prioriteit is en tegelijkertijd een belangrijke voorwaarde om een echte interne markt tot stand te brengen, de gevolgen van de COVID-19-pandemie de baas te worden en in Europa de overstap naar een duurzame economie te maken.

1.3. Het EESC is ingenomen met het voorstel voor een verordening tot invoering van de Europese consolidated tapes en met de bijbehorende maatregelen die, als alles goed gaat, marktgegevens aanzienlijk transparanter en beter beschikbaar zullen maken, de regelgeving voor plaatsen van uitvoering gelijk zullen trekken en de Europese kapitaalmarkten zullen versterken. Door de geconsolideerde transparantie zal de nog altijd aanzienlijke versnippering van de Europese kapitaalmarkten veel minder grote consequenties hebben.

1.4. Het EESC hecht er groot belang aan dat iedereen, met name uiteraard ook niet-professionele beleggers in het algemeen en kleine en middelgrote ondernemingen in het bijzonder, zonder discriminatie of kosten toegang krijgt tot marktgegevens. Het EESC roept de Europese Commissie op om de huidige informatieasymmetrieën af te bouwen.

1.5. In het kader van de totstandbrenging van de kapitaalmarktenunie zou de Europese Commissie activiteiten moeten ontplooiën voor de verdere ontwikkeling van de sterk uiteenlopende aandelencultuur in Europa. Het gaat hierbij niet alleen om regels voor preventieve consumentenbescherming, die vertrouwen wekken, maar met name ook om maatregelen voor een betere consumenteneducatie. Het EESC roept de Europese Commissie verder op om bij alle maatregelen voor de totstandbrenging van de kapitaalmarktenunie groot belang te hechten aan de aspecten gezondheid en veiligheid op het werk en arbeidsomstandigheden. In het kader hiervan moet er onder meer voor worden gezorgd dat de personele middelen van de Europese en nationale toezichthouders gelijke tred blijven houden met het toegenomen takenpakket.

⁽¹⁾ COM(2020) 590 final.

1.6. Wat het omstreden verbod op het ontvangen van betalingen voor het doorgeven van orders van cliënten voor uitvoering (payment for order flow, PFOF) betreft zou het volgende beginsel moeten worden aangescherpt: voor het uitvoeren van hun cliëntentransacties moeten financiële intermediairs de handelsplatformen of tegenpartijen uitsluitend selecteren op basis van de optimale uitvoering voor de cliënt. Het EESC is het met de Europese Commissie eens dat een materiële of immateriële betaling van het handelsplatform of de tegenpartij aan de financiële intermediair in ruil voor de uitvoering van cliëntentransacties tegen dit beginsel indruist.

2. Achtergrond van het advies

2.1. Op 25 november 2021 heeft de Europese Commissie een pakket maatregelen ter versterking van de kapitaalmarktenunie (kapitaalmarktpakket) gepresenteerd. Het pakket bestaat uit een mededeling van de Europese Commissie en vier rechtshandelingen⁽²⁾. Dit advies gaat over een onderdeel van het kapitaalmarktpakket, namelijk de herziening van de verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR)⁽³⁾. Deze bevat in grote lijnen de regels voor de infrastructuur van de financiële markten en vormt samen met de Europese richtlijn markten voor financiële instrumenten⁽⁴⁾ (MiFID II = Markets in financial instruments directive) het regelgevingskader voor het verlenen van beleggingsdiensten.

3. Algemene opmerkingen

3.1. Opzet van het voorstel

3.1.1. De voorstellen in het kapitaalmarktpakket hebben gemeen dat zij op meer transparantie op de nog steeds versnipperde Europese kapitaalmarkten aansturen. Het Europees Economisch en Sociaal Comité is ingenomen met deze doelstelling, aangezien een kapitaalmarktenunie zonder goede transparantie en betrouwbare en snel beschikbare gegevens tot mislukken gedoemd is. De voorgestelde wijzigingen van de verordening markten voor financiële instrumenten zijn daarbij van groot belang. De voorgestelde wijzigingen hebben in de eerste plaats betrekking op de marktinfrastructuur, nadat begin 2021 tegen de achtergrond van de COVID-19-pandemie al een zogenoemde “MiFID Quick Fix” was gepubliceerd met voorschriften ter bescherming van beleggers⁽⁵⁾.

3.1.2. Een zo groot mogelijke transparantie van de effectenmarkten is eveneens noodzakelijk om juist ook kleine en middelgrote ondernemingen, en meer in het algemeen kleine beleggers, een betere toegang tot de kapitaalmarkten te bieden. Nu al dienen alle uitvoeringsplatforms informatie te publiceren over bijvoorbeeld de omvang, het tijdstip en de prijs van transacties. Maar eigenlijk kunnen alleen grote beleggingsmaatschappijen deze gegevens op geconsolideerde wijze verzamelen, en zo een reëel overzicht van de markt bieden, wat bovendien steevast met hoge kosten gepaard gaat. Daarom kan niemand er vandaag de dag van op aan dat hij of zij de beste prijs krijgt, terwijl gemakkelijke toegang tot betrouwbare marktgegevens juist van cruciaal belang is. Dit geldt met name voor informatie over duurzaamheid, die essentieel is voor het creëren van duurzame financiële markten in het kader van de Europese Green Deal en als zodanig een steeds belangrijkere rol speelt. Inhoudelijk hangt dit nauw samen met het centraal Europees toegangspunt en met de vereenvoudigde verstrekking van informatie over duurzaamheid (duurzameontwikkelingsdoelstellingen).

3.1.3. Dankzij de grotere transparantie waar een snelle, betrouwbare en gemakkelijke toegang tot marktgegevens toe leidt, zal bovendien de concurrentie tussen de handelsplatformen een impuls krijgen. In een transparante omgeving worden effectentransacties namelijk daar uitgevoerd waar de beste prijs kan worden verkregen en de liquiditeit hoog is. Transparantie is ook essentieel voor retailbeleggers en institutionele beleggers als het gaat om cryptoactiva in het Europese consolidated tape-systeem.

3.1.4. De Europese consolidated tapes — één voor elke activaklasse (aandelen, ETF's, obligaties en afgeleide financiële instrumenten) — is een essentieel instrument om de huidige informatieasymmetrieën aan te pakken en kan bovendien de dominantie van flitshandel helpen verminderen. Het EESC is ingenomen met de concurrentie op het gebied van marktinfrastructuur. Wel is het belangrijk dat de concurrentie eerlijk en aan dezelfde regels onderworpen is.

⁽²⁾ Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: Kapitaalmarktenunie — Resultaten één jaar na het actieplan; voorstel voor een centraal Europees toegangspunt (European Single Access Point — ESAP); herziening van de verordening betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen (Eltif's); herziening van de Richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFM-richtlijn) en herziening van de verordening betreffende markten in financiële instrumenten (MiFIR).

⁽³⁾ Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten in financiële instrumenten en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 84).

⁽⁴⁾ Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 349).

⁽⁵⁾ Richtlijn (EU) 2021/338 van het Europees Parlement en de Raad van 16 februari 2021 tot wijziging van Richtlijn 2014/65/EU wat betreft informatievereisten, productgovernance en positielimieten, en Richtlijnen 2013/36/EU en (EU) 2019/878 wat betreft de toepassing daarvan op beleggingsondernemingen, om bij te dragen aan het herstel van de COVID-19-crisis (PB L 68 van 26.2.2021, blz. 14).

Regelgevingsarbitrage tussen handelsplatformen moet worden voorkomen. Hoewel de EMIR rechtstreekse werking heeft in de lidstaten, is het ter waarborging van een gelijk speelveld van essentieel belang dat de Europese Commissie begeleidende nationale wetgeving en de praktische uitvoering daarvan, alsook nationale toezichthoudende activiteiten, nauwlettend in de gaten houdt en dat zij de lidstaten eventueel sommeert aanpassingen door te voeren en indien nodig inbreuken bestraft.

3.1.5. Door de invoering van consolidated tapes — dus gecentraliseerde databanken die alle beleggers (kleine en grote vermogensbeheerders, pensioenfondsen, kleine beleggers) en alle financiële intermediairs, ongeacht hun omvang, gemakkelijk en zonder discriminatie toegang bieden tot geconsolideerde marktgegevens — zal de informatievoorsprong van grote aanbieders slinken, terwijl de financiële markten veel beter toegankelijk en daardoor op termijn ook efficiënter worden.

3.1.6. De Europese consolidated tapes kunnen, door de grotere transparantie die ermee gepaard gaat, ook helpen als tegenwicht tegen buitensporige volatiliteit, zoals grillige prijsstijgingen en prijsdalingen.

3.1.7. Dat er dankzij de consolidated tapes meer transparantie komt en retailbeleggers beter toegang krijgen tot marktgegevens, betekent niet dat een goede beleggersbescherming niet meer nodig zou zijn. Naast een betere toegang van retailbeleggers tot gegevens moet ook sterker worden ingezet op adequate financiële consumentenvoorlichting, zodat consumenten op verantwoorde wijze leren omgaan met de kansen en risico's van kapitaalmarkten.

3.1.8. De consolidated tapes zijn ook een grote stap voorwaarts uit het oogpunt van gegevensethiek, een aspect dat in de gedigitaliseerde wereld, waar data handelswaar zijn en een sleutel vormen tot deelname aan het economische en maatschappelijke leven, aan belang wint. Het EESC pleit voor een niet-discriminerende toegang tot marktgegevens. Het is een goede zaak dat met name kleine ondernemingen en consumenten met de invoering van de consolidated tapes toegang krijgen tot gegevens die essentieel voor hen zijn en waar zij anders, bij gebrek aan financiële middelen, geen gebruik van zouden kunnen maken. In die zin zorgen de consolidated tapes eveneens voor de zo noodzakelijke ethische toegang tot informatie op de financiële markten.

3.1.9. Het is een goede zaak dat de Europese Commissie eerst intensief overleg heeft gevoerd over de markteffecten van haar voorstellen op de Europese handelsplatformen en op de internationale concurrentie. Het valt eveneens toe te juichen dat de Europese Commissie een latere evaluatie van de nieuwe regels gepland heeft.

3.2. Consolidated tapes, artikelen 22 en 27, MiFIR-voorstel

3.2.1. Het EESC spreekt nogmaals⁽⁶⁾ zijn steun uit voor het voorstel van de Commissie ter invoering van Europese consolidated tapes. Bij een technisch goede uitvoering zullen alle marktdeelnemers vrijwel in realtime toegang kunnen krijgen tot handelsgegevens — over aandelen, indexfondsen op de beurs, obligaties en afgeleide financiële instrumenten — van alle handelsplatformen in de EU. Als zodanig zou de geconsolideerde tape in belangrijke mate kunnen helpen om een einde te maken aan de gefragmenteerde markten. Het succes van de consolidated tapes zal echter sterk afhangen van hun praktische uitvoering (verplichting om gegevens te verstrekken, gegevensnormen, toegang tot gegevens, kwaliteit van gegevens, gegevensbeveiliging, gegevensbescherming (voor zover van toepassing), het oplossen van de transparantieproblemen door aan afgeleide financiële instrumenten gedurende hun looptijd (en niet van dag tot dag) een internationaal effectenidentificatienummer (International Securities Identification Number, ISIN) toe te kennen, gebruik van geavanceerde technologieën, operationele veerkracht, gemakkelijke en kosteneffectieve toegang).

3.2.2. Voorwaarde voor succes is ook dat alle gegevensverstrekkers op niet-discriminerende basis aan dezelfde strenge kwaliteitseisen worden onderworpen, of het nu beurzen of banken dan wel conventionele gegevensverstrekkers of fintechbedrijven zijn. De kwaliteit van de gegevens en een goede governancestructuur zijn eveneens doorslaggevend voor het welslagen van de consolidated tapes. Het is van essentieel belang dat de kwaliteit van de gegevens en de governance van het CT-systeem voortdurend worden gecontroleerd en indien nodig worden aangepast.

3.2.3. Het EESC steunt het weldoordachte voorstel om de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) een centrale rol te geven bij de permanente monitoring van de consolidated tapes. Het EESC hoopt dat de ESMA — en ook de nationale toezichthouders voor de effectenmarkt — hiervoor ook de nodige financiële, materiële en personele middelen ter beschikking zullen worden gesteld.

⁽⁶⁾ PB C 155 van 30.4.2021, blz. 20.

3.2.4. De selectieprocedures voor steeds één CT-exploitant per activaklasse zijn van groot belang. Het EESC hecht grote waarde aan soepele en transparante selectieprocedures, vooral omdat de eerste CT-exploitanten een groot concurrentievoordeel zullen hebben verworven wanneer het na vijf jaar tot een nieuwe aanbesteding komt. Het is dan ook te wensen dat een breed scala aan marktpartijen zich op de aanbestedingen inschrijft. Het is een goede zaak dat de selectiecriteria nauwgezet geformuleerd zijn en dat bovendien is aangegeven aan welke organisatorische vereisten de verstrekkers van consolidated tapes moeten voldoen. Het EESC kan zich vinden in de aanpak waarbij verstrekkers van consolidated tapes aan het eind van elk kwartaal op hun kosteloos toegankelijke website prestatiestatistieken en incidentverslagen met betrekking tot gegevenskwaliteit en -systemen publiceren.

3.2.5. De consolidated tapes zullen ook een essentiële stap en essentieel instrument zijn om aanbieders van beleggingsdiensten in staat te stellen met een betere en bredere basis en op eenvoudigere wijze aan hun verplichting tot optimale uitvoering van orders van cliënten (*best execution*, artikel 27, lid 2, MiFID II) te voldoen. Met name voor retailbeleggers is het behalen van de beste prijs het belangrijkste criterium. Uit voorzorg wijst het EESC er echter wel op dat Europese consolidated tapes niet in de plaats mogen komen van het beginsel van optimale uitvoering.

3.2.6. De consolidated tapes kunnen alleen volledig doeltreffend zijn als voor de verschillende uitvoeringsplatforms dezelfde concurrentievoorwaarden gelden. De voorstellen van de Europese Commissie om te zorgen voor volledige transparantie van handelsplatformen — met in het bijzonder een verbod op *dark pools*, waarin handelaren aan geen enkele transparantievereiste zijn onderworpen — kunnen op bijval van het EESC rekenen.

3.3. Handelsverplichting voor afgeleide financiële instrumenten, artikel 28 MiFIR-voorstel

3.3.1. Het is een goede zaak dat in het voorstel van de Europese Commissie een systematische fout, die met de publicatie van het Refit-initiatief in het kader van EMIR was ontstaan, wordt rechtgetrokken. Kleine financiële tegenpartijen zullen voortaan wettelijk zijn vrijgesteld van de handelsverplichting en — zoals nu al het geval is — van de clearingverplichting.

3.4. Handelsplatform voor aandelen, artikel 23 MiFIR-voorstel

3.4.1. Volgens het voorstel zullen alleen aandelen met een internationaal effectenidentificatienummer (International Securities Identification Number — ISIN) van de Europese Unie onderworpen zijn aan de handelsverplichting voor effecten. En zelfs deze zijn vrijgesteld van de handelsverplichting wanneer de handel buiten de Europese Unie in de lokale valuta plaatsvindt. Het voorstel brengt voordelen met zich mee voor beleggers. Voor effecten met een buiten de Europese Unie gelegen handelsplatform zouden namelijk ook daar de beste prijzen kunnen worden behaald. Dit geldt met name voor aandelen die een ISIN van de EU hebben, maar voornamelijk in GBP op de London Stock Exchange worden verhandeld. Het EESC kan zich dan ook zonder meer vinden in het voorstel.

3.5. Payment for order flow (PFOF), artikel 39, onder a), MiFIR-voorstel

3.5.1. Het voorstel verbiedt het zogeheten PFOF-model, waarbij financiële intermediairs door hun handelspartners betaald worden voor het kanaliseren van retailorders van hun cliënten naar die handelspartners. PFOF is vooral een financieringsmodel onder onlinemakelaars, die voor retailbeleggers vaak een goedkoop alternatief zijn voor de traditionele beurshandel. Met name bij zogenoemde *zero-commission brokers* is het de praktijk om klanten slechts een geringe vergoeding voor de order in rekening te brengen en om inkomsten te verkrijgen uit “terugbetalingen” op het handelsplatform. Vaak gaan alle handelsorders naar op één handelspartner. Deze “terugbetalingen” worden niet aan de klanten meegedeeld. Het EESC is het met de ESMA⁽⁷⁾ eens dat deze praktijk onverenigbaar is met de verplichting tot optimale uitvoering en de vereiste prijstransparantie. Anderzijds bieden deze onlinemakelaars goedkope en laagdrempelige toegang tot beleggingsdiensten, met name voor retailbeleggers. Er moet absoluut voor gezorgd worden dat fintechbedrijven en conventionele aanbieders elk met dezelfde kostentransparantie opereren en dat voor hen dezelfde concurrentievoorwaarden gelden. Dit verdient speciale aandacht in het verdere wetgevingsproces.

3.5.2. Daarbij zou ook moet worden nagegaan of PFOF, los van de juridische bedenkingen (optimale uitvoering), met het oog op de marktstructuur niet sowieso al ongewenst zou kunnen zijn: er worden veel te grote handelsvolumes van de beurzen weggeleid, waardoor hun algehele werking in gevaar komt. Een vermindering van de marktliquideiteit zou namelijk

(7) ESMA Public Statement, document ESMA35-43-2749, datum 13.7.2021: “ESMA warns firms and investors about risks arising from payment of order flow” (alleen in het Engels beschikbaar).

haaks staan op de doelstellingen van de kapitaalmarktenunie. Een en ander zou zwaar ten koste gaan van de noodzakelijke markttransparantie (met name de pretransactionele transparantie), met alle gevolgen van dien voor de klanten.

3.6. Optimale uitvoering (*best execution*)

3.6.1. De Europese Commissie stelt voor om plaatsen van uitvoering te ontslaan van de in artikel 27, lid 1, MiFID II opgenomen verplichting om informatie over de kwaliteit van de uitvoering van orders te publiceren. Dat is een zinnig voorstel, omdat duidelijk is dat beleggers deze verslagen in de praktijk niet als nuttige bron van informatie hebben gebruikt, en bovendien zal posttransactionele informatie voortaan via de consolidated tapes beschikbaar zijn. Het EESC begrijpt dat en gaat ermee akkoord.

3.6.2. In het licht hiervan heeft het echter geen zin dat de ESMA momenteel raadplegingen houdt over aanpassing van de technische reguleringsnormen (TRN 27 en TRN 28), aangezien deze concreet gestalte geven aan de bepaling die de Europese Commissie juist voorstelt te schrappen (artikel 27, lid 2, MiFID II). Niet alleen heeft het geen zin, het brengt voor de betrokken partijen ook administratieve lasten met zich mee die uiteindelijk geen enkel nut dienen. Omwille van een goede en duurzame regelgevingspraktijk moeten dergelijke praktijken worden vermeden.

Brussel, 23 maart 2022.

De voorzitter
van het Europees Economisch en Sociaal Comité
Christa SCHWENG
