

Voorwoord

Na iets meer dan tien jaar is de MiFID I-richtlijn opgevolgd door MiFID II. Dit behelst niet alleen een richtlijn, maar ook een verordening (MiFIR) en bestrijkt een groot aantal onderwerpen die tot doel hebben om de werking en transparantie van de financiële markten te verbeteren alsmede de positie van beleggers op die markten verder te beschermen.

Deze bundel is tot stand gekomen op het moment dat nog steeds sprake was van een achterstand ten aanzien van de Nederlandse regelgeving die dient ter implementering van de MiFID II-richtlijn. Dat neemt niet weg dat de bundel een goed beeld geeft van de verplichtingen die met ingang van 3 januari 2018 voor beleggingsondernemingen zullen gelden. Doel van deze bundel is inzicht te geven in het ontstaan, maar ook in het implementeren van de MiFID II-richtlijn. Daarbij wordt stilgestaan bij theorie en praktijk.

Een boeiende mix van auteurs werkzaam in de wetenschap, de advocatuur, de beleggingspraktijk en de toezichthoudende instantie hebben de meest belangwekkende onderwerpen in deze bundel belicht en toegelicht. Zo geeft Rosemarijn Labeur een overzicht van de belangrijkste bronnen van MiFID II. Danny Busch gaat in op de governance-verplichtingen die voor beleggingsondernemingen gelden. Frank 't Hart wijdt zijn bijdrage aan het product governance-regime dat per 3 januari jl. geldt voor beleggingsondernemingen die financiële instrumenten aanbieden of distribueren.

Floortje Nagelkerke richt zich op de regelgeving van handelsplatformen, welke regelgeving een nieuwe figuur introduceert, te weten die van de *'alternative trading facility'*. Jelle Dinant gaat nader in op de *transaction reporting*-verplichtingen alsmede de *pre* en *post trade transparency* die door beleggingsondernemingen in acht moet worden genomen. Jerry Brouwer en Clemens Spoorenberg belichten de nadere vakbekwaamheidseisen die MiFID II aan medewerkers van beleggingsondernemingen stelt. Bas Jennen en Lotte van den Broek behandelen het zogenaamde 'derde landen beleid', te weten de markttoetredingsvraagstukken voor instellingen die niet vanuit een EU-lidstaat in de EU hun diensten aanbieden. Tom Loonen en Mike Staring besteden aandacht aan het onderwerp 'beleggersbescherming', waarbij met name de passendheids- en geschiktheidstoetsen centraal staan. Tot slot gaat Martijn Boeve in op het onderwerp 'research'. Dit laatste onderwerp betreft de vraag hoe research als onderdeel van het provisieregime is geadresseerd.

Wij hopen dat deze bundel bijdraagt aan een inzicht in de belangrijkste onderwerpen en in de discussie over het nut en de effectiviteit van regelgeving ten aanzien van beleggingsdiensten. Bovenal zijn wij alle auteurs erkentelijk voor hun bijdragen aan deze bundel en wensen de lezer veel leesplezier alsmede stof tot nadenken toe.

Frank 't Hart
Tom Loonen

Hoofdstuk 1

Overzicht en bronnen van MiFID II/MiFIR

Mr. Rosemarijn Labeur

1.1 Inleiding: wat is MiFID II?

Strikt genomen staat MiFID II¹ voor de richtlijn die de Richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten van 21 april 2004 (MiFID)² wijzigt en meteen integraal vervangt.³ MiFID II gaat vergezeld van MiFIR. Met dit Engelse acroniem wordt de Verordening betreffende markten in financiële instrumenten⁴ bedoeld. MiFID II en MiFIR samen worden in de markt vaak kortweg MiFID II genoemd. Maar achter het acroniem MiFID II gaat een nog veel grotere wereld schuil dan het samenstel van de voorgenoemde nieuwe richtlijn en verordening. MiFID II is in de praktijk de aanduiding van de complete set aan regels en interpretaties die op welk niveau dan ook zijn uitgevaardigd, met de genoemde richtlijn- en verordening als hoofd-documenten.

In dit hoofdstuk zal de term MiFID II in beginsel de brede betekenis hebben, tenzij wordt aangegeven dat het specifiek om de kaderrichtlijn gaat. Een andere inleidende opmerking is dat in dit hoofdstuk veel Engelse termen zullen terugkomen. In het jargon van het financieel toezichtrecht, waarin vooral de veel gehanteerde acroniemen op Engelse titels zijn gebaseerd, is dat nauwelijks te vermijden zonder gekunsteld taalgebruik. Ik heb er daarom voor gekozen steeds bij de in de markt gebruikelijke terminologie te blijven, die nu eenmaal vaak niet Nederlands is. Verder zal opvallen dat dit hoofdstuk zich bijna volledig richt op het Europese kader. Nederlandse regelgeving komt hierin nauwelijks aan bod. Die keuze is gemaakt, gelet op het feit dat het omzetten van MiFID II in Nederlandse regelgeving – het betreft de Wet op het financieel toezicht (Wft) en de daarop gebaseerde lagere regelgeving – voor het leeuwendeel slechts een formaliteit betreft. Voor de inhoud van de nationale regelgeving kan bijna volledig worden teruggegrepen op de oorspronkelijke Europese bronnen. Zoals in dit hoofdstuk aan de orde komt, is die zogenoemde maximumharmonisatie ook de bedoeling van MiFID II (en haar voorgangers). Daarom staat een goed begrip van de Europese bronnen centraal in dit hoofdstuk en komt de Nederlandse vertaalslag daarvan slechts zijdelings aan bod.

1. Richtlijn 2014/65/EU.

2. Richtlijn 2004/39/EG.

3. De MiFID II kaderrichtlijn wijzigt *en passant* ook de Richtlijn betreffende verzekeringsbemiddeling van 9 december 2002 (Richtlijn 2002/92/EG) en de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen van 8 juni 2011 (Richtlijn 2011/61/EU), maar daarvoor is zij niet in het leven geroepen. Overigens zijn er inmiddels 3 corrigenda op de MiFID II kaderrichtlijn in het *Publicatieblad van de Europese Unie* verschenen, die verschrijvingen in de kaderrichtlijn rechtzetten.

4. MiFIR omvat tevens een wijziging van de Europese verordening die bekendstaat als EMIR (Verordening (EU) nr. 648/2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters). Er is inmiddels 1 corrigendum op MiFIR in het *Publicatieblad van de Europese Unie* verschenen, die een verschrijving in de verordening rechtzet.

Zelfs de grootste MiFID II-specialist zal erkennen dat het moeilijk grip te krijgen (en te houden) is op het zich almaar uitdijende woud aan regels dat welig tiert onder de verzamelterm MiFID II. De kans dat iets wordt gemist, is daardoor groot. Dit hoofdstuk beoogt orde te scheppen in het chaotische beeld dat de explosie aan MiFID II-regels in eerste instantie oplevert. Die orde wordt niet aangebracht door een opsomming te geven van alles wat er op het moment van het ter perse gaan van dit boek door de Europese wetgever en de Nederlandse wetgever en toezicht-houders is uitgevaardigd. Een dergelijke opsomming zou van beperkte betekenis zijn; in het toezichtrecht is veel van wat vandaag verschijnt, morgen alweer achterhaald of op zijn minst incompleet. Wat de MiFID II praktikant beter zal helpen, is een spoorboekje waarmee het navigeren door de verschillende bronnen van MiFID II wordt vergemakkelijkt. Dit hoofdstuk biedt dat spoorboekje, met vindplaatsen en een aantal voorbeelden. Daaraan voorafgaand wordt in een paar korte pennenstreken geschetst op welke grondbeginselen MiFID II voortbouwt en wat de hoofdlijnen zijn van het Europese wetgevingsproces waar MiFID II onder is ontwikkeld.

1.2 Voorgeschiedenis en grondbeginselen MiFID II

1.2.1 MiFID I

Schrijven over MiFID II brengt de gedachte automatisch op de richtlijn waarmee het allemaal begon: de eerste MiFID. Eigenlijk is het arbitrair om MiFID I als beginpunt te nemen, want MiFID I was weer een vervolg op een nog veel oudere richtlijn uit 1993; de Richtlijn betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten.⁵ Deze richtlijn wordt ook nog genoemd in de eerste paar overwegingen van de kaderrichtlijn MiFID II. MiFID I zorgde echter voor zo'n grote stap richting een efficiënte en geïntegreerde Europese markt voor transacties in, en dienstverlening met betrekking tot, financiële instrumenten, dat dit een logisch vertrekpunt is voor een algemene blik op het regelgevingskader zoals dat na inwerkingtreding van MiFID II luidt.

Waarom werd met de inwerkingtreding van MiFID I en de bijbehorende uitvoeringsmaatregelen zo'n stap gezet richting een efficiënte en geïntegreerde Europese markt voor beleggingsdiensten en -activiteiten? Dat komt voor een belangrijk deel omdat MiFID I een richtlijn is die maximumharmonisatie voorschreef. Dat betekent dat de lidstaten niet van MiFID I mochten afwijken, tenzij de richtlijn dat uitdrukkelijk toestond.⁶ En zo kan het dat in alle EEA-lidstaten sinds MiFID I hetzelfde systeem geldt voor allerhande verrichtingen met betrekking tot door de richtlijn zogenoemde financiële instrumenten. Dat systeem ziet er in grote lijnen uit zoals hieronder beschreven.

5. Richtlijn 1993/22/EEG. Deze richtlijn stond in de markt (zoals gebruikelijk) bekend onder haar Engelse acroniem: ISD (*investment services directive*).

6. Zie meer over het maximumharmonisatie-principe in paragraaf 1.9.1.

1.2.1.1 *Het begrip 'beleggingsonderneming'*

De verzamelterm 'beleggingsonderneming' wordt gehanteerd voor iedereen die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht. Onder een 'beleggingsdienst' wordt een divers pallet aan diensten verstaan: (i) het ontvangen en doorgeven van orders, (ii) het uitvoeren van orders, (iii) het beheren van een individueel vermogen, (iv) het geven van beleggingsadvies en (v) het plaatsen van financiële instrumenten met of zonder plaatsingsgarantie. Het begrip 'beleggingsactiviteit' valt in twee losse onderdelen uiteen: (i) het handelen voor eigen rekening en (ii) het exploiteren van een multilaterale handelsfaciliteit, wat net als een gereglementeerde markt (ofwel een beurs) een handelsplatform is. Een verscheidenheid aan verrichtingen kan dus tot de kwalificatie als beleggingsonderneming leiden. Alle beleggingsondernemingen hebben gemeen dat hun verrichtingen betrekking hebben op financiële instrumenten. Dat betreft een keur aan instrumenten zoals aandelen, obligaties, deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en derivaten. Tot slot zij vermeld dat MiFID ook een aantal nevendiensten definieert. Het betreft onder meer bewaring van financiële instrumenten, valutawisseldiensten en *corporate finance* dienstverlening.

De termen 'beleggingsdienst', 'beleggingsactiviteit', 'nevendienst' en 'financieel instrument' zijn dus cruciaal voor een beeld en de reikwijdte van MiFID I (en ook MiFID II). De invulling van deze termen begint bij Bijlage I van MiFID I (en ook MiFID II). Daarin staan rijtjes van beleggingsdiensten, beleggingsactiviteiten, nevendiensten en financiële instrumenten. Daarmee alleen ben je er nog niet. Een aantal begrippen dat in de rijtjes voorkomt is weer gedefinieerd in bijvoorbeeld de kaderrichtlijn (zoals het begrip 'beleggingsadvies') en/of in uitvoeringsmaatregelen, en/of wordt nader ingekleurd door interpretaties van toezichtautoriteiten.

1.2.1.2 *Vergunningplicht en Europees paspoort*

In beginsel rust op alle beleggingsondernemingen die in de EEA actief zijn een vergunningplicht. Het maakt daarbij niet uit aan welk type cliënt (*retail* of professioneel) diensten worden verleend. Op de vergunningplicht is een aantal uitzonderingen geformuleerd. Zo is het bijvoorbeeld niet vereist om voor het verlenen van beleggingsdiensten aan groepsmaatschappijen een vergunning als beleggingsonderneming⁷ aan te vragen. Nevendiensten leiden op zichzelf niet tot een vergunningplicht. Wanneer deze nevendiensten in aanvulling op een beleggingsdienst of -activiteit worden verricht, vallen de nevendiensten wel onder de organisatorische eisen en een aantal gedragsregels (zoals de provisieregels) die op een vergunninghoudende beleggingsonderneming van toepassing zijn.

Voor de vergunningplicht voor beleggingsondernemingen wordt niet aangeknoopt bij de vraag of zij hun zetel in de EEA hebben, maar bij de vraag of zij actief zijn in de EEA. Dit betekent dat een beleggingsonderneming met zetel in Nederland die enkel actief is op de Amerikaanse markt, niet onder MiFID valt. Omgekeerd wordt een Amerikaanse beleggingsonderneming die actief is binnen de EEA, wel

7. In de praktijk ook vaak 'MiFID-vergunning' genoemd.

door MiFID I gereguleerd. Hoewel er dus voor het ontstaan van de vergunningplicht niet naar de zetel van de beleggingsonderneming wordt gekeken, is voor de vraag wie de vergunning – zo de plicht daartoe is ontstaan – moet verlenen wel van belang waar de beleggingsonderneming statutair gevestigd is (voor rechtspersonen) of haar hoofdkantoor heeft (voor niet-rechtspersonen). De daartoe aangewezen toezichthouder in de lidstaat van herkomst van de beleggingsonderneming is namelijk bevoegd de vergunning te verlenen. In Nederland is dat de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Een belangrijk kenmerk van MiFID I in dit verband is het beginsel van wederzijdse erkenning. Op grond van dat beginsel is voor vergunninghoudende beleggingsondernemingen het Europees paspoort in het leven geroepen. Dat Europees paspoort houdt in dat een beleggingsonderneming waaraan in haar lidstaat van herkomst een vergunning is verleend, na het doorlopen van een korte notificatieprocedure, in de hele EEA beleggingsdiensten en -activiteiten en nevendiensten mag verrichten, zonder te moeten verzoeken om een afzonderlijke vergunning van de bevoegde autoriteit van de lidstaat waar zij die diensten of activiteiten wil verrichten. In de lidstaat van ontvangst kan nog wel een aantal lokale regels gelden, bijvoorbeeld in het geval de verrichtingen plaatsvinden door middel van een lokaal bijkantoor of in het geval de lidstaat in kwestie aan *goldplating* doet.⁸

1.2.1.3 Verklaring van geen bezwaar voor gekwalificeerde deelnemingen

Houders van een gekwalificeerde deelneming in een beleggingsonderneming (wat wil zeggen een direct of indirect kapitaal- of zeggenschapsbelang van >10%) hebben daarvoor een verklaring van geen bezwaar nodig van de bevoegde toezichthouder. Dat zal aanvankelijk worden geregeld in het kader van de vergunningaanvraag. Na vergunningverlening zal voor het verkrijgen van een nieuwe gekwalificeerde deelneming (of voor het vergroten van een bestaande gekwalificeerde deelneming) eerst een verklaring van geen bezwaar moeten worden aangevraagd. In Nederland worden verklaringen van geen bezwaar afgegeven door De Nederlandsche Bank (DNB).

1.2.1.4 Doorlopende eisen en cliëntclassificatie

Op een vergunninghoudende beleggingsonderneming rusten regels van verschillende aard, grofweg in te delen in organisatorische eisen, kapitaaleisen en gedragsregels. Deze eisen kunnen verschillen ten aanzien van verschillende typen diensten of activiteiten en ten aanzien van soorten cliënten. Zo geldt voor een *market maker* (handelaar voor eigen rekening) een hogere eigen vermogenseis dan voor een broker en moet een individueel vermogensbeheerder ten aanzien van een retail cliënt gedetailleerdere zorgvuldigheidseisen (zoals informatie-eisen) in acht nemen dan ten aanzien van een professionele cliënt. In het kader van een vergunningaanvraag

8. Zie daarover meer in paragraaf 1.9.3.

zal een beleggingsonderneming ten aanzien van een groot aantal regels aan de bevoegde toezichthouder actief moeten aantonen dat daaraan wordt voldaan. Vanaf het moment van vergunningverlening zal de vergunninghoudende beleggingsonderneming op doorlopende basis compliance met alle toepasselijke regels moeten waarborgen.

Hiervoor werd al opgemerkt dat de regels die een beleggingsonderneming in acht moet nemen, mede afhankelijk kunnen zijn van het type cliënt waaraan een beleggingsdienst wordt verleend. Dat komt door het principe van cliëntenclassificatie dat MiFID I heeft geïntroduceerd. Beleggingsondernemingen kunnen beleggingsdiensten aan drie categorieën cliënten verlenen: in aanmerking komende tegenpartijen (*eligible counterparties*), professionele cliënten⁹, en niet-professionele cliënten (vaak *retail clients* genoemd). Bij aanvang van de dienstverlening moet een beleggingsonderneming haar klant altijd in een van deze categorieën indelen. Voor niet-professionele cliënten geldt het hoogste beschermingsniveau; voor in aanmerking komende tegenpartijen geldt het laagste beschermingsniveau.

In aanmerking komende tegenpartijen en professionele cliënten bestaan uit een specifiek gedefinieerde groep partijen. Kort gezegd betreft het institutionele beleggers (zoals banken en pensioenfondsen) en ondernemingen met een bepaalde omvang. Cliënten die niet voorkomen in het lijstje van professionele cliënten (en in aanmerking komende tegenpartij), vallen van rechtswege onder het begrip 'niet-professionele cliënt'. Hierbij valt te denken aan alle natuurlijke personen, kleine vennootschappen (waaronder pensioen-B.V.'s), stichtingen en kleine en middelgrote ondernemingen. In de praktijk komt nog wel eens het misverstand voor dat ook vermogende particulieren die veel ervaring hebben met beleggen (ook wel *high net worth individuals* genoemd) automatisch als professionele cliënt kunnen worden aangemerkt. Dat is niet het geval. Natuurlijke personen komen niet voor in het lijstje van professionele cliënten (of in aanmerking komende tegenpartijen). Een high net worth individual is dus in beginsel een niet-professionele cliënt in de zin van MiFID (I en II). Slechts als (i) deze persoon aan een aantal strikte criteria voldoet en (ii) een bepaalde procedure wordt gevolgd, kan deze persoon door de beleggingsonderneming als professionele cliënt worden aangemerkt. Het wisselen van de categorie niet-professionele cliënt naar professionele cliënt wordt *opt-up* genoemd. *Opting-up* kan ook van professionele cliënt naar in aanmerking komende tegenpartij, afhankelijk van het type dienstverlening.¹⁰ Het wisselen van cliëntencategorie de andere kant op (dus naar een lager beschermingsniveau) is ook mogelijk en wordt *opt-down* genoemd. Zowel *opt-up* als *opt-down* kan betrekking hebben op een specifieke beleggingsdienst, op specifieke transacties of op de gehele relatie. Een beleggingsonderneming is overigens niet verplicht om *opting-up* of *opting-down* toe te staan.

9. In MiFID I en II wordt gesproken van 'professionele cliënt'; in de Wet op het financieel toezicht wordt gesproken van 'professionele belegger'.

10. Ingevolge artikel 24 lid 1 MiFID I. Zie ook het antwoord op Q 78 van de Q&A 'Your questions on MiFID' van de Europese Commissie over MiFID I, te vinden op www.ec.europa.eu, waaruit blijkt dat de status als in aanmerking komende tegenpartij alleen kan spelen bij *execution only* dienstverlening en niet bij andere typen beleggingsdienstverlening.

In Bijlage II van MiFID I (en MiFID II) is vastgelegd welke partijen in beginsel als professionele cliënten worden aangemerkt. In Bijlage II zijn ook de criteria opgenomen waaraan een niet-professionele cliënt moet voldoen om voor *opting-up* naar de categorie van professionele cliënt in aanmerking te komen en wat de *opting-up* procedure is die moet worden gevolgd bij het wisselen naar een categorie met een lager beschermingsniveau. In de richtlijn zelf¹¹ staat aangegeven welke partijen als in aanmerking komende tegenpartijen hebben te gelden. Het geraffineerde systeem van cliëntenclassificatie dat MiFID I heeft geïntroduceerd, wordt inmiddels ook in andere richtlijnen overgenomen. Zo wordt bijvoorbeeld een ‘professionele belegger’ in de zin van de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen¹² gedefinieerd als: ‘een belegger die als professionele cliënt wordt aangemerkt of op verzoek als professionele cliënt kan worden behandeld in de zin van bijlage II van Richtlijn 2004/39/EG’.

1.2.1.5 Handelsplatformen

MiFID I ging al uit van concurrentie tussen meerdere nationale en internationale handelsplatformen. Naast de aloude gereguleerde markt heeft MiFID I de mogelijkheid geboden voor het bestaan van nieuwe handelsplatformen, evenals de mogelijkheid voor beleggingsondernemingen om systematisch buiten de beurs om *in-house* effectentransacties te verrichten (systematische interne afhandeling). MiFID II bouwt dit speelveld nog verder uit. Zie daarover meer in hoofdstuk 4 van dit boek.

1.2.2 MiFID II

MiFID II brengt een groot aantal wijzigingen en aanvullingen op MiFID I, maar de bovengenoemde grondbeginselen worden door MiFID II niet aangetast. MiFID II heeft namelijk onder meer tot doel de met MiFID ingeslagen weg naar een geharmoniseerde interne markt voor beleggingsondernemingen verder te bewandelen. Daarnaast is MiFID II een van de vele reacties op de financiële crisis. In overweging 4 bij de kaderrichtlijn wordt vastgesteld dat de financiële crisis tekortkomingen heeft blootgelegd in de werking en de transparantie van financiële markten. De ontwikkeling van de financiële markten heeft duidelijk gemaakt dat het toezicht- en regelgevingskader voor markten in financiële instrumenten moet worden versterkt. Belangrijke wijzigingen hebben daarom onder meer plaatsgevonden ten aanzien van:

- de reikwijdte (meer financiële instrumenten, meer activiteiten en meer partijen vallen onder MiFID II dan onder MiFID I het geval was),¹³

11. Artikel 24 MiFID I, artikel 30 MiFID II.

12. Richtlijn 2011/61/EU.

13. Er is zelfs een aantal bepalingen in zowel de kaderrichtlijn als MiFIR die niet alleen van toepassing zijn op vergunninghoudende beleggingsondernemingen, maar op een bredere groep marktpartijen die op de kapitaalmarkten actief zijn. Het betreft de limieten met betrekking tot de handel in grondstofderivaten (artikel 57 en 58 MiFID II kaderrichtlijn en artikel 44 en 45 MiFIR) en de verplichting om bepaalde derivaten te verhandelen op georganiseerde handelsplatformen in plaats van *over-the-counter* (Titel V MiFIR).

- de introductie van een nieuw handelsplatform (de georganiseerde handelsfaciliteit);¹⁴
- het ‘derdelandenbeleid’ voor beleggingsondernemingen;¹⁵
- algoritmische handel;
- grondstoffenderivaten en positielimieten;¹⁶
- gedragsregels;¹⁷
- productontwikkeling en productinterventie;¹⁸
- corporate governance;¹⁹
- provisieregels.²⁰

Een groot aantal van de hier genoemde onderwerpen wordt behandeld in de andere hoofdstukken van dit boek.

1.3 Het Europese wetgevingssysteem

1.3.1 Lamfalussy

MiFID II is, net als MiFID I, ontwikkeld via een wetgevingsproces dat nog steeds bekendstaat als de Lamfalussy-procedure. Lamfalussy is de achternaam van de voorzitter van een comité van wijze mannen dat zich rond de laatste eeuwwisseling heeft gebogen over een efficiënter, sneller wetgevingsproces van de Europese Commissie, specifiek voor financiële regelgeving. Dat werd nodig geacht om sneller op veranderende marktomstandigheden te kunnen inspelen. Gelet op het specifieke karakter van dit type regelgeving, is de Lamfalussy-procedure er daarnaast – meer dan andere Europese besluitvormingsprocedures – op gericht zo veel mogelijk gebruik te maken van expertise in de sector en in de lidstaten. De procedure bestaat uit vier niveaus, die in het algemeen als *levels* worden aangeduid. De niveaus komen in deze paragraaf in abstracte zin aan de orde. In paragraaf 1.4 tot en met 1.7 worden de specifieke bronnen van MiFID II behandeld tegen de achtergrond van dit Lamfalussy-proces.

1.3.1.1 Level 1: kaderstelling

Level 1 staat ook wel bekend als de ‘kaderstelling’ of ‘basic acts’. Aan level 1 gaan één of meerdere consultatierondes van de markt vooraf. Daarna volgt een aantal rondes (als ‘lezingen’ aangeduid) waarbij de visies van het Europees Parlement en de Europese Raad van Ministers aan bod komen. Het resultaat van dit (politieke) proces is dat, op definitief voorstel van de Europese Commissie, door het Europees Parlement en de Europese Raad, de kaders worden vastgesteld waarbinnen de Europese Commissie verdere regels zal opstellen. Anders dan het begrip ‘kaderstel-

14. Zie hoofdstuk 4 van dit boek.

15. Zie hoofdstuk 8 van dit boek.

16. Zie hoofdstuk 5 van dit boek.

17. Zie hoofdstuk 9 van dit boek.

18. Zie hoofdstuk 3 van dit boek.

19. Zie hoofdstuk 2 van dit boek.

20. Zie hoofdstuk 10 van dit boek.

ling' wellicht doet vermoeden, hoeft level 1 niet in een richtlijn te resulteren. Het voorstel van de Europese Commissie kan ook in een verordening zijn vastgelegd. Het verschil tussen een richtlijn en een verordening is dat een richtlijn moet worden omgezet in nationale regelgeving voordat zij toepasselijk wordt, terwijl een verordening rechtstreeks in de lidstaten werkt. MiFID II kent beide smaken: de kader-richtlijn moet nog worden omgezet, en MiFIR werkt als verordening rechtstreeks.

1.3.1.2 Level 2: gedelegeerde handelingen en uitvoeringshandelingen

Level 2 bestaat uit regelgeving die door de Europese Commissie wordt vastgesteld ter specificatie van wat in level 1 is afgesproken. De grenzen waarbinnen de Europese Commissie level 1 regelgeving mag uitwerken, zijn in level 1 vastgelegd. Er zijn twee soorten level 2 regelgeving, te weten uitvoeringshandelingen en gedelegeerde handelingen. Voor beide soorten handelingen geldt een net iets ander besluitvormingsproces, waarover hier verder niet wordt uitgebreid. Uitvoeringshandelingen zijn inhoudelijk vaak beperkt tot het vaststellen van uniforme, Europese regels voor het implementeren van wet- en regelgeving. In de regel gaat het bij gedelegeerde handelingen om het uitwerken van technische zaken, waar specialistische kennis voor is vereist.

Bij de totstandkoming van level 2 regelgeving kunnen de *European Supervisory Authorities* (ESA's) een rol spelen. De ESA's zijn Europese toezichthouders met eigen – zich steeds uitbreidende – bevoegdheden, waarin onder meer vertegenwoordigers van de nationale toezichthouders zitting hebben. Het betreft de volgende instanties: de *European Banking Authority* (EBA), de *European Securities and Markets Authority* (ESMA) en de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA). In de eerste plaats kunnen de ESA's advies aan de Europese Commissie uitbrengen over level 2 regelgeving, al dan niet in de vorm van een opinie. Dat advies wordt in de regel eerst in concept aan de markt voorgelegd. Het is geen gegeven dat de Europese Commissie het definitieve advies van een ESA altijd een-op-een overneemt. In de tweede plaats kan aan de ESA's in de level 1 regelgeving opgedragen worden om de *technische uitvoeringsmaatregelen* te ontwerpen en bij de Europese Commissie in te dienen, die deze uitvoeringsmaatregelen vervolgens formeel vaststelt. Dat gebeurt dan vrijwel altijd wel een-op-een. De technische uitvoeringsmaatregelen vallen op hun beurt uiteen in (i) *regulatory technical standards* (RTS), die door de Europese Commissie worden aangenomen in een gedelegeerde handeling en (ii) *implementing technical standards* (ITS) die door de Europese Commissie worden aangenomen in een uitvoeringshandeling. Waar het MiFID II betreft, is ESMA de ESA die een rol speelt in level 2.